

Il freno della Federal Reserve

Forse il risveglio dell'Europa

Ormai dobbiamo abituarci ad almeno due tipi d'inflazione (aumento dei prezzi). Quella nell'economia reale e quella che coinvolge gli asset finanziari. Due mondi che negli ultimi mesi hanno esasperato la loro distanza. Con il COVID-19 molte economie sono state messe in quarantena, bloccate, incapaci di produrre utili. La disoccupazione, salita in maniera vertiginosa in molti paesi, ha fermato la domanda di beni e servizi e di conseguenza l'inflazione. Le borse, invece, dai minimi toccati a marzo, hanno messo a segno recuperi prodigiosi. Il NASDAQ, il listino della nuova economia, ha addirittura toccato nuovi massimi. È chiaro che ad inflazionare artificialmente gli asset finanziari sono state le banche centrali. Ci sono riuscite bene e velocemente. Da tempo si parlava di *helicopter money* in caso di una nuova crisi finanziaria, ipotizzando la distribuzione di denaro a pioggia per sostenere la domanda. E ciò è - in una certa misura - avvenuto, soprattutto nei paesi meglio organizzati come la Svizzera,

la Germania, ma anche gli Stati Uniti. Non si è intervenuto solo sulle banche: il sistema finanziario, contrariamente alla crisi del 2008, non era in urgente pericolo. Le misure di finanza straordinaria delle banche centrali si sono arricchite di approcci inediti: la Federal Reserve compera, per esempio, obbligazioni *high yield* (ad alto rischio), anche se solo quelle che hanno perso il *rating* di affidabilità a causa della crisi. Ma le banche centrali, soprattutto quella americana, sono abituate a vedere gli eccessi che si riversano sulle borse. Nell'ultimo decennio hanno tentato più volte, con suadenti minacce verbali, di scoraggiare l'eccessivo ricorso alla magia delle borse che si autoalimentano. Quando poi hanno predisposto interventi puntuali (diminuire l'acquisto di obbligazioni, per esempio), hanno spesso dovuto fare marcia indietro. La pandemia è molto più infida delle crisi degli ultimi vent'anni, perché coinvolge non solo il rischio (che in finanza può essere misurato), ma l'incertezza, questa sì, incalcolabile. Quindi le banche centrali

hanno esagerato nei mezzi messi a disposizione, promettendo di non fermarsi, nemmeno dopo l'urgenza. Si è trattato di manna per gli speculatori, soprattutto per i più piccoli (*retail*), che hanno dirottato, con il *trading online*, parte degli aiuti ricevuti, sulle borse: basta vedere quello che è successo alla fallimentare azione Hertz, il cui titolo è stato rianimato da acquisti inaspettati. I professionisti, invece, proprio perché più attenti ai fondamentali, hanno inseguito aspettative di crescita più palpabili, come quelle promesse dai titoli della tecnologia e dai farmaceutici.

Ma i due ultimi interventi della Federal Reserve sembrano voler dare un segnale ai mercati e agli speculatori. Il primo, l'allentamento della *Volcker Rule*, che limita gli investimenti speculativi delle banche che non vanno a beneficio dei clienti, è stato accolto con soddisfazione dai mercati: vi hanno visto un'autorizzazione ad alimentare l'inflazione degli *asset* finanziari. Ma subito dopo, l'istituto d'emissione diretto da Jerome Powell ha deciso che le grandi banche devono sospendere i *buyback* (acquisto di azioni proprie) e limitare il pagamento di dividendi. Le banche, nel contesto economico da coronavirus,

rischiano di ritrovarsi ai limiti del capitale minimo richiesto per la loro attività. Ma non corrono un immediato pericolo. La FED sta dicendo che non intende accettare un'eccessiva inflazione degli *asset* finanziari: potrebbe generalizzare i limiti ai *buyback* che tanto hanno contribuito all'inflazione finanziaria dell'ultimo decennio? L'istituto d'emissione è certo pronto a sostenere le borse. Non può farne a meno. Ma vuole che i flussi finanziari vadano, almeno in parte, a sostenere la domanda e la produzione nell'economia reale. Questa volta non è solo a difendere la funzionalità del sistema, c'è anche il governo. I suoi margini sono quindi più ampi. L'avvertimento va preso sul serio: il ritmo d'apprezzamento delle borse deve rallentare per essere raggiunto dalla ripresa della domanda nell'economia reale e da qualche segnale di sana inflazione.

Dopo il forte *rally* partito a marzo, l'estate potrebbe rappresentare, nella migliore delle ipotesi, una fase di consolidamento. I pericoli però ora sono molti, soprattutto negli Stati Uniti: ripresa della pandemia, elezione presidenziale, guerra commerciale con la Cina. È quindi da valutare, pur restando investiti, la riduzione tattica del comparto azionario

che è cresciuto troppo in fretta, parcheggiando la liquidità nell'obbligazionario e nell'oro in attesa che i segnali dell'economia reale segnino una nuova ripartenza del *bull market*. Lo vuole la FED: *don't fight the FED*.

I segnali di una ripartenza del processo d'integrazione europea potrebbero nutrire qualche fantasia, anche estiva, partendo da un primo rafforzamento dell'euro sul dollaro. Ma ciò avviene in un contesto di rischi globali crescenti. E sappiamo, che senza l'aiuto di Wall Street, difficilmente la velocità di crociera delle altre piazze aumenta di molto. Sì all'Europa e all'euro, ma con prudenza.