

## L'incognita del Cigno Bianco

Una crisi inaspettata, ma comunque intuibile, se non prevedibile, quella finanziaria del 2008, è riuscita a fornire gli strumenti per superarne una che solo i teorici delle pandemie avevano preannunciato senza però indicare una possibile data (fra un anno, dieci anni, vent'anni, cinquant'anni...). Certo oggi sembra facile dire che il crollo delle borse avvenuto all'approssimarsi della fine del primo decennio del terzo millennio fosse prevedibile. Non lo era infatti, come tutte le crisi. Ma i segni del pericolo c'erano tutti: quotazioni alte, immobili alle stelle, facilità nel credito, estrema finanziarizzazione delle economie. L'economista Hyman Minsky<sup>1</sup> li aveva teorizzati praticamente tutti. Il COVID-19, invece,

per il mondo della finanza è stato, più che un cigno nero, un cigno bianco addormentato su una montagna innevata.

Alla crisi finanziaria le banche centrali hanno risposto con una dose estrema di finanza: azzeramento dei tassi (anche in territorio negativo) e acquisto di obbligazioni finalizzato a iniettare ulteriore liquidità nel traballante sistema bancario. L'inadeguatezza della politica, incapace di decidere velocemente in un mondo globalizzato, ha obbligato gli apprendisti stregoni delle banche centrali ad agire e a sperimentare, quindi ad imparare. Sapendo di essere andati oltre il conosciuto hanno anche immaginato gli strumenti da utilizzare nel caso una

---

<sup>1</sup> Minsky H.P., *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Giulio Einaudi Editore, Torino 1984.

seconda onda d'urto si fosse verificata. Ebbene a febbraio-marzo del 2020, in piena pandemia, le banche centrali erano pronte ed hanno quasi immediatamente inondato il mondo di ulteriore liquidità, senza inibizioni. Quanto preconizzava un ex governatore della Federal Reserve, Ben S. Bernanke, che, per combattere la deflazione, in casi estremi, si poteva utilizzare l'elicottero e gettare moneta dal finestrino, a tutti, con la pandemia si è verificato. Inoltre, contrariamente al 2008, anche la politica questa volta ha saputo reagire velocemente, di fatto coordinandosi con gli istituti di emissione.

A livello teorico, la *Modern Monetary Theory*, che caldeggia gli interventi monetari, come pure fiscali, almeno fino a quando non producono inflazione, negli ultimi anni ha preso

pie. Soprattutto a sinistra, ma anche a destra: essere anche teoricamente incoraggiati ad aumentare il debito pubblico piace a molti politici in odore di rielezione. Se questa teoria si è affermata non è soltanto grazie alla capacità divulgativa dell'economista Stephanie Kelton<sup>2</sup>. Ma alla constatazione che malgrado elevati livelli d'inflazione nel mondo degli *asset* finanziari, nell'economia reale i costi sono restati sostanzialmente stabili. Anche l'ortodossa Bundesbank ha quindi dovuto capitolare di fronte al suo storico rigore nel combattere l'inflazione. Anzi, ci si è resi conto che il fatto di aver fissato il 2% come obiettivo invalicabile per il tasso d'inflazione era in sé deflazionistico, perché scoraggia chi vuole aprirsi mentalmente ad una domanda più consistente, quindi al rialzo dei prezzi. Non a caso la Federal

---

<sup>2</sup> Kelton S., *The Deficit Myth, Modern Monetary Theory and How to Build a Better Economy*, Ed. John Murray, Londra 2020.

Reserve ha da tempo annunciato che è disposta a tollerare un limite superiore, se le cause sono soprattutto di natura congiunturale e non strutturale.

Ormai, grazie soprattutto ai vaccini e al ritrovato impegno della politica, il COVID-19 sembra, almeno per il momento, sotto controllo nelle economie avanzate. La domanda che è rimasta repressa nell'ultimo anno, congelata dai *lockdown*, e la liquidità abbondante, stanno però creando imbarazzo: l'inflazione, dopo anni, sembra pronta a ripartire. L'indice dei prezzi al consumo negli Stati Uniti (IPC) ha raggiunto a maggio il 5% su base annuale, un livello mai più visto dal 2008, mentre nell'eurozona si è saliti solo fino al 2%, come nell'ottobre 2018. In Asia, addirittura, si registra il più alto ritmo di crescita dei prezzi da oltre un decennio. I mercati hanno intuito il pericolo e a marzo il tasso del

decennale americano era lievitato a 1,74% (0,9% a gennaio). La paura che dopo la pandemia si sarebbe dovuto convivere stabilmente con un'inflazione maggiorata sembrava imporsi: quel mese, le borse, in particolare il Nasdaq, la regina della tecnologia, stava ri-scontando gli utili futuri con una bella correzione. Ma poi la paura è stata ridimensionata: il tasso del *Treasury* è sceso anche sotto l'1,5% come pure le aspettative d'inflazione a cinque e dieci anni. Che cosa è successo? Come diceva Bernanke, "la politica monetaria è al 98% verbo e al 2% azione. E la differenza è ancora più importante quando i tassi d'interesse a breve termine oscillano attorno a zero e diventa fondamentale influenzare le anticipazioni dei tassi d'interesse futuri".<sup>3</sup> Non solo il presidente della Fed Jerome Powell è più volte intervenuto per spiegare che l'inflazione è

---

<sup>3</sup> Bernanke S. Ben, *Mémoires de crises*, Seuil, Paris 2015, p. 518.

temporanea, dovuta all'improvvisa ripresa della domanda repressa. Ma anche la Banca centrale europea (BCE) si è espressa allo stesso modo assieme ai principali istituti d'emissione del mondo.

I mercati per ora sembrano convinti dalle spiegazioni di Jerome Powell e dei suoi colleghi. Il Nasdaq a giugno è cresciuto di quasi il 4%, lo S&P dell'1,5%, l'Eurostoxx50 dell'1,8% e l'SMI addirittura di oltre il 5%, segno che le borse più che correggere compiono rotazioni settoriali, dagli indici *growth* a quelli più *value* e ritorno. Ma qualche cosa nel dopo pandemia è cambiato: *in primis* l'accelerazione verso un mondo sostenibile e digitale e la maniera di gestirne il percorso. In termini geopolitici gli Stati Uniti cercano di ridimensionare la Cina puntando a produrre in casa la tecnologia di punta. Per riuscirci, Joe Biden valorizza

l'approccio multilaterale che coinvolge anche l'Europa e, indirettamente, la Russia. Questa strategia porterà all'aumento dei costi di produzione. Il nuovo presidente americano vuole anche riportare l'attenzione sulla crescita nell'economia reale. Il suo piano d'infrastrutture sarà probabilmente ridimensionato. Ma resta comunque importante. Ciò vuol dire che lo stato piloterà importanti flussi finanziari nell'economia provocando la domanda e quindi l'alzamento dei prezzi. Rinunciare alla fonte di energia più economica della storia dell'umanità, il petrolio, costa. Anche l'Europa si situa nello stesso percorso con il suo piano di rilancio (Next Generation EU). Il ritorno della politica e del ruolo dello Stato è storicamente caro. Ma, d'altra parte, un'economia fortemente digitalizzata è in grado di produrre – come scrive

Jeremy Rifkin<sup>4</sup> - a costi marginali tendenti a zero. Quindi è intrinsecamente deflazionista. I mercati per ora accolgono i continui sussurri di Jerome Powell. Il decennale americano resta attorno a 1,5% frenando, per ora, l'ascesa del dollaro, almeno contro euro. Il sogno dei banchieri centrali è riuscire ad avere inflazione, espressione di una nuova domanda, ma anche tassi di crescita dell'economia superiori all'inflazione, con un continuo e persistente ritardo nel rialzo dei tassi d'interesse. Attualmente ciò sembra succedere. Ma i dubbi che possa continuare restano nel mercato. E prima o poi il "verbo" potrebbe non bastare. "Una politica monetaria solida – scrive Bernanke nelle sue memorie – può sostenere un'economia sana, ma non può crearla. Nel lungo termine, l'attitudine dell'economia a generare

un innalzamento del livello di vita per le generazioni future dipende dalle opportunità che avranno gli individui di acquisire contemporaneamente competenze economiche utili e il distacco che si acquisisce attraverso un'educazione ricca. Niente conta di più".<sup>5</sup> I piani di rilancio americani ed europei, in teoria, vanno in questa direzione. I mercati valuteranno attentamente la pratica. Si tratta di capire se il cigno bianco ha preso il volo o se la neve, sciogliendosi, l'ha rivelato nella sua consistenza.

<sup>4</sup> Rifkin J., *La società a costo marginale zero. L'internet delle cose, l'ascesa del commons collaborativo e l'eclissi del capitalismo*, Mondadori, Milano 2014.

<sup>5</sup> Bernanke. S. Ben, op. cit.