

**LA CONTEMPLAZIONE DEL DEBITO**

27 maggio 2010

Strutturalmente deboli, ciclicamente forti

Per l'uomo europeo medievale la *contemplatio mortis*, prima ancora che un esercizio da praticare era una sensibilità diffusa. Tutti vengono dalla polvere, dice il Qohelet, e ritornano nella polvere. La riflessione su questo aspetto strutturale della condizione umana non impediva di godere dello spike ciclico della vita. C'era insomma un certo equilibrio tra i due aspetti.

La sensibilità contemporanea privilegia nettamente il ciclico sullo strutturale e anche i mercati, a modo loro, normalmente si regolano più su quello che si muove che non su quello che sta sullo sfondo. Le cose però cambiano. Queste settimane hanno così visto l'avvio improvviso, in anticipo sulle previsioni, di una riflessione sui problemi strutturali del mondo sviluppato sotto forma di dolorosa contemplazione del suo debito. Non essendo abituati a questo esercizio i mercati hanno provato subito un senso di stordimento e vertigine.

Non che mancasse la consapevolezza astratta del problema. Negli Stati Uniti il Congressional Budget Office fa previsioni sul fabbisogno a 75 anni. Che intorno al 2030 sia in programma un'esplosiva crisi fiscale, lo si sa dalla metà degli anni Novanta. Allora c'erano 35 anni a disposizione per prevenirla. Non si è fatto nulla e oggi ce ne sono solo 20. Ogni anno che passa



Il Presidente Roosevelt firma il Social Security Act. E' il 14 agosto del 1935.

senza che il problema sia affrontato comporta una crescita esponenziale dell'aggiustamento da fare, ma per un politico 20 anni sono un'eternità e la tentazione di lasciare la questione a chi verrà dopo è irresistibile.

Il problema del debito è su due livelli, uno minore e uno maggiore. Del livello minore si sono occupati i mercati in queste ultime tre settimane. Ci si è arrovelati sulla sostenibilità del 150 per cento di debito su Pil che la Grecia raggiungerà fra tre anni o sul dubbio che la Spagna riesca da qui al 2012 a restare sotto il 90. Piccole cose, in fondo, se si considera che sullo sfondo, tra



L'archivio nazionale della Social Security nel Candler Building di Baltimora. 1938

il 2030 e il 2040, ci si sta muovendo, come proiezione, tra il 250 italiano, il 300 tedesco, il 400 americano e il 600 giapponese. Anche per i mercati 20 anni sono un'eternità, ma è possibile che alla prossima recessione vera (non il double dip che ci si è inventato in questi giorni) la contemplazione del debito si spinga su quegli orizzonti.

Per questo giro c'è da scommettere che in qualche modo ce la caveremo. Riportare sotto controllo il livello minore del problema del debito è importante perché bisogna arrivare vivi

al giorno in cui andrà affrontato il livello maggiore. I governi di tutto il mondo hanno colto in tempo i segnali di insofferenza dei mercati e stanno reagendo con programmi complessivamente razionali. Ci si è tornati a coordinare, come nei momenti più difficili della crisi 2008-2009. Si è coinvolta la Cina e l'America ha assunto un ruolo di leadership. Si riuscirà in questo modo a non tagliare tutti insieme, permettendo alla ripresa ciclica di mettere radici e proseguire l'anno prossimo.

La tenuta della ripresa ciclica è decisiva per bilanciare i timori strutturali. L'avvitamento dei mercati ha avuto del resto quattro potenti acceleratori. Il primo (che ha indotto Barton Biggs a definire ridicola la caduta) è stato un gigantesco stop loss globale. Troppo fresco e doloroso è il ricordo dei minimi dell'aprile 2009 per riviverne il dramma. Meglio uscire subito, hanno pensato in molti.

Il secondo acceleratore è stata la percezione che già prima del ribasso la ripresa ciclica stava rallentando in Cina e negli Stati Uniti (mentre paradossalmente era l'Europa a battere di un soffio le stime). In particolare c'era per gli Stati Uniti il timore che la decelerazione si saldasse con il

rallentamento già previsto per la seconda metà del 2010, per effetto del venire meno degli stimoli fiscali e del blocco della politica monetaria.

Il terzo acceleratore è stata l'idea che le misure fiscali restrittive adottate da vari governi avrebbero dato un ulteriore colpo alla crescita. Il quarto è stato il timore che la discesa dei mercati e la distruzione di ricchezza avrebbero a loro volta esercitato una retroazione negativa sul ciclo. Un timore sensato, dal momento che è stata la borsa, con il suo rialzo, a trainare la ripresa e non il ciclo a trainare la borsa.

Oggi questi quattro acceleratori appaiono disattivati o ridimensionati. Le misure fiscali europee, per quanto non piccole, saranno ben distribuite nei prossimi tre anni e il loro impatto sulla crescita sarà compensato dall'aumento delle esportazioni. Condizione per esportare è naturalmente che gli altri crescano e su questo c'è una ragionevole certezza.

Il temutissimo rallentamento cinese, di per sé opportuno se si vuole prevenire un surriscaldamento, non sarà per niente catastrofico. Il governativo China Daily, nell'edizione di ieri, pubblica (di fatto avallandole), stime private che danno il consumo cinese di rame nel 2010 in crescita del 12 per cento. Un crollo dell'edilizia, quello che da settembre molti paventano, non produrrebbe cifre di questo tipo.

Quanto agli Stati Uniti, se le borse si assestassero sui livelli attuali saremmo in linea con le quotazioni di febbraio, ma con i tassi a lungo mezzo punto più bassi e il petrolio 7 dollari sotto. Non è un quadro che faccia pensare a un contraccolpo significativo della caduta della borsa sui consumi.

Poi c'è Larry Summers. Il suo discorso di martedì, dibattito incluso, è di grande interesse. Summers non sta sotto i riflettori, ma è l'architetto e il regista della ripresa americana e gode della massima fiducia di Obama. Il discorso è un'appassionata invocazione di crescita e un'altrettanto appassionata invocazione del risanamento fiscale. Tra le due, tuttavia, c'è un piccolo ma significativo scarto temporale. Crescita fino a fine anno, risanamento da gennaio. C'è il ciclo elettorale, naturalmente. Si vota a novembre, dopo tutto. Miracolosamente, però, le necessità politiche coincidono con quelle dell'economia globale.



La Signora Ida May ritira il primo assegno mensile della Social Security, 24 dollari. E' il 1940. La signora vivrà fino a 100 anni e riceverà in totale 22,889 dollari

Nel momento in cui l'Europa anticipa a subito i suoi tagli, l'America non solo non taglia, ma si prepara a varare un ultimo pacchetto fiscale. La cosa era già nell'aria in Congresso e ora è praticamente ufficiale. Sarà un pacchetto modesto, 80 miliardi, e si cercherà di fare in modo che non dia troppo nell'occhio, perché i mercati, di questi tempi, fanno presto a prendere male ulteriori allargamenti del disavanzo. In pratica si prolungherà l'erogazione dei sussidi di disoccupazione straordinari e si daranno soldi agli stati affinché non licenzino professori e poliziotti. Si punta a evitare la perdita di 30mila posti di lavoro al mese da qui a fine anno.

E' affascinante, per inciso, sentire in questi giorni le aspre critiche americane al salvataggio della Grecia (110 miliardi di euro) nel momento in cui gli Stati Uniti in perfetta souplesse si apprestano a erogare la loro terza tranche (in due anni) di sostegno agli stati in disavanzo (che hanno in teoria l'obbligo costituzionale del pareggio di bilancio). Le tre tranche, insieme, superano ampiamente i soldi per la Grecia.

Colpisce in particolare vedere Mishkin, che alla Fed era l'alter ego di Bernanke, usare toni durissimi contro il bailout della Grecia e citare in alternativa l'esempio positivo della ristrutturazione del debito di New York negli anni Settanta. In linea di principio ha ragione, ma dimentica di considerare che il debito municipale in America era all'epoca (e in parte anche oggi) detenuto dai ricchi che ne sfruttavano il regime fiscale favorevole, mentre la carta greca è detenuta dalle banche francesi e tedesche.

L'impatto sistemico è evidentemente diverso.



Il Presidente Johnson firma l'atto istitutivo del Medicare, l'assicurazione sanitaria per gli anziani. E' il 30 luglio 1965. Seduto al bordo del tavolo Harry Truman.

Tornando alla manovra espansiva americana, notiamo che si accompagna a una ripresa dell'allargamento del bilancio della Fed (anche questo, probabilmente, in vista del rallentamento della seconda metà dell'anno).

A gennaio, si diceva, in coincidenza con una riaccelerazione dell'economia americana, si inizierà con le tasse (molte) e con i tagli (pochi), con

l'obiettivo di dimezzare in un anno il disavanzo. Nel 2013 se tutto va bene avremo il disavanzo americano al 4 e tutta Europa, Regno Unito incluso, sotto il 3. Non si può dire che i governi non si stiano dando da fare. Quanto al livello maggiore del debito, Summers annuncia che nel 2011 si metterà in

cantiere un riprofilamento del disavanzo previdenziale. Vedremo, ma è già qualcosa che ci si cominci a provare.

Quanto all'Europa, i governi consegneranno quello che hanno promesso perché i mercati non daranno loro la minima tregua. Al primo sgarro, al primo obiettivo trimestrale mancato, i lupi scatenati scenderanno a valle. Detto questo, il compito dei governi non è assolutamente impossibile. Le banche, dal canto loro, saranno sorvegliate a vista. Le casse spagnole saranno ristrutturare velocemente e questa è una notizia positiva, non negativa. Ricordiamo che l'Europa ha quasi tutte le sue munizioni ancora intatte. Dei 750 miliardi stanziati a Bruxelles ne sono stati usati finora solo 10. La questione molto dibattuta, se gli acquisti della Bce siano sterilizzati non solo nella forma ma anche nella sostanza, perde rilievo nel momento in cui si va a vedere a quanto ammontano, finora molto poco.

Sulla Grecia una maggioranza bulgara di opinionisti sostiene con fede incrollabile che non ce la farà mai. Al di là, quando va bene, del 150 di debito/Pil, non vengono forniti molti numeri o analisi sofisticate a supporto di questa tesi, considerata autoevidente. Umilmente e sommamente, William Cline del Peterson Institute degna la questione di qualche equazione e di un po' di numeri e concede il beneficio del dubbio. E' questione di volontà politica, dice, e cita il caso di vari paesi, tutti meno ricchi della Grecia, che sono passati da ampi disavanzi ad avanzi primari fino al 7 per cento (la Grecia ha concordato il 6 per il 2015) nello stesso numero di anni. Come la Turchia.

Cline non lo dice, ma il fatto che il fabbisogno greco sia già in rapida caduta dimostra forse che una parte del buco, in particolare certe spese di sapore elettorale del 2009, non era strutturale. Non vanno poi sottovalutate le privatizzazioni, potenzialmente pari al 20 per cento del Pil, e il grande spazio di recupero dall'evasione, se è vero che l'agenzia delle entrate ha scoperto al suo interno 200 funzionari che non presentavano la dichiarazione dei redditi.

L'acquisto di titoli greci non pare particolarmente raccomandabile, ma tra il default immediato e un'uscita impeccabile dalla crisi sono possibili molte soluzioni intermedie. Nessuno ha fretta di provocare il default. Non la Grecia, tuttora in disavanzo primario. Non le banche creditrici, che vogliono accumulare qualche anno di carry da mettere da parte per eventuali svalutazioni. Non la Germania, che intende mantenere il massimo di pressione sul governo greco. Non la Bce, preoccupata per le banche.

In generale sui mercati si può passare dall'allarme rosso all'allarme arancio e forse giallo. E' meglio in ogni caso non fidarsi ciecamente di eventuali segnali di stabilizzazione perché la paura procede a ondate

improvvisi. Non c'è da illudersi in una ripresa a V delle borse, ancora sotto shock. D'altra parte, per proseguire nel ribasso, occorrono a questo punto elementi nuovi negativi davvero seri. Chi è sottopesato dovrebbe quindi continuare a comprare, distribuendo gli acquisti nell'arco delle prossime settimane.

L'Europa ha ancora voglia di indebolire l'euro e approfitta dei momenti di stabilità delle borse per farlo scendere. Il grosso del cammino, per il momento, è comunque fatto. Treasuries e Bund, per quanto cari, non si indeboliranno molto. In pratica ci aspetta una fase di convalescenza, non la ripresa tipica che segue una correzione tecnica.

La contemplazione del debito, in una fase ciclica positiva, rimarrà limitata al suo livello minore. La grande questione sullo sfondo, il welfare da ridurre (mentre l'Asia inizierà a costruirlo), preoccuperà i mercati più avanti. Gli aspetti ciclici si alterneranno come prevalenti a quelli strutturali e questo garantirà nei prossimi anni un'elevata volatilità non solo dei mercati, ma anche delle economie

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 né nei confronti di persone residenti in Italia né 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.