

## WINTER IS COMING

### Non combattere la Fed, restare difensivi



Il videogame della Tencent

L'ottobre scorso, a inflazione già in veloce crescita, la Bce ci rassicurò. L'inflazione media, disse, scenderà nel 2022 all'1.7 per cento. Siamo invece saliti al 9.1 e tutto fa pensare che saliremo ancora.

Colpa della guerra, si dice, che ha fatto aumentare il prezzo dell'energia. Andando a guardare meglio, tuttavia, si

nota che il prezzo del petrolio Brent, nell'ottobre scorso, aveva già raggiunto gli 86 dollari. Oggi è a 94 e non si può quindi parlare di un aumento così rilevante. Quanto al gas, una parte significativa dei rincari deve ancora scaricarsi sulle bollette delle famiglie, e quindi sull'indice dei prezzi al consumo. Petrolio e gas, del resto, sono rincarati anche per la Svizzera, che ha però un'inflazione del 3.4 per cento.

La guerra fa la sua parte, ma è solo una delle cause dell'inflazione europea. Le politiche monetarie e fiscali dell'eurozona nel 2020 e nel 2021 sono state ultraespansive quasi come quelle americane. Includendo la svalutazione dell'euro, che alla fine dal 2020 valeva 1.23 dollari e oggi è sotto la parità, si può addirittura sostenere che l'Europa ha reflazionato più dell'America.

Per più di un anno la Bce ha negato l'evidenza e ha sostenuto che l'inflazione sarebbe scesa rapidamente sotto il 2 per cento. Con questa giustificazione ha mantenuto i tassi sotto zero fino al 20 luglio. Ha così attuato un massiccio trasferimento di ricchezza dai creditori ai debitori e continuerebbe ancora a farlo se non fosse che l'inflazione ha nel frattempo messo radici e sta diventando difficile da gestire. Tre quarti dei beni inclusi nel paniere europeo dei prezzi al consumo hanno un'inflazione superiore al 2 per cento.

La vera ragione che ha indotto il baricentro della Bce, rappresentato da Isabel Schnabel (colomba, ma pur sempre tedesca), a decidersi per un'accelerazione nel rialzo dei tassi (75 punti base la settimana prossima, salvo sorprese) è però l'inflazione salariale. Questa finora è rimasta abbastanza tranquilla nell'eurozona, ma ora sta mandando segnali ben visibili in Germania, con aumenti di più del 9 per cento per i portuali e di

quasi il 13 per i dipendenti di Lufthansa. Le rivendicazioni si stanno allargando all'industria e ai dipendenti pubblici.

Finché riusciranno a scaricare l'aumento dei costi sui prezzi finali (come hanno fatto finora) le imprese europee riusciranno a difendersi. Il calo continuo del potere d'acquisto dei consumatori, tuttavia, renderà più difficile questo processo.



*Isabel Schnabel, il baricentro della Bce*

Con il costo dell'energia più alto del mondo, l'Europa perderà gradualmente l'industria pesante. Il resto del manifatturiero, che ha appena perso il mercato russo, rimarrà in piedi, ma sarà meno competitivo e più vulnerabile a causa della sua dipendenza dalle esportazioni. Per ora, a parte l'alta tecnologia, l'Europa può ancora esportare tranquillamente in Cina, ma qual è il piano B se le tensioni su Taiwan dovessero provocare una ricaduta sul piano commerciale?

L'America è autosufficiente nell'energia ed è un mercato poco aperto al commercio. Cina e Russia, insieme, sono anch'esse autosufficienti. L'Europa, che non ha materie prime e ha un modello basato sulle esportazioni, è il vaso di coccio del nuovo mondo bipolare.

La risposta europea, già ben visibile, sarà basata sull'intervento pubblico, con la nazionalizzazione dei settori in crisi e con un rilancio massiccio degli investimenti pubblici e pubblici/privati. Riarmo, semiconduttori e transizione energetica saranno i filoni principali ed è qui che gli investitori dovranno cercare di posizionarsi.

Bisognerà però cercare di essere concreti e non concettuali. Di semiconduttori fra qualche anno ce ne saranno fin troppi e la transizione energetica è piena di insidie. Ci saranno però anche trilioni di euro di fondi pubblici in arrivo e nicchie di privato, quotato e non, che ne trarranno beneficio.

Venendo all'andamento dei mercati, siamo entrati nella fase in cui nessuna notizia è accolta bene. Un dato economico forte viene letto come un motivo in più per attendersi rialzi dei tassi, un dato debole è visto come conferma che stiamo entrando in recessione. Alla base di questa lettura c'è l'atteggiamento intransigente delle banche centrali (Banca del Giappone esclusa).



*Kuroda, l'unico che non stringe*

Il rialzo delle borse delle scorse settimane è stato una sfida alla Fed, basata sull'idea che la banca centrale non avrebbe avuto il coraggio di provocare una lunga recessione, per cui già la prossima primavera avrebbe iniziato a tagliare i tassi.

A stroncare il rialzo è stato il pronunciamento di Powell a Jackson Hole. A



trasformarlo in un ribasso dai massimi di agosto che sfiora ormai il 10 per cento è l'evidenza del permanere di grosse tensioni nel mercato del lavoro americano. È corretto parlare di tensioni, più che di forza di questo mercato. È vero infatti che le imprese continuano a volere assumere (11 milioni di offerte di lavoro disponibili, il doppio del numero dei disoccupati). È però anche vero che il mercato del lavoro continua a contrarsi, il che è tutt'altro che un segno di salute strutturale.

La discesa dell'inflazione americana per effetto della debolezza delle materie prime è un fatto positivo (in particolare per i democratici, che si stanno riprendendo velocemente nei sondaggi) ma non basta assolutamente alla Fed per due ragioni. La prima è che il ribasso dell'energia è reversibile (le vendite di greggio dalle scorte strategiche americane cesseranno dopo le elezioni di novembre). La seconda è che il petrolio potrebbe anche tornare a zero ma questo non risolverebbe il surriscaldamento del mercato del lavoro.



*Kashkari, la Fed infastidita dal rialzo di agosto*

La Fed, pudicamente, dice sottovoce di volere solo un aumento di mezzo punto percentuale dei disoccupati e di volersi concentrare su un taglio delle offerte di lavoro da parte delle imprese. Avendo meno offerte, ragiona la Fed, i lavoratori avrebbero anche meno forza per chiedere miglioramenti salariali quando cambiano azienda. Larry Summers fa però notare che non si sono mai riscontrate riduzioni di offerte di lavoro senza un successivo aumento dei disoccupati. E i disoccupati, stando agli ultimi dati, non stanno aumentando ma diminuendo. Da qui la frustrazione della Fed.

Il mercato del reddito fisso ha già sincronizzato le sue attese con la linea dura della Fed. La borsa lo sta facendo.

Con la spada di Damocle di una recessione fra pochi mesi e con l'evidente fastidio manifestato dalla Fed per il rialzo delle scorse settimane è difficile ipotizzare un recupero stabile delle borse nei prossimi 6-9 mesi. D'altra parte il livello di negatività e pessimismo è tornato a livelli molto alti e questo renderà inevitabile qualche fiammata anche consistente di recupero, accesa probabilmente dai buoni dati sull'inflazione. Bisognerà essere molto veloci nell'approffittarne per ridurre le posizioni. Fra un anno, augurabilmente, avremo alle spalle la recessione, ma per adesso, come dicevano in Game of Thrones, sta per arrivare l'inverno.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



**Disclaimer**

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione non essendo tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web [www.kairospartners.com](http://www.kairospartners.com). La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.