

SCENARI, PERICOLI E OPPORTUNITÀ

Come amava dire l'ex presidente della Federal Reserve, Ben Bernanke, il lavoro di un banchiere centrale si compone per il 98% di parole e per un 2% di azione. Ma le stesse parole, pronunciate nel tempo, diventano narrativa. Cioè una storia, con una trama, che si ascolta con piacere perché consolida le sicurezze di chi deve prendersi, magari per mestiere, dei rischi. Il racconto non colpisce tutti immediatamente, perché non sempre ci si identifica con le prime parole svelate. Ma progressivamente la concatenazione dei termini si trasforma in razionale organizzazione del pensiero. In politica questo è il procedimento con il quale nascono le ideologie, che prima esaltano la vitalità, poi maturano imprigionando il pensiero nel divenire della quotidianità. Sono queste le fasi della storia che si identificano con il "pensiero unico", quando risulta facile affermare che le ideologie sono morte proprio perché non ci si accorge più di esserne totalmente fagocitati. Il meccanismo si esprime anche nel pensiero economico. In questo ambito l'organizzazione delle idee si ricompone

per cicli, tra fasi di più Stato, con relativa chiusura del mercato interno, e quelle di meno Stato, dove le forze produttive sono più libere di affrontare la competizione internazionale accettandola anche in casa propria. Il *trait d'union* tra una fase e l'altra, tra un pensiero dominante e l'altro, è dato dall'andamento dell'inflazione. I prezzi tendono ad aumentare nei mercati chiusi, mentre scendono in quelli più aperti. È questa una eccessiva semplificazione? Sicuramente. Ma, come scrisse un famoso poeta francese, "la vita è un'armonia di opposti e ci chiede comportamenti ragionevolmente semplici e leggeri".

Alla fine del secondo conflitto mondiale, l'abitudine alla centralizzazione dei poteri d'emergenza nelle mani dei governi e la sfida del modello comunista sovietico, avevano creato economie tendenzialmente protette. In una prima fase la crescita era riuscita a sovrastare l'inflazione. Ma poi questa prese il sopravvento. Negli anni Settanta la crescita fu ulteriormente frenata dall'inflazione esasperata dalle crisi petrolifere (1973 e 1979). Ma il racconto

restò uguale. Si inventò però un nuovo termine, “stagflazione”, per segnalare un cambiamento che la narrativa non era pronta ad accettare. Ciò bastò a preparare una nuova organizzazione razionale delle idee che preparò il terreno alla rivoluzione neolibera di Margareth Thatcher e Ronald Reagan. La caduta del Muro di Berlino e la fine della Guerra fredda s’innestarono su un’ideologia liberale che sarebbe diventata indiscusso paradigma dominante. Meno stato, mercati aperti, inflazione contenuta, hanno permesso la crescita dell’economia mondiale trascinata prima dagli Stati Uniti, poi dall’Europa (quando questa azzardò con Jacques Delors il passaggio sovranazionale) e infine con la Cina. La narrativa che ha accompagnato questo percorso ha continuato a osannare la catena di successi che ha permesso ad almeno un miliardo e mezzo di persone di raggiungere livelli di benessere mai visti prima. Ma anche in questa fase la narrativa ha impedito di vedere gli squilibri che si stavano creando con l’aumento delle disuguaglianze tra stati e tra membri delle stesse società. Anche qui fu coniato un nuovo termine, soprattutto nelle

vecchie, ricche economie, “stagflazione secolare”, per segnalare che la crescita perdeva progressivamente slancio trascinando verso il basso anche l’inflazione.

Il passaggio alla fase attuale, alla quale non corrisponde ancora un nuovo racconto, ma i cui elementi della storia si stanno ricomponendo, vede un ritorno dello Stato provocato dalla pandemia del coronavirus e dalla necessità di gestire la transizione energetica verso un mondo de-carbonizzato. Non a caso si è parlato di “stato di guerra” nella fase acuta della pandemia. E, forse, questo linguaggio ha predisposto gli spiriti, *les ésprits*, ad un più classico contesto di guerra, quella scatenata dall’attacco della Russia all’Ucraina. È quindi comprensibile che le banche centrali, in particolare la Federal Reserve, abbiano impiegato troppo tempo per capire che l’inflazione che ora affligge buona parte dell’economia mondiale, non è transitoria. Ora anche la Banca dei Regolamenti Internazionali (la banca delle banche centrali) si domanda se non siamo di fronte ad un cambio di regime, da uno a bassa inflazione verso un contesto di prezzi in salita.¹ E, addirittura, l’autorevole

¹ *Annual Economic Report*, BRI, Giugno 2022, p. ix.

istituto si chiede anche se l'economia mondiale non stia flirtando con la stagflazione. Il semplice fatto di porsi queste domande vuol dire obbligarsi a rivedere l'intera narrativa degli ultimi cinquant'anni. Ma c'è anche una grande novità in questa fase storica: "il sistema monetario e finanziario è alle prese con la rivoluzione digitale".²

I mercati interpretano a modo loro i cambiamenti attraverso improvvise e violente reazioni; poi si assestano quando si convincono di aver scontato tutti i fattori della trasformazione. Che siamo di fronte ad un netto cambio di regime ce lo dice l'andamento degli asset finanziari in questo primo semestre: il peggiore degli ultimi cinquant'anni. Lo S&P, l'indice faro degli Stati Uniti, perde il 20% da inizio anno, dopo aver toccato minimi da *bear market* nel mese di giugno. Il Nasdaq quasi il 30%, ma solo dopo un buon rimbalzo a partire dal 16 giugno. Ma anche l'Eurostoxx50 chiude il semestre lasciando sul terreno il 20%, come pure il protettivo indice svizzero SMI (-17%). Non ha aiutato neanche rifugiarsi nelle obbligazioni, anzi. Qui le perdite oscillano tra il -10 e il -15%. L'oro ha di fatto mantenuto il suo valore,

ma senza brillare, mentre l'indice delle *commodity* (materie prime) è rimasto positivo, grazie all'energia e ai prodotti agricoli, dopo aver toccato massimi significativi. Il Bitcoin, l'oro digitale, ha addirittura ridotto il suo valore di quasi il 60% da inizio anno (-39% a giugno). A livello valutario ha brillato il dollaro americano, con il Dollar Index che ha superato i massimi degli ultimi 10 anni e il Rublo, che si è rafforzato grazie al prezzo del petrolio e per le anomalie di questo mercato valutario. Il titolo più rappresentativo delle borse mondiali, la Apple, perde poco più del 20% da inizio anno. Ma valeva 80 usd prima del crollo dovuto alla pandemia a marzo 2020 e ora il prezzo si avvicina comunque ai 140 usd, mantenendo una rivalutazione del 75%.

A muovere al ribasso i mercati è stata la guerra in Ucraina e il conseguente aumento dei prezzi dell'energia. La politica dei *lockdown* assoluti della Cina ha provocato i colli di bottiglia che hanno inceppato la catena di produzione mondiale. La domanda è rimasta consistente a causa dei forti incentivi e alla grande liquidità immessa sul mercato, con i bilanci delle banche centrali gonfi. Dalla

² *Ibidem.*

pandemia si è assistito ad una rotazione della domanda dai servizi alle merci. Ciò ha spinto le aziende a cercare di accaparrarsi i prodotti sui mercati per riempire i magazzini. Di fronte a questo contesto inflazionistico le banche centrali hanno iniziato ad alzare i tassi, *in primis* la Federal Reserve, 0,75% a maggio, e a ridurre i loro bilanci. Il mantra ora non è più la crescita, ma l'inflazione. Oltre 60 banche centrali hanno rialzato i tassi o annunciato che li rivedranno a breve, come la Banca centrale europea (BCE). Inaspettatamente anche la Banca Nazionale Svizzera (BNS) ha alzato di mezzo punto il suo tasso direttore: pur avendo un tasso d'inflazione inferiore a molte altre realtà ha preferito anticipare un futuro ormai delineato. Il problema è quindi chiaramente strutturale. Il primo obiettivo è evitare che il rialzo dei prezzi si autoalimenti, trascinando anche inevitabilmente le rivendicazioni salariali ad adeguarsi ai rincari. Quindi bisogna agire con urgenza sulle aspettative d'inflazione, tramite la parola, certo, ma anche tramite l'azione. Negli Stati Uniti il tasso dei *Treasury* a 10 anni è raddoppiato: da 1,5% a inizio anno al 3% a fine giugno. Questo fenomeno è comunque generale. I mercati, che

lavorano sul futuro, stanno quindi adeguando le loro valutazioni rivedendo utili futuri che prima scontavano con tassi di poco superiori allo zero, con quelli attuali.

Il mondo del debito ha già probabilmente adeguato i tassi alla nuova realtà. Le aspettative d'inflazione a dieci anni sembrano sotto relativo controllo: circa il 2,4% per l'area dollaro e per l'area euro. Ma oltre oceano il tasso reale è positivo (3% il tasso decennale), mentre in Europa è ancora negativo (1,4% il Bund). Il Vecchio Continente è più vicino alla recessione: paga una bolletta energetica più alta ed è a rischio frammentazione nel credito, anche se la BCE sta preparando un piano di sostegno ai debiti periferici (per questo il BTP a 10 anni è da acquistare su rendimenti attorno al 4%).

Che cosa ci aspetta nel secondo semestre? Se più stato vuol dire più inflazione, le banche centrali, in particolare la FED, sanno che possono frenare quella interna alla loro sfera di influenza diminuendo la domanda. Sembrano convinte che è meglio la recessione (si spera *soft*) alla persistenza dell'inflazione. Quindi non si accontenteranno di qualche sparuto segnale sui consumi per frenare i

rialzi dei tassi. Il mercato obbligazionario l'ha probabilmente già capito. Quello azionario ha adeguato le valutazioni dei titoli, ma non le aspettative degli utili. È quindi probabile che questi debbano ancora essere rivisti, soprattutto dai gestori *bottom up* (quelli che privilegiano l'analisi dei bilanci della singola società), mentre quelli *top-down*, che inquadrano le valutazioni nel quadro macroeconomico, hanno già adeguato le aspettative. Ciò significa che lo S&P, ora a 3750 punti, potrebbe magari ritracciare almeno fino a 3'500 punti, a causa di questa discrepanza tra analisti, quindi ancora un -6,6%.

Il discorso è più aperto a livello globale. La Cina, che ha un livello d'inflazione più contenuto, sta riaprendo il suo mercato (fine del *lockdown* assoluto) e sembra preoccuparsi della sua crescita con incentivi monetari e fiscali. La forza di questo processo influenzerà sicuramente l'inflazione mondiale, ma soprattutto la crescita. Gli interventi cinesi potrebbero avere un impatto macroeconomico, ma anche geopolitico importante. Potrebbero salvare la crescita mondiale, confermare il

soft landing negli Stati Uniti e magari riaprire i canali di comunicazione. L'evolversi di un simile processo (già in atto, basta vedere gli indici cinesi, da acquistare) riporterebbe i mercati internazionali al rialzo e lo S&P almeno attorno ai 4'250 punti. A novembre ci sono sia le votazioni per il rinnovo del Congresso negli Stati Uniti, sia il Congresso del Partito comunista cinese. Arrivarci con un contesto economico positivo è nell'interesse di Joe Biden come pure di Xi Jinping. Ma senza la complicità indiretta della Cina, i mercati dovranno fare i conti con un'inflazione persistente e difficile da contenere: lo S&P tornerebbe anche sotto i 3'200 punti. Gli scenari sono confusi, ma anche aperti. Come scrive nelle sue memorie di recente pubblicazione, lo storico manager italiano, Lino Cardarelli, "spesso il **caos** genera vitalità, opportunità se ci si accosta con rispettosa partecipazione, con atteggiamenti positivi, mentre l'**ordine**, cui si aspira, potrebbe solo perpetuare l'abitudine, generare assuefazione all'esistente".³

³ Lino Cardarelli, *Dalla Montedison a Bagdad, Dal ginepraio della finanza alle eterne crisi del Medio*

Oriente, ed. Guerini e Associati, San Giuliano Milanese, 2022, p.36.