

## L'ATTACCO ALLA FED

Perché i mercati non sono così preoccupati? Un'ipotesi



La sede centrale della banca centrale cinese.  
Pechino

Una domanda a bruciapelo. Come si chiama il governatore della banca centrale cinese?

Praticamente tutti conoscono il nome dei governatori della Fed e della Bce. Tra gli operatori finanziari e gli investitori sofisticati molti conoscono il nome dei banchieri centrali di Giappone, Regno Unito, Canada, Australia, Brasile, Turchia e Russia. Il nome di Pan

Gongsheng, tuttavia, è, in Occidente, un nome per sinologi e investitori dedicati ai mercati emergenti.

Questo ha varie ragioni, la prima delle quali è, in generale, la colpevole perdurante disattenzione alla Cina dei nostri media e della nostra accademia. Parliamo di disattenzione non in assoluto, ovviamente (ci sono da tempo eccellenti centri di ricerca), ma relativamente al peso che ha assunto nel tempo la Cina. Sappiamo insomma mediamente dieci o cento volte di più sull'America che sulla Cina e questo ha sempre meno senso.

La seconda ragione, tornando alle banche centrali, è che quella cinese è vista come meno significativa in quanto semplice ingranaggio, dotato di agency limitata, della politica economica del partito. Questo non è certo dovuto al profilo di Pan Gongsheng, che ha credenziali accademiche superiori a quelle di vari suoi colleghi in giro per il mondo, o dello staff di ricerca della banca, di altissimo livello. È dovuto piuttosto al fatto che, per espresso disegno, la Banca Popolare Cinese non ha mai goduto di indipendenza.

Fondata nel 1948, la Bpc fu per due decenni l'unica banca del paese, contemporaneamente centrale e commerciale. Con la Rivoluzione culturale la banca cessò quasi del tutto le attività, venne accorpata al ministero delle finanze e si ritrovò con un organico complessivo, nella sede centrale di Pechino, di otto persone.

Oggi la Bpc è equiparata giuridicamente a un ministero. Nella meticolosa classifica ufficiale dei ministeri, ordinati per importanza, occupa il venticinquesimo posto su 26. Le Finanze sono al dodicesimo e lo Sviluppo

economico al terzo, dopo Esteri e Difesa. Il governatore della Bpc, dal canto suo, è subordinato al segretario della sezione del partito della Bpc. Le due funzioni sono state sdoppiate da Xi nel 2022, quando il partito ha reintrodotta su vasta scala i suoi commissari politici anche nelle imprese private. Sono state di fatto riunificate nel 2023, quando Pan, che era già governatore, ha assunto anche la carica di segretario della locale sezione di partito. Oggi, dunque, il Pan politico comanda il Pan governatore.



*Pan Gongsheng*

Ora un'altra domanda a bruciapelo (h/t Jim Bianco). Quanta inflazione ha avuto la Cina, dal 2020 a oggi? Il 7 per cento scarso. Quanta ne hanno avuta America ed Europa? Il 25 abbondante.

Si può obiettare, con perfetta ragione e legittimità, che in molti altri casi, ad esempio la Turchia, la mancanza di indipendenza della banca centrale ha portato inflazione. Il sovrano, in generale, privilegia infatti la crescita rispetto all'inflazione. Nei meno frequenti casi in cui privilegia il contenimento dell'inflazione, come è stato tra il 1980 e il 2015, il sovrano concede autonomia alla banca centrale (ma non, come abbiamo visto nel caso cinese). Quando privilegia la crescita tende a limitare l'autonomia o, nei casi estremi, a revocarla.

Venendo all'America e alla palese intenzione di Trump di influenzare la Fed in senso espansivo, si pongono varie questioni. La prima è istituzionale. Alla teoria dell'unitarietà dell'esecutivo, secondo la quale la costituzione conferisce al presidente piena autorità anche sullo stato amministrativo, si oppongono i teorici dell'autonomia dello stato amministrativo, che deve seguire la legge e non necessariamente l'esecutivo. Ai tempi dei Padri fondatori lo stato amministrativo praticamente non esisteva e quindi l'interpretazione della loro volontà non è facile. Il problema si pone perché nel Novecento lo stato amministrativo si è allargato enormemente e la tendenza è proseguita in questo secolo con enti, si pensi in particolare all'Epa per l'ambiente, che hanno assunto funzioni di fatto legislative ed esecutive rilevanti.



*Fatih Karahan, governatore della banca centrale turca*

La Corte Suprema, soprattutto negli ultimi tempi, ha sposato sempre di più la visione dell'esecutivo unitario, limitando l'autonomia delle agenzie. Ha fatto però un'esplicita eccezione per la Federal Reserve, che risponde al Congresso.

Oggi Trump ha il Congresso dalla sua parte, ma l'operazione di conquista della maggioranza del board della Fed in tempi brevi resta molto complessa, anche se sta

facendo più passi avanti di quanto si potesse pensare.

Questi passi avanti hanno fatto dire a molti osservatori che il riallineamento della Fed a Trump porterà a una caduta del dollaro e dei corsi

dei titoli governativi lunghi, che a loro volta porteranno a un ribasso azionario.

Perché, almeno finora, la borsa sui massimi e i Treasuries e il dollaro stabili non sembrano sposare l'idea della terzomondizzazione dell'America?

Avanziamo un'ipotesi. Trump vuole una Fed allineata per avere tassi molto più bassi, come ben si sa. Tuttavia il mercato percepisce la propensione di Trump e di Bessent verso i tassi bassi non tanto come dovuta al desiderio di stimolare l'economia (come è di solito in questi casi) quanto a quello di contenere le spese per interessi e il disavanzo pubblico. Letta in questo modo, la linea Trump-Bessent, non dà fastidio ai bond lunghi, anzi, a condizione che l'inflazione, a parte gli effetti dei dazi, rimanga contenuta. Da qui un'amministrazione molto impegnata ad abbassare il prezzo del petrolio di altri 10 dollari mandando le cannoniere davanti alle coste del Venezuela per un regime change, facendo la pace con la Russia o, in alternativa, costringendola a svendere il suo petrolio a prezzi ancora più bassi, minacciando (e inducendo l'Europa a minacciare a sua volta) sanzioni secondarie severissime per India e Cina.



David Zervos, uno dei possibili successori di Powell

Il confine tra un esito turco e un esito positivo della linea Trump-Bessent resta sottile, ma per ora la crescita stabilizzata su buoni livelli, l'inflazione meno preoccupante del previsto e i solidi profitti delle società sono incoraggianti.

Sull'Europa e sull'euro pesano i dazi (per ora non molto) e la crisi francese (da seguire con attenzione ma da non sopravvalutare). Rimangono, sempre più vicini, gli stimoli fiscali per il riarmo.

La grande tecnologia si avvia verso un soft landing, ovvero verso una crescita più bassa rispetto ai ritmi convulsi degli ultimi mesi. Ci saranno quindi tentativi di rotazione verso il resto del mercato, in un contesto in cui le banche potrebbero ritornare a brillare per il potenziale di espansione degli impieghi e per il margine d'interesse elevato.

Quest'anno la tradizionale correzione autunnale è arrivata in aprile. Settembre potrebbe essere più tranquillo del solito, ma alcuni short affilano le armi. Difficilmente rivedremo la calma olimpica di agosto.

**Alessandro Fugnoli**  
Strategist

#### **Disclaimer**

*Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.*

*La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.*

*Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.*

Kairos Partners SGR SpA  
Via San Prospero, 2  
20121 Milano - Italia  
T +39 02 77718.1  
www.kairospartners.com

