

## QUESTIONE DI LEADERSHIP

È molto probabile che quest'estate Jerome Powell, presidente della Federal Reserve, abbia deciso di portare con sé, sotto l'ombrellone, l'ultimo libro del novantanovenne Henri Kissinger, totalmente incentrato sull'analisi della leadership.<sup>1</sup> I dubbi, insinuati dai media negli ultimi mesi, sulla sua determinazione a dirigere la più importante banca centrale del mondo l'avranno contaminato. E nel percorso dal mare alla montagna, verso la pittoresca valle di Jackson Hole, nello stato del Wyoming, dove ogni anno sono invitati i principali responsabili delle politiche monetarie ed economiche del pianeta,<sup>2</sup> la riflessione dell'ex avvocato d'affari si è consolidata nella visione raccontata da Kissinger, già Segretario di Stato del presidente Nixon e ora, nonostante l'età, forse il più ascoltato esperto di relazioni internazionali.

Per Kissinger, ogni società è perpetuamente in transito tra un passato che forma la sua memoria e una visione

del futuro che ne ispira l'evoluzione. In questo percorso la leadership è indispensabile per aiutare la gente a raggiungere, da dove si è, luoghi dove non si è magari nemmeno immaginato di andare. Senza donne e uomini forti le istituzioni vanno alla deriva e le nazioni verso il disastro. Il leader deve saper bilanciare ciò che ha imparato dalla storia con ciò che intuisce del futuro, che è intrinsecamente congiunturale e incerto. Gli attributi vitali di un leader sono il coraggio ed il carattere: coraggio nel decidere la direzione in mezzo alla molteplicità delle opzioni, che richiede la volontà di trascendere la routine; e forza di carattere per continuare a sostenere le decisioni prese i cui benefici e pericoli si possono solo intravedere. La leadership è essenziale durante i periodi di transizione, quando valori e istituzioni perdono peso e i lineamenti del futuro sono controversi. Nella sua strategia il leader è obbligato a muoversi sul filo del

---

<sup>1</sup> Henry Kissinger, *Leadership, Six Studies in World Strategy*, Penguin Press, New York, 2022, 416 p.

<sup>2</sup> Quest'anno la riunione ha avuto luogo da giovedì 25 agosto a sabato 27 agosto.

rasoio, in stretti margini sospesi tra le relative certezze del passato e le ambiguità del futuro. Lo stratega deve fronteggiare un paradosso inerente: in circostanze che chiamano l'azione, lo spazio per il processo decisionale è spesso più importante quando le informazioni rilevanti sono scarse. Nel momento in cui molti dati diventano disponibili, i margini di manovra tendono a restringersi. In un simile pesante contesto, è forte la tentazione di guardare ai fenomeni emergenti come transitori o gestibili secondo consolidati standard. Ma nel momento in cui la minaccia non può più essere negata o minimizzata, l'ambito d'intervento è ristretto e il costo per affrontare il problema è ormai diventato esorbitante.

L'analisi di Kissinger è calibrata su grandi capi di stato e di governo che hanno contribuito a modellare il diciannovesimo e parte del ventesimo secolo: Konrad Adenauer, Charles de Gaulle, Richard Nixon, Anwar Sadat, Lee Kuan Yew e Margaret Thatcher. Ma il ruolo dei banchieri centrali negli ultimi trent'anni è andato ben oltre quello dell'alto funzionario. Un quadro politico ben delineato nel post-Guerra fredda ha

limitato i politici nell'agire a livello planetario, mentre i responsabili degli istituti d'emissione si sono scoperti capaci di orientare i flussi finanziari mondiali, linfa del mondo commercialmente aperto. Una responsabilità enorme, che hanno saputo assumere in un quadro ben preciso: globalizzazione, delocalizzazione e digitalizzazione erano i presupposti deflazionistici dei loro modelli. Certo ci voleva leadership per parlare ai mercati. Ma il compito storico di un banchiere centrale, combattere l'inflazione e cercare la stabilità monetaria, era facilitato. I problemi macroeconomici da risolvere riguardavano la maniera di stimolare la domanda a sostegno dei consumi e dell'occupazione. Gli eventuali errori, come ha ammesso poi Jerome Powell, erano di sopravvalutare i rischi d'inflazione e quindi di mantenere una politica monetaria più rigorosa del necessario a costo di un'inutile disoccupazione. Per evitare quell'errore, la Fed ha adottato una nuova strategia nel 2020 che si impegnava a combattere "la carenza di occupazione". In pratica, ciò significava una politica più accomodante che assumeva maggiori rischi con l'inflazione a favore di un aumento dell'occupazione. Imprigionato in questa visione, non c'è quindi da

meravigliarsi se il presidente della Federal Reserve ha impiegato troppo tempo per capire che l'inflazione non è "transitoria", come ha continuato a dire con insistenza fino a non molto tempo fa. Questo ritardo rappresenta un duro colpo per la sua leadership che, a Jackson Hole, ha deciso di recuperare. "Per restaurare la stabilità dei prezzi – ha detto nel suo discorso – ci vorrà un certo tempo e l'utilizzo di strumenti vigorosi per meglio bilanciare la domanda e l'offerta. Ridurre l'inflazione richiede probabilmente un sostenuto periodo di crescita inferiore al *trend*. Inoltre, ci sarà probabilmente un allentamento nelle condizioni del mercato del lavoro. Mentre alti tassi d'interesse, frenata della crescita e condizioni del mercato del lavoro più morbide faranno scendere l'inflazione, ma porteranno sofferenza alle famiglie e al mondo degli affari. Questi sono gli sfortunati costi per ridurre l'inflazione. Ma un fallimento nel restaurare la stabilità dei prezzi significa dolori molto più grandi".<sup>3</sup>

Non c'è da meravigliarsi se il mercato non ha apprezzato queste considerazioni. Il Nasdaq è sceso di quasi il 4%, come pure

il bilancio settimanale degli indici americani che si è ridotto della stessa entità. La paura ha coinvolto anche le borse europee e asiatiche. Il messaggio, questa volta, è stato molto chiaro. La Federal Reserve utilizzerà tutti i suoi strumenti per ridurre l'inflazione, perché è una sua precisa responsabilità. Certo, il rialzo dei prezzi è un fenomeno globale e negli Stati Uniti non è causato solo dalla forza della domanda ma anche dalla riduzione dell'offerta. Anche se gli strumenti macroeconomici della Fed funzionano nei confronti della domanda e non hanno grande potere nel motivare l'offerta, Powell ci tiene a sottolineare che ciò non può ridurre la volontà di ricercare la stabilità dei prezzi. Quindi "c'è del lavoro da fare per moderare la domanda e allinearla all'offerta".<sup>4</sup>

Restaurare la sua leadership è quindi essenziale per l'intera strategia. Anche se le aspettative d'inflazione a lungo termine sembrano ben ancorate, Powell, riferendosi ad un suo importante predecessore, Paul Volcker, sa che "l'inflazione si nutre di sé stessa" e quindi bisogna minarne alla base le aspettative.

<sup>3</sup> *Discorso di Jerome Powell al Simposio di Jackson Hole, 26 agosto 2022.*

<sup>4</sup> *Ibidem.*

Sempre puntando lo sguardo su chi ha occupato il suo posto in passato, l'attuale presidente mette in risalto anche le parole di Alan Greenspan, per il quale "la stabilità dei prezzi significa che i cambiamenti attesi nel livello dei prezzi devono essere sufficientemente piccoli e sufficientemente gradualmente in modo da non entrare materialmente nelle decisioni delle imprese e delle famiglie".

A sostegno della sua leadership e delle difficili decisioni che dovrà intraprendere, Powell si legittima nel solco storico dell'istituzione che dirige. La sua - ora - ferma posizione è sostenuta anche da altri autorevoli banchieri centrali. Come Isabel Schnabel, membro dell'*Executive Board* della Banca centrale Europea (BCE), la quale ha ricordato che "per la prima volta in quarant'anni bisogna dar prova di quanto si è determinati nel proteggere la stabilità dei prezzi".<sup>5</sup> Per lei c'è un rischio tangibile che la natura e la persistenza degli *shock* che colpiscono le nostre economie resteranno a lungo. E quindi le decisioni che verranno prese oggi contro l'elevata inflazione determineranno la sostanza del futuro, mitigando e limitando

gli impatti negativi sulla prosperità e la stabilità. Le banche centrali devono scegliere un approccio molto "robusto" vista l'incertezza sul persistere dell'inflazione, la minaccia alla credibilità delle banche centrali e i potenziali costi di agire in ritardo.

Una guida chiara nelle politiche monetarie è quindi indispensabile per superare questa difficile transizione. Gli impegni dichiarati a Jackson Hole obbligano i banchieri centrali a legarsi mani e piedi alle loro parole, pena una perdita totale di credibilità. Quindi quale è il futuro prossimo dei mercati e degli asset a rischio? Questi dovranno scontare gli utili futuri a tassi più alti e mettere in conto una fase recessiva più minacciosa di quella attesa fino ad ora. Le borse potrebbero correggere ancora per permettere di ricalcolare i multipli sulla base di crescita degli utili più contenuti e tassi più alti. Inoltre, negli Stati Uniti, il ritiro di parte della immensa massa di liquidità immessa per contrastare gli effetti della pandemia prenderà sostanza nelle prossime settimane (*Quantitative Tightening*). Il dollaro, anche se ha percorso molto della

---

<sup>5</sup> Discorso di Isabel Schnabel, "Monetary policy and the Great Volatility", al Simposio di Jackson Hole, 27 agosto 2022.

sua fase rialzista, continuerà ad essere sostenuto sia come rifugio, sia come espressione di una valuta che è già avanti nella normalizzazione monetaria. L'euro potrebbe avere qualche momento di favore in corrispondenza con i prossimi annunci di rialzo dei tassi - portandosi verso 1.02 contro usd -, ma questi non saranno sufficienti a incoraggiare chi ancora teme il futuro storico di una valuta giovane e di una regione vicina all'importante focolare di guerra ucraino e con una politica energetica da ricostruire. Il franco svizzero resta moneta rifugio (come pure i tre principali titoli dello SMI). La Banca nazionale Svizzera (BNS) ha già mostrato la sua leadership, sorprendendo i mercati con un rialzo di 0,5%. Può ora permettersi di essere meno severa tenendo d'occhio il corso dell'euro, del dollaro e del rialzo dei prezzi, potendo almeno in parte calibrare quanta inflazione sarà disposta ad importare. Lo S&P, l'indice faro mondiale, dopo tutte le notizie prezzate in questi giorni, potrebbe anche rimbalzare nella prima parte di settembre. Ma strutturalmente dovrà tornare verso i 3'800 punti. Saranno i dati, disoccupazione e inflazione negli Stati Uniti (la prima deve aumentare, magari verso il 5%, e la seconda deve

intraprendere una chiara dinamica discendente), a determinare l'eventuale ulteriore consistenza del deterioramento. In questo contesto la Cina, che ha un'inflazione più contenuta, e il Giappone (che continua con le facilitazioni monetarie) potrebbero rappresentare il polo di sostegno dell'intera economia mondiale. Ma la Cina continua con la politica dei *lockdown* e apre con il contagocce le facilitazioni monetarie per sostenere la sua sofferente economia. E senza chiari interventi del paese di Xi Jinping sarà difficile che la leadership di Jerome Powell sia sufficiente a permettere un *soft landing*. Cina e Stati Uniti hanno entrambi interesse ad arrivare a novembre con economie in miglioramento. È questo un presupposto che potrebbe contribuire a motivare l'allentamento della guerra in Ucraina? Se Powell e confratelli riusciranno a provare la loro leadership, l'ultima parte dell'anno potrebbe anche sorprenderci.