



KAIROS

Il Rosso e il Nero

Settimanale di strategia

AMOR FATI

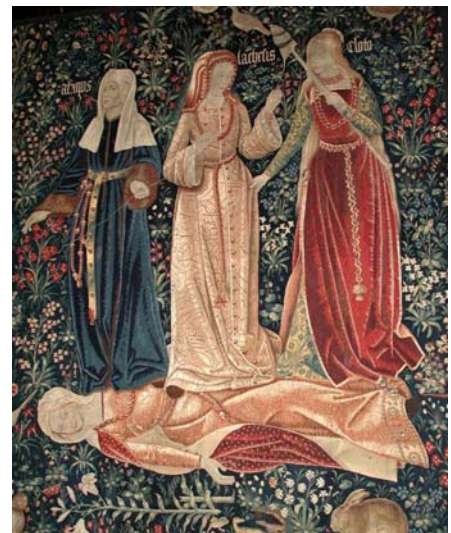
18 febbraio 2010

Andare incontro al destino, cantare lodi all'inflazione

I politici non sono più capaci di alzare le tasse e di tagliare le spese. Bene, si sente dire sempre più spesso, non fa niente, forse è meglio così, impariamo a vivere nel disavanzo e nel debito. Per contenere l'espansione del debito ci vorrà una dose di inflazione. Bene, canta un coro crescente di voci, non importa, impariamo ad amarla.

Non voglio fare guerra a ciò che è brutto, dice Nietzsche nella Gaia Scienza, voglio imparare ad amare ciò che è inevitabile. Come diventare quello che si è (il sottotitolo dell'Ecce Homo), come andare incontro al proprio destino senza più nascondersi, senza negare, senza cercare di essere altro. Amor Fati, il destino come sfida.

Il senatore democratico Bayh, a poche settimane dalla rielezione e con una riconferma assolutamente certa, se ne va disgustato dal Senato degli Stati Uniti e si ritira nel privato. Il Congresso è disfunzionale, dice, non è più capace di fare nulla. Paul Volcker, uomo parco di parole, dichiara alla Cnn che il Congresso non è mai stato così disfunzionale come oggi. Non sono capaci di mettersi d'accordo su nulla, dice, discutono da un anno sulla nomina del sottosegretario al Tesoro e non vengono a capo di niente, ai miei tempi bastava una settimana.



Le tre Moire. Arazzo fiammingo. 1510.
Victoria and Albert Museum. Londra

Volcker è democratico, il Congresso ha una larghissima maggioranza democratica, l'Amministrazione è democratica, ma tutto è bloccato. I grandi vecchi centristi dei due partiti, quelli che alla fine trovavano sempre un accordo di buon senso, muoiono come Murtha oppure se ne vanno come Dodd. Resiste Barney Frank, quello che ha salvato Bernanke dai populistici che volevano cacciarlo, ma è sempre più solo. La sinistra democratica parla meglio con la destra repubblicana, con la quale spesso si unisce per bloccare le cose, che con il centro e con l'Amministrazione. I repubblicani, dal canto

loro, si fanno sempre più condizionare dai blogger del Tea Party, che chiedono meno tasse proprio mentre il disavanzo è un punto sotto quello greco.



Le tre Moire come erano originariamente rappresentate nel Partenone

Paradossalmente, questo stato di paralisi potrebbe essere, come diceva Hegel, un'astuzia della ragione. Lo Spirito procede nella storia del mondo verso i suoi fini razionali usando spregiudicatamente le passioni e le miserie degli uomini.

I mercati si mostrano sempre più irrequieti per la crisi fiscale degli stati nazionali e vorrebbero risolverla in poche ore non si sa come. Economisti intelligenti come Krugman, DeLong e Koo chiedono invece più disavanzo (e Gagnon, ex Fed, chiede più monetizzazione), pena una ricaduta dell'economia non appena si sarà esaurita la fase positiva del ciclo delle scorte.

C'è da tremare a pensare a cosa succederebbe all'economia se venissero adottate le misure fiscali e monetarie restrittive invocate dai mercati.

C'è d'altra parte da stare svegli la notte a pensare che cosa succederebbe ai mercati se venisse realizzato quanto proposto dagli economisti più radicali.

Alla fine è meglio che non succeda niente, che il bilancio sia fatto spostando qualche spicciolo da una parte all'altra e mettendo qualche piccola toppa. Meglio che la politica monetaria si avvii a fine marzo verso lo stato di quiete assoluta, non più espansiva e non ancora restrittiva. Lo stallo è nel nostro destino, impariamo ad amarlo.

Figlia del peccato, del peccato di stallo, è l'inflazione. Una figlia da fabbricare però con fecondazione assistita, perché se si aspetta la natura non succede proprio nulla. Qualcuno pensa ancora che possa nascere ex putrido dalle riserve in eccesso che le banche mantengono presso le banche centrali. La generazione spontanea teorizzata da Aristotele non convince più i biologi da tre secoli ma convince ancora qualche economista. Sempre meno, però.

Bene, si dice, allora fabbrichiamola. Ha cominciato a sostenerlo Rogoff due anni fa, ma il personaggio ha troppo il gusto della provocazione per

creare intorno a sé consenso e conformismo. Poi è stato detto tra le righe in paper tecnici delle banche centrali. Certo, si diceva, il fatto che i tassi non possano scendere sotto zero (la Taylor rule era arrivata in certi momenti a richiedere un tasso di policy di meno 5) è un bel problema e ci lega le mani. L'acquisto di titoli, il quantitative easing, supplisce in parte ma, come dice Koo, serve a ridare fiducia ai mercati ma non fa direttamente ripartire l'economia.

Ci si fermava lì ed era come lasciare il ragionamento a metà. Come a dire che è un peccato che possiamo lavorare con un braccio solo perché l'altro è ingessato. Ora che Blanchard si alza a dire che si potrebbe anche pensare di toglierlo, il gesso, e spostare l'obiettivo d'inflazione dal due al quattro, ecco che si alza un coro di consenso anche dai luoghi più improbabili. Tutti lo stavano evidentemente pensando da un pezzo, ma nessuno osava dirlo.

Le adesioni all'idea di Blanchard piovono ogni giorno più numerose. Non sono solo i keynesiani radicali alla Krugman o alla DeLong, scontati, ma anche centristi repubblicani alla Mankiw (già capo dei consiglieri economici di Bush figlio) ed ex quasi falchi della Fed come Laurence Meyer, numero tre di Greenspan fino al 2002.

Per mesi una parte dei mercati ha elaborato teorie cospiratorie su una exit strategy inflazionistica da parte di governi e banche centrali. Il Tesoro americano, effettivamente, sta allungando la vita media del debito, che sotto Bush si era molto abbassata, in modo piuttosto aggressivo. E' una scelta saggia e lungimirante (e nel breve costosa, con i tassi a breve a zero), ma si presta ovviamente a dietrologie maliziose, coltivate però finora solo da pochi addetti ai lavori.



John Strudwick. Le tre Moire. 1885

Il fatto è che questo innamoramento per l'inflazione sta riscaldando per ora soprattutto i cuori degli accademici e qui la congiura è alla luce del sole. I politici, sornioni, lasciano fare e fanno che il discorso, prima di essere adottato come nuovo canone, va lasciato maturare senza interferenze.

I possibili vantaggi dell'inflazione sono quattro. Il primo, l'abbiamo visto, è il maggiore spazio per abbassare i tassi in caso di nuova crisi. Il secondo è lo smaltimento più veloce del debito pubblico. Il terzo è la possibilità di ridurre i salari reali nei paesi che non possono svalutare (Grecia, Spagna, Portogallo) perché non hanno più una valuta nazionale. Il quarto è la possibilità di evitare una rivalutazione per i paesi che preferiscono non farla. Per la Cina, ad esempio, può essere politicamente più vantaggioso aumentare i salari piuttosto che rivalutare il renminbi (sono due strade per

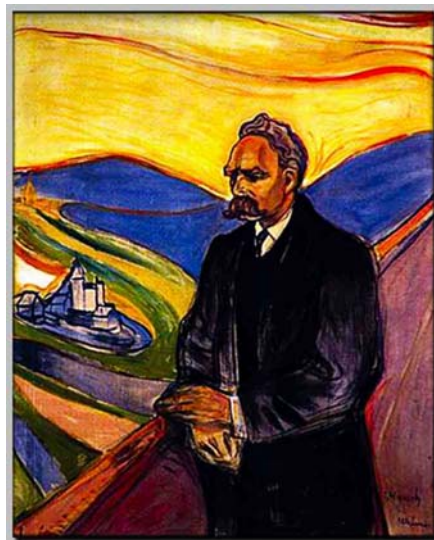
ridurre la propria competitività, ma la prima, pur creando inflazione, crea anche consenso).

Come si fabbrica l'inflazione? In presenza di ampie risorse inutilizzate, come oggi, bisogna mettersi d'impegno, sapendo oltretutto che i risultati arriveranno dopo parecchio tempo.

Il modo più sicuro è che lo stato spenda direttamente soldi creati appositamente dalla banca centrale. E' un modo classico, ma negli ultimi anni è stato applicato solo in Zimbabwe. Parliamo di spesa diretta, attenzione. Ponti, carri armati o anche stipendi per lavori inutili purché chi riceve lo stipendio sia abbastanza povero da andare subito a spenderlo al supermercato per sfamare la famiglia. Anche in questo caso, il più diretto, l'inflazione parte solo quando si sono esaurite le risorse inutilizzate, cosa che può richiedere anche anni.

In America e in Europa si sono però utilizzate poco le spese dirette e si è preferito ricorrere a trasferimenti. Il trasferimento è talvolta l'anticamera della spesa, ma non sempre. Se creo moneta e la consegno a una banca che il giorno dopo mi rideposita presso la banca centrale quello che le ho dato sono

al punto di partenza. Se regalo a un pensionato una banconota nuova e lui la deposita in banca (e questa la porta subito in banca centrale) sono di nuovo al punto di partenza. Alla lunga qualcosa si combina, perché qualcuno alla fine presta o spende, ma ci vuole comunque pazienza.



Edvard Munch. Ritratto di Friedrich Nietzsche. 1906. Munch Museum. Oslo

Un modo, tra i tanti, potrebbe essere questo. La banca centrale tiene per un lungo periodo i tassi a breve vicini a zero e accetta che i tassi a lungo siano più alti, mettiamo al quattro. Se i tassi a lungo danno cenno di volere salire, la banca centrale si mette a comprare obbligazioni (creando eventualmente moneta) e riporta subito il loro rendimento al

quattro. La curva rimane stabile nel tempo. Questo tranquillizza gli investitori e li induce ad allungare gradualmente la durata dei titoli in portafoglio. Lentamente l'output gap viene colmato. A un certo punto la banca centrale smette di comprare i titoli a lungo (o addirittura li vende) e ha inizio la mattanza (diciamo meglio la tosatura, nessuno ha in mente di fare stragi). Certo, per le nuove emissioni il mercato si mette a esigere un tasso in linea con l'inflazione che sta ripartendo, e in più chiede un tasso reale

adeguato, ma i flussi di emissioni sono modesti, mentre lo stock di debito a lungo è grande.

Che fare allora, come investitori, per limitare i danni?

Primo, non bisogna reagire troppo. Il dibattito accademico deve proseguire e diventare consenso. Successivamente il nuovo canone deve essere adottato a livello politico. Poi bisogna che una parte significativa del mercato si sposti sul lungo termine e per fare questo bisogna tenere la curva abbastanza stabile e ripida per un periodo non breve. Infine bisogna esaurire l'output gap e cioè crescere, crescere e ancora crescere.

Secondo, non è necessario mettersi a brevissimo fin da subito. Tre anni di curva ripida possono significare un dieci per cento di ritorno in più o in meno a seconda di dove si sta nella curva.

Terzo, non bisogna comunque spingersi su scadenze troppo lunghe. La tosatura può non partire subito, ma può partire veloce e cogliere impreparati. Il 2015 può essere per adesso un buon compromesso.

Quarto, evitare di mettersi short aggressivamente di titoli lunghi fin da subito. Si rischia un'attesa lunga, resa costosa dal carry negativo.

Quinto, evitare di buttare via soldi comprando Cds su debitori sovrani che stampano la moneta in cui sono indebitati. Assicurare titoli del Tesoro degli Stati Uniti comprando un Cds dalla piccola finanziaria del palazzo di fronte e dormire sereni la notte è come assicurarsi all'agenzia dell'angolo contro un asteroide che distruggerà il pianeta.

Sesto, evitare di sentirsi troppo sicuri perché si hanno titoli in euro e l'Europa, finché in mezzo c'è la Germania, non accetterà mai di alzare il target dell'inflazione. In primo luogo va ricordato che la Germania, nei cicli globali di inflazione, ha tenuto i suoi prezzi leggermente più bassi di quelli americani (e il Giappone più bassi di quelli tedeschi) ma ha sempre seguito l'andamento generale. In secondo luogo lo sfondamento ex necessitate dei parametri di Maastricht in pieno corso da due anni deve fare riflettere. In terzo luogo la Bce potrebbe anche scegliere di non rivedere ufficialmente il target di inflazione (sotto il due per cento, ma vicino al due per cento, sta scritto nei sacri testi) accettando di fatto, come è stato per tre quarti della sua esistenza, il tre per cento e, nel caso, anche il quattro.

Settimo, non comprare indicizzati all'inflazione lunghi. I tassi reali, infatti, sono ancora bassi e quando saliranno faranno flettere anche gli inflation-linked (più lungo l'indicizzato, maggiore la flessione, naturalmente).

Ottavo, considerare il peso della trattenuta fiscale, per gli investitori individuali, su tutto quello che si compra. Anche ad aliquota stabile, infatti, il peso assoluto della trattenuta aumenta con il crescere dei tassi nominali. Se poi i mercati, a un certo punto, dovessero esigere un rendimento reale più

alto, i governi potrebbero riprenderselo velocemente indietro con una maggiorazione dell'aliquota.

Nono, tenere a mente che numerose grandi società quotate europee remunerano le loro azioni molto di più delle loro obbligazioni. Il vantaggio dell'azione sull'obbligazione, in caso di inflazione moderata, non potrà che aumentare.

Decimo, se i beni rifugio sono la scelta migliore in un quadro di stagflazione come quello degli anni Settanta, un quadro di inflazione e crescita come quello che potrebbe profilarsi dovrebbe vedere favorite le azioni.

Concludiamo con qualche breve annotazione sull'immediato. L'attesa messianica sulla Grecia, tanto nella versione apocalittica del default immediato quanto in quella salvifica di un grande pacchetto di aiuti, è andata giustamente delusa. La grigia verità è quella di una lunga partita a scacchi in cui piccoli aiuti verranno concessi in cambio di piccoli progressi da parte greca.

Si è venduto parecchio, nelle ultime settimane, e la conferma è data dall'aggressività delle ricoperture degli ultimi tre giorni. Ora il positioning è più equilibrato e i dati macro, che a parte l'Europa sono in generale da buoni a molto buoni, possono dare spunto a un lento e prudente riavvicinamento verso i massimi.

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.