

FURIA DI SETTEMBRE TRANSIZIONE ENERGETICA

È possibile finanziare la transizione energetica e digitale con l'inflazione ancora lontana dal *target* generalmente assunto del 2% e con capacità di crescita delle economie che arrancano al di sotto del livello dei tassi d'interesse? È forse questa una domanda che è necessario porsi per tentare d'interpretare l'incertezza che caratterizza questa fase della storia finanziaria. Le banche centrali, ed in particolare la Federal Reserve, sembrano avere una risposta chiara: assolutamente no. Ma hanno anche prese di posizioni altrettanto ineludibili: la transizione è necessaria per scongiurare i mali del cambiamento climatico, che sono sotto gli occhi di tutti.

L'ottimismo che circondava la trasformazione si è affievolito dopo lo scoppio della guerra in Ucraina. Joe Biden, negli Stati Uniti, ha basato buona parte del suo impianto di politica economica sulla necessità di ricostruire le fatiscenti infrastrutture, dimenticate dai flussi finanziari che avevano trovato

conforto all'estero. La Cina, negli ultimi trent'anni in cui la politica ha lasciato le redini delle decisioni strategiche nelle mani dell'economia, ha permesso di abbassare i costi di produzione, ma ha anche ucciso la capacità di negoziazione dei lavoratori e della classe media in Occidente. L'offerta di prodotti era buona e vantaggiosa, la capacità di spesa era invece sempre più naturalmente contenuta e artificialmente sostenuta dall'indebitamento, almeno negli Stati Uniti. Giunto al potere, Biden ha aggiunto anche il rientro in pompa magna nell'accordo di Parigi sul clima che prevede di contenere il riscaldamento globale a 1.5 gradi. Ciò implica copiosi investimenti nell'energia eolica e solare esplorando le promesse dell'idrogeno e valutando anche, con gradi diversi di accettazione, la nuova energia atomica. I titoli azionari che promettevano il miracolo della trasformazione erano esplosi nel corso del 2021.

A contribuire a quest'evoluzione c'è anche l'Europa che ha messo al centro del suo

dibattito interno ed internazionale proprio la transizione energetica. Anche da questa parte dell'Atlantico la promessa di una nuova economia verde sposata con la ristrutturazione delle infrastrutture sembrava essere perfetta per superare gli anni dell'austerità in cui tutto era bloccato dalla Germania e dai paesi "virtuosi".

Stati Uniti ed Europa sembravano aver trovato la magica via per imporre una nuova economia verde ed efficiente perché informatizzata, dovuta visti i pericoli da tutti condivisi del riscaldamento climatico. La vecchia economia del petrolio e del gas andava necessariamente utilizzata, ma senza pensare a investimenti in questo campo perché in pochi anni sarebbe diventata inutile.

Al centro di questa operazione c'era anche un miracolo finanziario: sarebbe stata gratis. Con i tassi d'interesse negativi nell'Unione europea e attorno allo zero negli Stati Uniti, era facile immaginare che indebitarsi per finanziare il cambiamento non sarebbe costato un centesimo, né di euro né di dollari, né di yen. Stati Uniti, Europa e Giappone (quest'ultimo sembrava aver dimenticato che i tassi possono superare lo zero) miravano ad un

nuovo dominio mondiale, una sorta di *soft power* eco-tecnologico, perché pronti finanziariamente e digitalmente ad essere leader della nuova economia. Questo disegno non ha avuto la saggezza di calibrare le peculiarità dei perdenti o presunti tali.

La Cina era stata attaccata da Donald Trump, che ha introdotto dazi doganali, per punire le sue esportazioni negli Stati Uniti. Joe Biden ha mantenuto le scelte del suo predecessore andando anche oltre. Ad essere prese di mira sono le produzioni cinesi della nuova economia, dalle auto elettriche alle società della digitalizzazione. La reazione di Xi Jinping è di chiara sfida, ma i legami e le interdipendenze tra i due paesi sono ancora troppo intensi per essere velocemente congelati. Anche se la Cina ambisce chiaramente a incorporare Taiwan, le interconnessioni attuali non le permettono questo passo. Diversa la posizione della Russia, che ha un'economia basata sulle materie prime necessarie alla vecchia economia, in particolare gas e petrolio, e l'ambizione di rinascere tra le grandi potenze. La guerra in Ucraina è il tentativo di frenare un'evoluzione che avrebbe, nel futuro

prossimo, ucciso le fonti di reddito del paese di Putin. Lo scontro aperto ha un effetto travolgente oltre che sulla drammaticità delle vite recise, anche su un importante nemico del mondo finanziario capace d'impoverire la crescita e, ancora una volta, la classe media: l'inflazione.

L'inflazione rende costosi i piani di transizione energetica e mina la solidità sociale necessaria per sostenere i sacrifici di guerra. La posta in gioco è quindi altissima. Gli Stati Uniti, sorprendendo chi pensava che dopo l'umiliante ritiro dall'Afghanistan il paese fosse ormai prossimo alla decadenza, ha reagito con una forza inaspettata. Sul piano militare, tramite la NATO, ha assicurato un potente aiuto militare ed economico all'Ucraina. Su quello finanziario la lotta è stata affidata alla Federal Reserve, che ha trascinato tutte le banche centrali occidentali in una sfrenata lotta all'inflazione fatta di turbo rialzi d'interesse: se l'inflazione non si riduce velocemente, i costi della transizione verde e digitale sono insostenibili. Da parte sua il governo di Joe Biden, pur in contraddizione con la politica restrittiva della Federal Reserve, non ha comunque allentato i suoi piani d'investimento nell'economia americana. Il

risultato è l'inflazione in ritiro, l'economia in crescita e il dollaro forte. Con queste mosse l'America ha confermato il suo ruolo centrale, decisivo e decisionale, nell'economia e nella finanza mondiale.

I mercati hanno però dovuto valutare nuovamente lo scenario che si è andato a delineare nel corso del trimestre e soprattutto nel difficile mese di settembre. Certo, la politica della FED sembra delineare un successo. I prezzi al consumo sono lievitati del 3.7% nell'ultimo anno ad agosto, più del 3.2% di luglio, ma sono lontani dai picchi del 9.1% raggiunti a giugno 2022. Parallelamente, la crescita si è inaspettatamente rivelata solida: il barometro della FED di Atlanta ipotizza addirittura una crescita del Prodotto Interno Lordo (PIL) attorno al 4.9% nel terzo trimestre. Nonostante questo successo, Jerome Power, presidente dell'istituto di emissione, pur decidendo per una pausa, nella riunione di settembre, ha voluto segnalare che i tassi resteranno alti a lungo. Il rischio che l'inflazione riparta, magari aiutata dai prezzi del petrolio che nel mese ha raggiunto i 95 dollari al barile, è ancora considerato troppo alto. A dar man forte a questa prospettiva ci ha pensato anche un solido

membro dell'*establishment*: Jamie Dimon, il potente presidente di JP Morgan, ha ventilato l'ipotesi che i tassi possano addirittura lievitare al 7%. La pausa già scontata nella politica monetaria restrittiva è stata di fatto puntellata dalle parole tese a smorzare eventuali esuberanze. Ciò ha spinto i mercati a riprezzare gli asset finanziari, partendo dai buoni del tesoro americani a dieci anni che a settembre hanno toccato il 4.6% (4.1% a fine agosto). Lo S&P, l'indice faro delle borse mondiali, ha perso il 5.4% e il Nasdaq il 5.8%. Il dollaro in un simile contesto si è invece fortemente apprezzato, contro l'euro è andato anche sotto l'1.05 (a inizio mese un euro valeva 1.09 usd).

La forza del dollaro diventa espressione di potenza. A subirne le conseguenze sono i paesi emergenti e in particolare la Cina, costretta a bruciare riserve per sostenere la sua valuta. Questa strategia americana mette in difficoltà la volontà di Xi Jinping di affermare la valuta di Pechino quale mezzo di riserva delle banche centrali e strumento che a termine può minare la centralità del biglietto verde. Alle prese con la crisi immobiliare interna la seconda economia del mondo tenta di non seguire la via americana dei *Quantitative Easing*,

delle facilitazioni monetarie, perché non vuole svalutare. Ma le tensioni su questo fronte sono sempre più difficili da sostenere.

Punendo la Cina con la sua politica, gli Stati Uniti mettono in difficoltà gli alleati europei, che devono fare i conti con il rafforzamento del dollaro e con il prezzo del petrolio che lievita attraverso la riduzione di produzione di Arabia Saudita e Russia: il petrolio si compera ancora principalmente in dollari e con l'euro debole si importa inflazione. Da questa parte dell'Atlantico la Banca centrale europea (BCE) è riuscita a frenare l'inflazione tramite il rialzo dei tassi (l'indicatore principale è al 4%). A settembre nella zona euro l'inflazione su base annua è scesa al 4.3%, dal 5.2% di agosto (10.6% ad ottobre del 2022). Ma la presidente della BCE, Christine Lagarde, nell'ultima riunione durante la quale è stato annunciato un rialzo di 0.25%, ha anche enfatizzato che il taglio della crescita del PIL nell'area dell'euro per il 2024, dall'1.5% previsto a giugno scende all'1% a settembre proprio a causa della frenata in corso quest'anno (crescita stimata a 0.9% a giugno, ma ridotta a 0.7% a settembre). A soffrire più di tutte è la

Germania, la principale economia del Vecchio continente retta da una coalizione con una forte connotazione verde: secondo le stime dei principali istituti di ricerca, il PIL tedesco si contrarrà quest'anno dello 0.9%, ribaltando la debole crescita dello 0.3% che avevano previsto a primavera per il 2023.

Che cosa succederà ora, dopo il difficile mese di settembre? Gli Stati Uniti sono costretti ad allentare un po' la presa. Il debito esplode e i tentativi di porvi un tetto, parzialmente falliti il 1. ottobre, resteranno una pesante spada di Damocle. I tassi sono vicini al culmine e, anche se scenderanno più lentamente del previsto, resteranno comunque aderenti al percorso di crescita. I mercati sanno che strategicamente la lotta all'inflazione è un passaggio obbligato per rendere sostenibili i costi della transizione energetica. Ma hanno anche intuito che ora la trasformazione sarà più pragmatica: le tensioni su petrolio e gas saranno calibrate per attutire le necessità dell'attuale economia, rendendo indirettamente più partecipi i produttori. In questo disegno la guerra in Ucraina diventa sempre più difficile da sostenere.

In termini finanziari le banche centrali sono diventate degli *asset manager*. Hanno nazionalizzato il mercato obbligazionario e non mancano incursioni su quello azionario. Ma mentre le borse a causa dei *buy back* (acquisto di azioni proprie da parte delle aziende) negli ultimi due decenni hanno visto la quantità nominale di azioni a disposizione restare ferma, il mercato obbligazionario, privato e governativo, è esploso. Per questo la strategia di portafoglio deve diversificare tra azioni della digitalizzazione della nuova economia (FANG) e quelle della vecchia economia meno indebitate e più dimenticate. Sul comparto obbligazionario vanno favorite, tatticamente, le società che hanno emissioni in essere a lungo termine (quelle emesse quando i tassi erano bassi). Il mercato finanziario è parte integrante della stabilità economica, e i nuovi grandi *asset manager* lo sanno. Tatticamente è il momento di rivedere i portafogli e aumentare l'esposizione azionaria accanto a buone obbligazioni, visti gli attuali rendimenti. Lotta all'inflazione e transizione energetica sono comunque la chiave per interpretare strategicamente il percorso da seguire.