



IMPRIMI POSSUNT, NIHIL OBSTAT, IMPRIMANTUR

16 settembre 2010

Nuovi dollari e yen in arrivo, canarini in confusione

Sei occhi vedono meglio di due e così il Codice di diritto canonico prescrive che un testo, prima di essere pubblicato, abbia tre autorizzazioni. Il superiore dà l'Imprimi Potest (può essere stampato), il Censor diocesano dà il Nihil Obstat (nulla osta) e solo alla fine il vescovo dà l'Imprimatur (si stampi). A quel punto il giudizio sul libro viene affidato al pubblico oppure, se nessuno se lo compra, a quella che Marx chiamava la critica roditrice dei topi.

Centinaia di miliardi di dollari, probabilmente un trilione, hanno iniziato l'iter per l'Imprimatur.

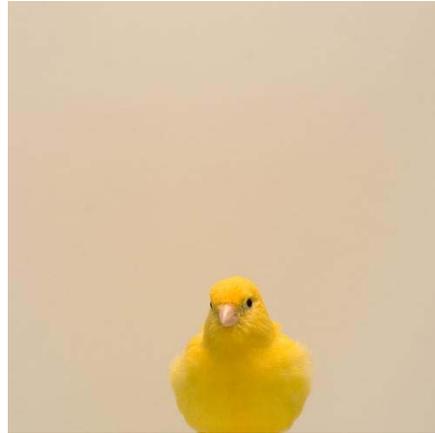
L'Imprimi Potest è stato dato informalmente (ma a larga maggioranza) dai banchieri centrali e dagli accademici a loro più vicini a Jackson Hole. Il Nihil Obstat sta arrivando dagli economisti delle grandi banche. C'è qualche dubbio sull'efficacia, ma viene in genere superato pensando al fatto che male, questa valanga di dollari, non ne farà. Alcuni fanno capire che la tiratura dovrebbe essere ancora maggiore di quella ventilata. A fine 2008 Jan Hatzius diceva che ci sarebbero voluti tra i 5 e i 10 trilioni di nuovi dollari. La Taylor rule (che peraltro ognuno si calcola come vuole, tanto a Taylor non va mai bene) diceva allora che i tassi dei Fed Funds sarebbero dovuti stare non a



Katsushika Hokusai. Peonia e canarino. 1825.

zero, ma a meno 5. Poiché ogni nuovo trilione equivale grosso modo a un taglio dei tassi di 0.50 non ci vuole molto a concludere che occorrono davvero vari trilioni e fantastilioni.

Oggi ci risiamo e la Taylor rule, nelle infinite interpretazioni che circolano, non dà risultati molto diversi da allora. L'inflazione è del resto più bassa che nel 2008-2009 e la disoccupazione rischia addirittura di salire ancora di qui a fine anno. Allora tuttavia ci si dovette accontentare di un



Luke Stephenson. Yellow Canary No. 1.

trilione e anche questa volta è da escludere che si vada oltre. In compenso, ma questa è solo una nostra idea, questa tranche non sarà necessariamente l'ultima. Una volta che i mercati l'avranno digerita e una volta constatato che non sarà necessario andare a fare la spesa con il carrettino di marchi come a Weimar, se ne riparlerà. A crisi lunga, reflazione lunga.

L'Imprimatur arriverà dal Fomc entro Natale e forse già all'indomani delle elezioni del 2 novembre. Come andrà l'economia nelle prossime settimane sarà importante, ma non decisivo. Il Fomc guarda ai tempi lunghi, per cui conterà la quasi certa revisione al ribasso delle stime su crescita e occupazione per il 2011, a tutt'oggi ancora molto ottimistiche. A quel punto, raccolte tutte le nuove stime dei membri del comitato, Bernanke farà notare che un livello di disoccupazione vicino al 10 per cento non è compatibile con gli obiettivi istituzionali della Fed e chiederà il Quantitative Easing. Se annunciare subito la pubblicazione dell'opera completa o comunicare solo l'uscita mensile a dispense non sarà una scelta editoriale ma di marketing.

Alcuni critici, come Roubini, sostengono che tutto questo sforzo servirà a ben poco. Il mezzo trilione o il trilione intero finirà (non a titolo gratuito, ma in cambio di titoli) alle banche, che lo ridepositeranno probabilmente alla Fed, così come hanno fatto con il trilione precedente. Non c'è nessuna certezza che anche un solo dollaro finisca prestato alle imprese o ai consumatori.

Descrivere le cose in questo modo significa però vedere solo metà della questione. L'altra metà attiene alla psicologia e può essere decisiva. Molti dicono che la Fed ha finito le bombe atomiche, ma sappiamo che si può fare molto male a qualcuno anche solo con una pistola. A Jackson Hole, come è

stato osservato, Bernanke non ha alzato la voce, ha continuato a parlare soavemente, ma mentre leggeva il suo discorso ha messo la pistola sul tavolo. Le discussioni, quando l'interlocutore mette la pistola sul tavolo, prendono sempre una piega diversa, non occorre aspettare che faccia fuoco.

Mentre la Fed si prepara, la Banca del Giappone ha aperto il fuoco con 400 miliardi di yen creati ex nihilo in una notte e buttati sul mercato per smorzare gli ardori rialzisti dello yen. Storicamente il Giappone ha sempre sterilizzato i suoi interventi sui cambi, ma questa volta è possibile che non sia così. Presto o tardi, infatti, lo yen tornerà a salire, in particolare quando il Fomc inizierà a creare i nuovi dollari. A quel punto il Giappone dovrà sospendere le eventuali sterilizzazioni. Sarà avvincente a quel punto, come nota Goldman Sachs, vedere chi vincerà la gara a chi crea più base monetaria tra Giappone e Stati Uniti.

Tra i due contendenti il terzo soffre. L'Europa riprenderà a concedere liquidità alle sue banche con generosità, ma tecnicamente non violerà il suo tabù sulla stampa di moneta. Come risultato, l'euro si rafforzerà ancora, tanto contro dollaro quanto contro yen.

Non solo l'euro si rafforzerà grazie ai nuovi dollari e ai nuovi yen, ma in pratica tutti gli asset finanziari e reali saranno sostenuti. L'eccezione saranno i Jgb, ma solo per breve tempo.

L'aspetto interessante è che il recupero dell'azionario non ruberà spazio ai bond e viceversa. A Jackson Hole Bernanke ha ripetuto più volte che non ci sarà il double dip perché le condizioni finanziarie rimarranno favorevoli e cioè, tradotto, perché azioni e bond non scenderanno e anzi saliranno ancora.

Visti dalla Fed, azioni e bond sono in questo momento figli amatissimi e dotati di pari dignità. I bond forti (ovvero i tassi a lungo sempre più bassi) servono per convincere aziende e investitori ad abbandonare la mentalità da stato d'assedio e a indurli a chiedere un mutuo per farsi una casa e a emettere obbligazioni per finanziare assunzioni e nuovi impianti. Le azioni in rialzo favoriscono dal canto loro gli aumenti di capitale delle banche e creano un clima più positivo e propenso ai consumi.

La montagna di liquidità in arrivo solleverà dunque tutte le barche grandi e piccole, incluso l'oro. La differenza tra il rialzo dell'oro e quello, per dire, del rame o dell'SP 500 sta nella psicologia di chi li compra. Il rialzo della borsa è vissuto bene, quello dell'oro evoca invece scenari cupi.



Il debutto di Tweety (Titti) in A Tale of Two Kitties. 1942. Warner Bros.

L'oro è l'equivalente economico dell'antipolitica. Come l'antipolitica è vissuta come l'opposto della politica ma ne è una forma, così l'oro è vissuto come l'anticarta e l'anti-economia-malata ma si rafforza, come tutto il resto, quando l'economia migliora e i tassi sono bassi. Pensa di essere il diverso, l'assolutamente Altro, ed è invece omologato.

Naturalmente c'è un limite. Se la creazione di moneta supera un certo limite e se la tonicità degli asset finanziari e reali si trasforma in bolla, allora l'oro diventa effettivamente, come dice Greenspan, il canarino che i minatori si portano dietro per capire se c'è grisou. Il grisou è inodore e il canarino che sviene è il sistema più semplice per capire se la situazione è grave.

Al momento non lo è. Almeno fino a metà decennio non ci sarà inflazione. Ma se è per questo non ci sarà nemmeno deflazione. E' interessante che la Pimco della New Normal (che significa tra l'altro bassa crescita economica) abbia venduto massicciamente put sull'indice dei prezzi al consumo, scommettendo sul fatto che non scenderanno sotto un certo livello per anni a venire.

Il buon tono dei mercati nelle ultime due settimane, in ogni caso, non è dovuto solo alle prospettive della politica monetaria. I dati macro americani, da preoccupanti in luglio e agosto, si sono fatti decenti e, in certi casi, quasi buoni.

A confortare ancora di più, dalla nostra prospettiva sinocentrica, è la rapida riaccelerazione cinese. Dopo tre mesi di produzione industriale piatta ora il ritmo di crescita annualizzata è tornato al 14 per cento e ancora meglio



Il canarino nella miniera di carbone, un'interpretazione letterale.

vanno i consumi. Interessante il discorso di Wen Jiabao, pieno di ottimismo e di fiducia. Abbiamo avviato a sistemazione alcuni problemi (bolla immobiliare, ricapitalizzazione delle banche, eccessi di capacità produttiva) e ora possiamo riprendere a pieno ritmo e trainare il mondo verso la ripresa. Wen sta per concludere il suo mandato e i toni possono essere in parte autocelebrativi, ma i numeri

sono dalla sua parte.

Nelle ultime due settimane c'è stato un impressionante cambiamento di sentiment nei mercati. E' comprensibile, quindi, che ci si sia fermati per una sosta. Da qui a fine anno, in ogni caso, non ci sembra irresponsabile suggerire di aprirsi di più al rischio. Nessuno sostiene che si stia avviando chissà quale

ciclo positivo, ma di questi tempi un tradabile rally non è da buttare via. In anni laterali come questo le differenze di performance tra chi va bene e chi va male sono piccole e sfruttare bene le opportunità è importante.

Le borse emergenti sono particolarmente interessanti perché, ricordiamo, hanno un beta elevato e i loro movimenti sono enfatizzati dal cambio, che tende a muoversi nella stessa direzione dell'azionario. L'osservazione che si fa su questi paesi è che da qualche mese sono al limite del surriscaldamento, con consumi un po' troppo vivaci e qualche segno di deterioramento delle partite correnti.

Dobbiamo abituarci a questo stato di cose. Loro saranno strutturalmente borderline surriscaldati e noi saremo borderline rattrappiti. Andremo avanti a lungo in questo modo, è parte della cura.

I tratti di questa esuberanza talvolta eccessiva sono ora evidenti in tre grandi paesi come India, Brasile e Turchia, ma la situazione è sotto controllo.

Il referendum turco, con il netto indebolimento del kemalismo, ha destato qua e là preoccupazione. Il grande orientalista Bernard Lewis, che nel 1978 fu l'unico a capire in tempo reale la portata globale e drammatica della rivoluzione khomeinista (mentre l'Europa la festeggiava, così come ha festeggiato il referendum turco), ha affermato che fra dieci anni la Turchia sarà forse un nuovo Iran.

Di fronte all'immensa sapienza di Lewis bisognerebbe tacere, ma avanziamo lo stesso un'ipotesi. La Turchia ha enormi ambizioni e, tra queste, c'è forse la restaurazione di una qualche forma moderna di califfato neo-ottomano, ovvero di un'egemonia sul mondo islamico. Ha la strada spianata, perché nessun altro paese ha la forza di proporsi in questo ruolo. Proprio per le sue ambizioni, tuttavia, la Turchia non vuole scorciatoie (come l'Iran con l'atomica) ma cerca di fare crescere insieme a tappe forzate l'apparato industriale, quello militare e le relazioni commerciali con l'estero, grazie a una leadership molto qualificata e a una classe imprenditoriale diffusa e vivace. Esattamente come la Cina.

Alessandro Fugnoli +39 02-777181

Disclaimer

Kairos Partners SGR SpA Via Bigli 21, Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos Partners SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Kairos Partners SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Kairos Partners SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento nè nei confronti di persone residenti in Italia nè di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Kairos Partners SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza ed esclusivamente citando il nome di Kairos Partners SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Kairos Partners SGR cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Kairos Partners SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Kairos Partners SGR può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione Kairos Partners SGR sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.