

IL BASTONE DEI TASSI REALI

L'incertezza regna sovrana sui mercati. Non è chiaro quali siano gli obiettivi della guerra in Ucraina, ma è evidente che questa segna uno spartiacque nelle relazioni internazionali e nella loro espressione valutaria. Come se non bastasse, a questa cruciale problematica se ne sovrappongono con peso altre, meno drammatiche da un punto di vista umanitario, ma dense di conseguenze per l'economia mondiale: i prezzi delle materie prime che continuano a salire, l'inflazione, il COVID-19 in Cina con le relative conseguenze e le scelte delle banche centrali, in particolare della Federal Reserve.

Negli ultimi venti anni non sono certo mancati i momenti difficili, dallo scoppio della bolla del Nasdaq all'inizio del millennio, alla grande crisi finanziaria del 2008, alla Pandemia del 2020. In una maniera o nell'altra, queste crisi sono l'espressione della globalizzazione che si caratterizzava per il modesto ruolo degli stati, che alzavano bandiera bianca di fronte allo strapotere delle forze

economiche in campo. Solo le banche centrali, indipendenti dalla politica, sembravano avere gli strumenti per gestire la globalizzazione e le sue crisi. Negli anni hanno messo a punto la "cassetta degli attrezzi" per ossigenare i mercati nei momenti in cui l'area rarefatta metteva in pericolo la salute dell'intero sistema. Alla base delle loro elaborazioni c'era il presupposto che l'inflazione, di fronte alla globalizzazione e alla digitalizzazione, faticava a rialzare la testa. La "Modern Monetary Theory" addirittura definiva chiaramente che gli Stati, contrariamente alle famiglie e alle imprese, possono stampare soldi a volontà. Hanno un solo limite: l'inflazione. Visto che questa era più un obiettivo che un pericolo, i bilanci delle banche centrali hanno continuato a gonfiarsi. Quando è scoppiata la pandemia gli istituti d'emissione, nell'urgenza, non si sono lasciati sorprendere. Hanno iniziato a iniettare ulteriore liquidità nei mercati acquistando obbligazioni (di fatto nazionalizzando il mercato obbligazionario). Gli stati, inoltre, hanno

attuato politiche fiscali che hanno preservato posti di lavoro e sostenuto la domanda. Dal 2020 le principali banche centrali (Federal Reserve, Banca centrale europea, Banca centrale del Giappone, Banca d'Inghilterra) hanno agito sincronicamente inflazionando i mercati finanziari. Fra i grandi solo la Cina è stata a guardare. Gli stimoli degli altri hanno sostenuto anche la sua economia, permettendole di mettere mano a riforme che altri continuano a rimandare.

Nel corso del 2021 il contesto macroeconomico è cambiato. I problemi non sono più dal lato della domanda, ma da quello dell'offerta. Il coronavirus ha contribuito a bloccare i centri di produzione (per mancanza di personale) e il rifornimento di alcune importanti materie prime. Le navi sono rimaste ferme davanti ai porti, intasati, per scaricare le merci. Ciò ha contribuito a far lievitare i prezzi, mentre le persone, che avevano accumulato risparmio durante i *lockdown*, hanno aumentato la spesa. L'inflazione è salita, l'anno scorso, negli Stati Uniti al 5,7% e a livello mondiale al 6,2%. E le borse, salvo eccezioni come quella cinese, erano esplose. La Federal Reserve, l'istituto faro della politica

monetaria mondiale, in questo nuovo quadro, avrebbe probabilmente dovuto alzare i tassi, oppure, arrestare prima l'acquisto di 120 miliardi di dollari al mese di obbligazioni. Ha agito in ritardo perché riteneva l'inflazione passeggera, rimandando al 2022 il primo intervento.

Ma il 24 febbraio di quest'anno la Russia ha invaso l'Ucraina. Le conseguenze economiche sono state immediate: aumento del costo dell'energia, con il petrolio che passa da 90 a quasi 140 dollari al barile in pochi giorni e quello del gas che raddoppia. In generale tutte le *commodity* sono state colpite, anche e soprattutto quelle alimentari. Negli Stati Uniti, con la disoccupazione sotto il 4%, sono aumentati i rischi di pressioni salariali. E i *lockdown*, finiscono in Occidente, ma riprendono in Cina, mantenendo i colli di bottiglia nelle forniture. L'inflazione appare ormai più persistente di quanto si aspettava la FED poche settimane fa. Ora è più difficile intervenire. Alzare i tassi troppo velocemente può trasformare la prospettiva di una solida ripresa in recessione.

Le conseguenze della guerra colpiscono tutti, ma non allo stesso modo. Le

economie non sono tutte nella stessa fase del ciclo economico. Le banche centrali, questa volta, difficilmente agiranno in maniera sincronizzata e la loro “cassetta degli attrezzi” è piuttosto sguarnita. Certo la fine della guerra potrebbe dare respiro. Ma per ora è presto per pensare ad una veloce risoluzione del conflitto. La via principale per stimolare le economie è la diminuzione del costo dell’energia, componente di base dell’attuale esasperazione dell’aumento dei prezzi. Se ciò avvenisse, le banche centrali potrebbero più facilmente orchestrare un *soft landing*, un atterraggio morbido. Gli Stati Uniti ci stanno provando: libereranno un terzo delle loro riserve e si aspettano che gli alleati compiano un passo simile. Immettendo sul mercato un milione di barili al giorno (in pratica fino alle elezioni di *midterm* di novembre), Biden sta cercando di rendere più agevole il cammino della FED verso un più sostenibile rialzo dei tassi. L’istituto d’emissione vuole agire in fretta e può contare sull’appoggio popolare: gli americani ora temono soprattutto l’inflazione, poiché con la disoccupazione al 3.6% non considerano un eventuale recessione che il mercato obbligazionario inizia a segnalare. Il dollaro è quindi destinato a rimanere su alti

livelli. Difficile dire se e quanto si rafforzerà contro l’euro: buona parte dei rialzi previsti è già nei corsi attuali.

Più difficile la situazione nel Vecchio continente, dove le conseguenze della guerra sono immediate. L’inflazione a marzo è salita al 7.5% nell’Eurozona. La mancanza di significative pressioni salariali e la volontà di sostenere il più a lungo possibile la crescita ha mantenuto una politica monetaria espansiva condivisa anche dalla storicamente più restrittiva Germania. Ora però le paure che il rialzo dei prezzi possa frenare i consumi e aumentare le rivendicazioni salariali potrebbero mettere in difficoltà la Banca centrale. Il mercato obbligazionario comincia già a scontare uno, due rialzi dei tassi tra 0.5% e 1% per fine anno, riportando i saggi nominali in territorio positivo. L’euro dovrebbe restare debole, perché politiche monetarie restrittive bloccherebbero la già affannosa crescita minando la sostenibilità dei debiti pubblici. Certo l’industria d’esportazione ne beneficerebbe, ma senza risolvere il problema del costo delle materie prime, più care se pagate con un euro svalutato. La borsa europea va quindi affrontata con selettività, scegliendo titoli con buoni

bilanci e storiche capacità di mantenere una politica di dividendi in crescita, magari proprio perché riescono più velocemente di altri a trasferire gli aumenti di prezzo al consumatore.

La banca centrale giapponese, contrariamente ad Europa e Stati Uniti, sta invece mantenendo una politica monetaria molto espansiva. Soffre quindi lo yen, che si presta ai *carry trade* (ci si indebita in yen a tasso zero e si investe in dollari attorno al 2%), ma la borsa ha un buon sostegno. La Cina, a causa del *lockdown*, ha difficoltà a ripartire, ma nel corso dell'anno, superata questa fase, potrebbe aprire i rubinetti della liquidità e ricalibrare i suoi obiettivi sulle società della nuova economia.

La borsa del Regno Unito beneficia attualmente del corso dei titoli legati alle *commodity* e potrebbe essere poi sostenuta da quelli dei servizi se la fine delle restrizioni riporterà in auge la domanda in questo ambito. La sterlina potrebbe riflettere questo contesto e rafforzarsi contro l'euro, poiché ha tassi nominali positivi (il suo decennale rende l'1,6%).

I tassi di crescita del PIL (Prodotto Interno Lordo) si sono quasi ovunque dimezzati per rapporto agli eccessi del 2021 (a livello mondiale dal 6.2% del 2021 a previsioni del 3.6% per il 2022, che saranno probabilmente riviste al ribasso). Ma sono ancora accettabili per rapporto alle medie storiche, come dimostrano i dati sui PMI industriali (sondaggio sulle aspettative delle aziende). Solo la Cina è in territorio pericoloso, ma ciò è dato dalle sue politiche anti-Covid estremamente restrittive, che potrebbero scemare nei prossimi mesi.

Le borse quest'anno non saranno effervescenti come nel 2021. Ma la correzione iniziata a gennaio, che ha accumulato paure d'inflazione e poi anche lo scoppio della guerra in Ucraina, non è stata eccessiva, garantendo una sostanziale tenuta, per rapporto alla crescita dell'anno precedente. Il minimo toccato il 24 febbraio potrebbe restare quale supporto per l'intero anno, salvo paurosi avvistamenti della guerra in Ucraina. Se questa trova una prima forma di risoluzione e se le strategie per contenere il rialzo dell'energia funzionano, le politiche monetarie saranno meno restrittive e la crescita potrà continuare a

beneficiare dello slancio post-pandemico. Da monitorare sono le aspettative sull'inflazione e i tassi che le banche centrali e i mercati esprimeranno: fin quando i tassi reali sono negativi, le borse hanno un buon bastone sul quale poggiare le loro paure, perché le obbligazioni non sono ancora un'alternativa. Ma i margini di manovra ora sono molto stretti.