

RAZIONALE ESUBERANZA E PESSIMISMO IRRAZIONALE?

Commento Dicembre 2021

A dicembre si è concluso un anno straordinario per le principali borse mondiali con un ultimo brindisi proprio all'approssimarsi di Capodanno. Il sempre atteso rally di Natale non ha mancato di manifestarsi: lo S&P ha guadagnato, nel mese, il 4,4%, il Nasdaq100 è cresciuto del 1,1% e l'Europa è riuscita addirittura a superare il fratello maggiore americano con un +5,4% (Eurostoxx50). Anche due indici di paesi non membri dell'Unione Europea (UE) sono riusciti a lievitare del 5,47% (Svizzera, SMI) e 4,6% (Inghilterra, FTSE 100). Questo risultato eccezionale rafforza i dati dell'intero - splendido, per quanto riguarda l'andamento delle borse - 2021. Nell'anno lo S&P ha registrato un +26,9%, il Nasdaq100 +26,6%, l'Eurostoxx50 +20.56% e l'indice mondiale (MSCI World) un +20%. Eppure, l'anno che si chiude non ha risparmiato pessime notizie sul fronte della pandemia. Il COVID-19 si è dimostrato persistente, con la variante Delta e poi con Omicron. I mercati hanno imparato a convivere con il

virus il cui obiettivo biologico è quello di sopravvivere, quindi di non uccidere le persone che infetta. È quanto segnala l'ultima variante che si diffonde molto facilmente, ma che sembra essere meno pericolosa. Ma l'ottimismo che ha permesso di superare le paure della pandemia è diretta conseguenza dei vaccini. Sono loro che hanno permesso di anticipare la ripartenza mentre stati e banche centrali cercavano a tutti i costi di evitare una profonda e lunga recessione. Il mondo si è scoperto inondato di liquidità e incentivi fiscali, proprio mentre i segnali di ripresa si moltiplicavano: la crescita del Prodotto interno lordo nel 2021 è stata, almeno per le principali economie, folgorante, con una ripresa sincronizzata a livello mondiale (oltre il 5,5%). Gli utili delle aziende, in un simile contesto, sono esplosi, trascinati dalla domanda repressa nella prima parte della pandemia, quando i cittadini erano stati costretti dai *lockdown* al risparmio forzato. L'obiettivo dichiarato, negli Stati Uniti e in Europa, era quello di

continuare le politiche monetarie espansive collaudate dopo la Grande crisi finanziaria del 2008 e contemporaneamente agire sull'economia reale, pilotando programmi d'investimento che avrebbero ampliato le opportunità d'impiego. La chiave del successo dell'operazione risiede in tassi nominali bassi o negativi e, soprattutto, in tassi reali negativi capaci di stimolare la crescita. Il mercato obbligazionario è stato di fatto nazionalizzato attraverso i *Quantitative Easing* (QE). Joe Biden, negli Stati Uniti, ha prolungato i programmi di aiuti diretti agli americani per aiutarli a uscire dalla pandemia, promettendo di andare oltre: la sua agenda *Build Back Better* è un disegno legislativo per stimolare servizi sociali, *welfare* e infrastrutture, oltre a mettere a disposizione fondi per contenere gli effetti del cambiamento climatico, favorendo la transizione verso un'economia digitale e sostenibile. Da questa parte dell'Atlantico, anche l'Europa, a modo suo, ha scelto la via del sostegno finanziario: la Banca centrale europea (BCE), oltre ad un programma già funzionante di *Quantitative Easing*, ne ha aggiunto un altro speciale, pandemico. Gli Stati dell'UE hanno introdotto il "Next Generation EU", che prevede l'emissione

di strumenti di debito comune sui mercati globali. Si tratta di uno strumento temporaneo, ma che apre comunque la porta al debito comunitario, passo fondamentale verso forme d'integrazione più sofisticate.

Se le borse hanno festeggiato fino all'ultimo il 2021 è proprio perché l'investitore non aveva alternative. Mentre il mercato obbligazionario era praticamente morto, con tassi reali negativi, la crescita e le aspettative di crescita dell'economia reale hanno carburato l'espansione economica. Vaccini e liquidità facile hanno dopato gli asset finanziari a rischio. Tutto ciò è stato possibile perché lo scenario dell'ultimo decennio ci aveva abituato a non considerare il problema inflazione, che tanto aveva condizionato l'economia degli anni '70. Globalizzazione, digitalizzazione, invecchiamento della popolazione nei paesi industrializzati hanno contribuito a tenere bassi i prezzi. I costi dell'energia, malgrado qualche vampata, sono sempre rientrati: le nuove fonti energetiche erano viste come una minaccia imminente che a lungo termine avrebbe annientato la produzione di petrolio e quindi contribuivano a contenere gli appetiti dei

produttori. Questo contesto ha permesso anche l'accreditamento della *Modern Monetary Theory* che postula la possibilità per gli Stati di creare moneta quasi senza limiti. Anzi, con un solo limite: l'inflazione. Ma visto che questa, nei paesi avanzati, non c'era verso di animarla, i limiti stavano davvero per diventare infiniti. In realtà, l'inflazione non riusciva a contaminare l'economia reale, anche se è esplosa, accelerando nell'ultimo decennio, nell'economia finanziaria.

Ma l'inflazione ha iniziato ad alzare la testa con le iniziative per combattere la pandemia; lo scorso mese di novembre negli Stati Uniti ha raggiunto il 6,8%, nell'Euro-area il 4,9%, in Inghilterra il 5,1%. Numeri che mettono in difficoltà le banche centrali che fino a poche settimane fa si ostinavano a dire che questa era solo transitoria, data dai colli di bottiglia nella produzione, dalla domanda repressa e dall'accumulo di risparmio. Il problema di fondo è che i prezzi dell'energia hanno iniziato a salire e questi influenzano tutti gli altri. Gli investimenti in nuovi giacimenti sono diminuiti negli ultimi anni. Le società petrolifere si sono concentrate sulla transizione energetica scommettendo sulle fonti alternative e sul pagamento di

dividendi per sostenere i propri titoli. La pandemia ha contribuito alla presa di coscienza che il mondo non è ancora pronto a supportare un'economia elettrificata e de-carbonizzata. Soprattutto in Europa dove la Germania ed altri Stati hanno deciso di rinunciare al nucleare. La Russia se ne è resa conto. Il suo obiettivo è spingere, in particolare l'Europa, ad utilizzare il gas quale strumento per produrre elettricità, meno inquinante del carbone, e magari anche per produrre idrogeno. Frenando la produzione di gas destinato all'UE, Putin ha messo in chiaro che il destino energetico dell'Europa passa da lui e insiste per rendere operativo il *Nord Stream 2*, rafforzando il suo peso sul Vecchio continente. Gli antichi riflessi della geopolitica dell'energia sono tornati d'attualità. I produttori di petrolio hanno capito che la loro era non è ancora finita: hanno più tempo per approfittare della fame di gas e petrolio (il cui consumo è in continuo aumento) e per gonfiare i loro redditi. Inoltre, altre materie prime, quali il litio e le terre rare, alimentano appetiti di potenza.

La transizione verso la normalità si complica nel 2022: i problemi di produzione nell'offerta, la crisi energetica

nell'UE, l'incertezza sull'inflazione a medio termine limita la capacità d'agire delle banche centrali e amplifica il rischio di sbagliare. Ma anche l'incognita sui costi dell'economia verde - centrali nel nuovo percorso - sono notevoli e hanno caratteristiche strutturali.

Le banche centrali sono più in difficoltà a posizionarsi tra inflazione e crescita. Era già chiaro prima della pandemia che avrebbero messo l'accento sulla crescita tollerando livelli d'inflazione superiori al 2%, poi hanno considerato i rincari transitori e ora sono veramente preoccupate. Sanno che ora ci sono priorità in mano agli stati, quindi alla politica, che potrebbero essere intrinsecamente inflazioniste: spese fiscali, tasse e lavoro, cambiamento climatico, ineguaglianze sociali, protezione delle attività produttive strategiche, regolamentazioni. I grandi stimoli della pandemia hanno tenuto in piedi artificialmente aziende strutturalmente deboli: il ciclo è ripartito senza cancellare debiti insostenibili e attività marginali. Anche sociologicamente il volto lavorativo in molti paesi avanzati è cambiato: i figli del *baby boomer* degli anni '60 hanno anticipato la pensione; donne

che hanno deciso di non rientrare al lavoro dopo i primi *lockdown*; la ricerca di un nuovo equilibrio tra lavoro e qualità della vita. La situazione delle finanze pubbliche, inoltre, non permette di assorbire altri shock, ma aumenta la vulnerabilità per la possibile reazione dei tassi a lungo termine.

Quindi ci attende un 2022 difficile per il mondo finanziario? Non mancano certo i pessimisti, che magari hanno subito sulla loro pelle le bolle finanziarie di inizio Millennio, quando Alan Greenspan (allora presidente della Federal Reserve) parlava di "esuberanza irrazionale". O quella della Grande crisi finanziaria del 2008, che ha trasformato le banche centrali in inaffiatoti di liquidità per tenere in vita un sistema paralizzato. Le loro argomentazioni sono spesso estremamente razionali e convincenti: utilizzano indicatori che, se fossero stati presi sul serio e per tempo, avrebbero impedito importanti crolli. Alla base di queste analisi c'è spesso l'insostenibilità del debito cresciuto a dismisura, prima per salvare il sistema e poi per impedire che la pandemia travolgesse anche l'economia. In questo contesto gli speculatori, con un riflessivo

compiacimento, alimentano la creazione di ulteriore debito (*Minsky Moment*).

Pur non sottovalutando le loro argomentazioni, sono le motivazioni di fondo degli indebitamenti che vanno prese in considerazione. I *Quantitative Easing* (l'immissione forzata di liquidità) non hanno avuto solo il ruolo di "salvataggi di ultima istanza". Sono di fatto diventati lo strumento per finanziare una nuova economia digitale e de-carbonizzata e, come argomenta Jeremy Rifkin, a costo marginale zero. Non è solo un caso storico se proprio nei periodi più duri della pandemia l'economia ha continuato a produrre, in remoto, grazie a Microsoft, Zoom, Alphabet, ecc. Anzi, il COVID-19, ha anche forzato l'aumento della produttività che era già in atto. Grazie al digitale meno persone producono di più e a minor costo. Chi ha portato alle stelle i titoli di Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Meta, ecc. non ha agito per "irrazionale esuberanza". Era piuttosto mosso dalla razionale constatazione che la loro tecnologia è potente e immediatamente recepita dalla rete sociale e produttiva. Niente a che vedere con quanto successe nel 2000, quando il Nasdaq crollò perché gli investitori

avevano irrazionalmente esagerato la capacità dell'uomo d'integrare *software* e *hardware* nella quotidianità. In questo senso, l'unica vera bolla che si intravede oggi riguarda le criptovalute. Perché, forse, ci vorrà più tempo e regolamentazioni prima di renderle veramente parte del nostro quotidiano.

Le banche centrali hanno di fatto obbligato gli investitori a finanziare, anche indebitandosi, la nuova economia. Questi sono costretti a farlo perché i tassi nominali e reali sono negativi, rendendo impraticabile il mercato obbligazionario. Affinché questo percorso continui, l'inflazione deve rientrare per evitare che i tassi salgano troppo. Nel 2021 i tassi reali erano fortemente negativi e quindi non c'era vera alternativa all'azionario. Tanto più che la crescita economica era potente e i risultati delle aziende stellari. Nel 2022, secondo le previsioni più accreditate, la crescita sarà più contenuta, ma resterà ad alti livelli. Le aspettative d'inflazione a 10 anni sono del 2,4% per gli Stati Uniti, mentre il rendimento del Treasury a 10 anni è del 1,8%. Quindi siamo ancora in territorio negativo. Ancora più marcata la situazione in Europa: il Bund a 10 anni rende zero, ma le aspettative d'inflazione

a 10 anni sono del 2,2%. Questo contesto resta favorevole all'azionario anche per il 2022, a condizione che le prospettive di crescita vengano confermate e che l'inflazione sia vicina al suo picco. Ma ciò non avverrà in maniera unidirezionale, a causa della pandemia e della narrativa delle banche centrali che vogliono comunque evitare le esasperazioni di mercato. I titoli della nuova economia hanno prezzi scontati ai tassi medi dell'anno 2021, che ora sono saliti di 0,3-0,5%. Quindi è naturale che le loro valutazioni devono correggere, anche se saranno comunque sostenute dai risultati. Nel 2022 bisognerà porre attenzione alla macroeconomia: crescita e inflazione sono le chiavi di volta che muoveranno le banche centrali. Che comunque non possono permettersi correzioni esagerate. Cercheranno di mantenere i tassi reali in territorio negativo, anche se quelli nominali saliranno. Vista l'importanza della nuova tecnologia sulla borsa americana, vale forse la pena, in termini relativi, guardare più all'Europa, dove i multipli sono più contenuti. Inoltre, la BCE sarà più prudente e la collaborazione tra Francia e Germania, ma anche con il supporto di Italia e Spagna, contribuirà a favorire la crescita più che la disciplina di

bilancio. Per motivi analoghi anche il Giappone potrebbe offrire spunti interessanti.

I rubinetti delle banche centrali restano ancora aperti. Per il primo e forse anche per il secondo trimestre ci sarà ancora erogazione di liquidità, ma a livelli molto più contenuti. L'anno sarà volatile e difficile ma alla fine, visti i presupposti di crescita, potrebbe rivelare un equilibrio positivo e rendere il pessimismo meno razionale e l'esuberanza più selettivamente razionale. La Cina, che è rimasta ai margini delle grandi crescite delle principali borse mondiali, potrebbe essere la sorpresa del 2022. Nel 2021 ha iniziato a riequilibrare la propria economia aiutata dalla possente liquidità della Federal Reserve, della Banca centrale europea e di quella giapponese. Potrebbe essere lei, nel 2022, a subentrare iniettando quella liquidità che verrà a mancare e scongiurare quanto successe nel 2018 quando il mondo restò a corto di cash.