

Aspettando la nuova era

Quadro macroeconomico

Settembre, che bel mese per le borse. Il rientro dalle vacanze estive, di solito, preoccupa. Ma questa volta non è andata così: si è trattato di un periodo brillante dell'anno, capace di far dimenticare l'incerto agosto. All'ottimismo alimentato dalla grande liquidità si è sovrapposto quello sull'andamento dell'economia reale, che riesce a coinvolgere praticamente tutto il mondo. L'Unione europea dopo aver superato lo scoglio delle presidenziali francesi, con la sorpresa Macron, ha digerito anche il voto tedesco, con la riconferma, certo meno solida del previsto, della signora Merkel. L'export dei paesi emergenti, con un +4,6% rispetto all'anno scorso, lascia aperto lo sviluppo della globalizzazione, minacciata dal protezionismo. Anche le fantasie di un'importante manovra di espansione fiscale del presidente Trump, dopo gli infruttuosi tentativi d'affossare l'*Obamacare*, sono riusciti a dare impulso allo *S&P* e ad alzare i rendimenti dei titoli di stato. Eppure, malgrado la positività, questo storico rally delle borse continua ad alimentare molto scetticismo. L'arrampicata delle borse va avanti dal 2009, quasi 10 anni, senza produrre euforia, ma tranquilla assuefazione o rassegnato scetticismo. Se manca l'euforia è forse proprio perché è difficile scegliere per che cosa esaltarsi: per la corsa degli indici? Per quella dei prezzi degli immobili? Per i Rolex degli anni '60? Per le auto d'epoca? O per i bond che, malgrado le paure, sono sempre più restii a dare rendimenti e quindi hanno prezzi elevati. Uno dei pochi "beni"¹

che ha recentemente deluso, è stato il dollaro, che ha ceduto quasi il 15% da inizio anno, mentre il petrolio si è solo parzialmente ripreso dall'agonia dell'anno scorso. A salire, in disperata ricerca di rendimenti, è anche la propensione al rischio: recentemente sono state sottoscritte obbligazioni irachene, ucraine, egiziane con cedole tutto sommato contenute.

Se l'economia finanziaria è "fortemente" inflazionata, lo stesso non si può dire per quella reale. Negli Stati Uniti, malgrado la disoccupazione sia ai minimi (4,4% ad agosto), l'inflazione resta sotto l'obiettivo del 2%, mentre nell'Eurozona non supera l'1,5% e in Giappone è risalita allo 0,6%. E' questo il rompicapo delle banche centrali: hanno abbassato i tassi a breve portandoli a zero (nell'Unione europea e in Svizzera sono addirittura negativi), hanno schiacciato i rendimenti a lungo termine tramite l'acquisto di obbligazioni (*Quantitative Easing*) e malgrado ciò non riescono a stimolare in maniera determinante la domanda nell'economia reale. Probabilmente non esiste nemmeno, a livello accademico, un solido apparato teorico capace di delineare il percorso e le interrelazioni, non solo opportunistiche, tra inflazione degli *asset* finanziari, che oltre certi limiti diventano bolle, e quella nell'economia reale, sulla quale le banche centrali hanno una storica abitudine ad intervenire mediante la leva dei tassi. Claudio Borio ("*Through the looking glass*", settembre 2017), della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), s'interroga su quanto conosciamo veramente del processo d'inflazione, visto che dallo scoppio della

Grande crisi finanziaria del 2008 non si è mai riusciti ad intuirne il percorso. Si tratta di un'ammissione preoccupante poiché secondo lui "l'inflazione è l'ago della bussola che ci indica dove è il tasso d'interesse nominale". Certo, esistono analisi che tentano d'individuare quali sono le cause del mancato aumento dei prezzi: l'invecchiamento della popolazione (meno predisposta al consumo), la globalizzazione e la robotizzazione, che premono sui salari. Ma anche l'aver fissato *target* d'inflazione al 2%, ha probabilmente un intrinseco effetto deflattivo. Se non si riesce quindi a definire il tasso d'interesse nominale, dovremmo avere, almeno negli Stati Uniti, un'idea più chiara del tasso d'interesse naturale (che prevale quando c'è pieno impiego e la produzione eguaglia la capacità produttiva). Ma anche qui è difficile definire il pieno impiego con precisione e ancor di più la capacità produttiva, visto l'effetto della globalizzazione che mischia le carte.

La realtà è che siamo già entrati in una nuova era. La Grande crisi finanziaria del 2008 ne ha rivelato le potenzialità e le fragilità. Da un punto di vista politico, nel 2009, il G20, è emerso come forum di discussione del futuro, dove elaborare strategie di riequilibrio planetario. Ma poi, man mano che la crisi diminuiva d'intensità, gli stati sono ritornati a proteggere il loro orticello, lasciando le banche centrali da sole a sorreggere la totale trasformazione nei rapporti fra stati ed economie, in un vortice d'interdipendenza, che si può subire prima di scegliere di cavalcarla. Sul fronte della finanza, è emersa la figura del banchiere centrale, Bernanke, Yellen, Draghi, quale figura capace di rispondere con velocità e indipendenza alle minacce portate dallo tsunami del 2008. Sono riusciti, con gli strumenti della politica

monetaria, a salvare il sistema, ma non a traghettarlo nella nuova era. Per riuscire questo ulteriore passaggio devono definire, come scrive Borio, chiari obiettivi di stabilità finanziaria, in alternativa ai vetusti target d'inflazione. La stabilità finanziaria globale è necessaria ai politici e alla società civile per elaborare nuovi paradigmi d'azione che possono emergere solo attraverso l'assunzione delle interazioni fra cambiamenti economici, sociali e ambientali che, di fatto, non hanno frontiere.

Politica d'investimento

Al centro dell'attenzione dei mercati non c'è, almeno per ora, la Corea del Nord o l'Iran. La geopolitica, in questa fase, è stata posta in secondo piano dai mercati, i quali si preoccupano solo della loro linfa: la liquidità. La Federal Reserve si appresta ad effettuare un nuovo rialzo dei tassi entro fine anno e intende iniziare la cura dimagrante del suo corposo bilancio. La Banca centrale europea vuole ridurre il *Quantitative Easing*. Solo il Giappone non sembra intenzionato a modificare la sua politica monetaria. Tutti guardano con attenzione all'inflazione. I banchieri centrali sono abituati a concentrarsi su questa variabile, per definire i tassi d'interesse. Poiché l'economia mondiale sta crescendo globalmente, la tentazione di approfittare di questo *momentum* per rialzare i tassi è forte. Ma perché l'inflazione non cresce? E' questa domanda che non fa dormire i banchieri centrali. Sono però convinti che l'inflazione vada anticipata. Che cosa si fa nel dubbio? Niente. Così facendo si alimenta la creazione di bolle finanziarie. Ma sbagliando il *timing* si potrebbe provocare una recessione mandando in fumo gli effetti di dieci anni di politiche monetarie straordinarie. Quest'incertezza

attraversa i banchieri centrali come pure gli investitori. Quanto tempo può durare questo non decidere? Non quello che ci vorrebbe: aspettare l'affermazione di nuovi paradigmi economici. Nella realtà le banche centrali saranno costrette a volteggiare tra minacce di rialzo tassi e modulazione dei loro bilanci cercando di accontentare tutti. Quindi che fare? Se ci si limitasse a vendere put (tenendo bassa la volatilità) e accorciare le duration, le banche centrali potrebbero anche aspettare. Ma è l'esplosione della propensione al rischio la vera paura. E quindi si naviga a vista sperando che il rialzo dei tassi avvenga con moderazione, senza danneggiare il *momentum* dell'economia mondiale. Come dice Warren Buffett, valutando gli effetti dello sconto dei cash flow futuri, un aumento dei tassi dell'1%, non fa apparire care le azioni fra tre anni, ma se l'incremento è del 3% sì.