

## Il rally di Natale

### Ed il ritorno della politica

Si è concluso un anno tumultuoso, strano, drammatico: un 2020 tondo e bisestile. Un anno difficile da valutare perché ci ha offerto di tutto e ci annuncia un futuro di grandi cambiamenti. Tra marzo e aprile i mercati e gli asset a rischio hanno registrato perdite impressionanti in tempi strettissimi. Ma subito dopo, in pochissimo tempo, già a maggio, hanno recuperato buona parte delle perdite. Dopo un periodo di lateralità, fino a settembre, i mercati hanno aumentato la loro volatilità. Poi hanno continuato la corsa fino a regalarci perfino il rally di Natale. A dicembre lo S&P ha messo a segno un +3%, il NASDAQ addirittura +4,7%. In Europa, l'Eurostoxx50 è cresciuto del 1,5%, mentre l'indice tedesco è lievitato del 2,6% e quello inglese del 3,1%. Ma a brillare, non solo a dicembre, ma durante tutto l'anno, sono stati gli indici asiatici trascinati dalla Cina: CSI300 +5% a dicembre e +17,5% sul 2020. Nell'anno, comunque, molto bene si sono mossi gli indici faro Americani, con il NASDAQ che ha

registrato addirittura un +42,5%. Uno dei *bear market* più veloci della storia ha dato il via, da marzo, ad uno dei più poderosi recuperi degli asset finanziari che si ricordi. A giudicare da questi dati sembra che la sfida esistenziale che la natura ci ha posto nel 2020 con il COVID19 stia per essere vinta dalla scienza economica e da quella sanitaria.

La scienza economica si è resa conto che quel rapporto tra indebitamento e Prodotto Interno Lordo (PIL) andava rivisto. L'esperienza del decennio precedente aveva mostrato chiaramente che ridurre a tutti i costi i debiti per consolidare l'economia, provocava recessione e deflazione. Questa strategia era fortemente determinata dalla visione di un'economia globale libera da lacci e restrizione, come voleva Milton Friedman. C'era la convinzione che questa strada fosse l'unica percorribile per una crescita globale inarrestabile. Con questa strategia si legavano le mani agli stati, alla politica e ai politici. Solo la liquidità doveva essere libera di fluire là dove era meglio

remunerata. È innegabile che, globalmente, ciò sia stato un successo. Diversi paesi del mondo hanno visto buona parte della popolazione uscire dalla povertà e agganciarsi al motore della crescita globale. Fra queste, la principale, è stata la Cina. Ma ci sono voluti anni per rendersi conto che il successo di questo paese è stato determinato essenzialmente dalla sua capacità *politica* di gestire i flussi finanziari in arrivo dai paesi industrializzati. Mentre la scienza economica restava accecata dall'ideologia liberista.

Perché la produttività delle economie avanzate non cresce? Perché la classe media dei paesi ricchi s'indebolisce? A queste risposte solo i banchieri centrali sono riusciti a dare risposte operative che hanno permesso al sistema finanziario di sopravvivere a sé stesso dopo il 2009, inondando il mondo di liquidità e portando i tassi d'interesse anche in territorio negativo. Sapevano che il loro ruolo era spropositato per rapporto alle esigenze dei paesi democratici. Da tempo avvisavano che i loro interventi avrebbero perso forza e impatto. Ci vogliono politiche fiscali di redistribuzione dei redditi: decisioni che solo il mondo politico può prendere.

Nell'attesa affinavano gli strumenti teorici, non disdegnando neppure la *Modern Monetary Theory* per far fronte ad una nuova crisi che vedevano arrivare. Di fatto, però, le facilitazioni finanziarie, che solo in minima parte sono riuscite a migliorare la vita dei più disagiati, hanno svolto un ruolo fondamentale nella transizione verso una nuova economia digitalizzata che produce prodotti a costo marginale sempre più vicino a zero.

La crisi è arrivata l'anno scorso. Non c'è stata la rischiosa e incontrollabile tensione del sistema finanziario. Si è trattato invece di una crisi sanitaria, un'epidemia, non prevista dalla politica e dai modelli econometrici. Ma l'apparato teorico sviluppato in questi anni ha permesso alle banche centrali di essere estremamente reattive alla crisi. Anche gli stati hanno recepito i precetti elaborati in questi anni: *l'helicopter money*, discusso dall'ex presidente della Federal Reserve Ben Bernanke, cioè la distribuzione a pioggia di liquidità direttamente nelle tasche dei cittadini, è stato subito attuato negli Stati Uniti, ma anche in altri paesi. L'Unione europea, libera dai freni sovranisti del Regno Unito, è addirittura riuscita a compiere un passo determinante. Il

processo d'integrazione potrebbe ripartire grazie alla prima forma d'indebitamento comune per aiutare soprattutto gli stati più in difficoltà, in particolar modo l'Italia. Politiche monetarie e fiscali hanno quindi permesso alle borse di superare le enormi difficoltà del 2020.

Per il 2021 la risposta verrà dai vaccini. La scienza e aziende come Pfizer, Moderna, Astra Zeneca, Johnson & Johnson non solo sono riuscite, o stanno per riuscire, in pochissimo tempo a produrre vaccini capaci di sconfiggere l'effetto pandemico. Di fatto stanno dimostrando al mondo che i calcoli relativi alla produttività delle principali economie sono fondamentalmente sbagliati. Qual è la produttività reale e potenziale dell'industria farmaceutica se in pochi mesi è riuscita a realizzare ciò che in passato richiedeva anni, per non dire decenni, di studi, esperimenti, test e poi, infine, produzione? Da questa domanda si può andare agevolmente oltre. Qual è l'effetto reale della digitalizzazione sulla produttività globale? Nel 2020 il processo di trasformazione che tocca lavoro da casa, acquisti on-line, studio on-line e quant'altro si è affermato in pochi mesi dimostrando che siamo già

tecnologicamente pronti alla nuova economia digitalizzata. Abbiamo quindi potuto prendere coscienza che siamo anche pronti ad affrontare la trasformazione verso la decarbonizzazione del nostro sistema produttivo. Ora, anche i più scettici sul surriscaldamento della terra - che spesso preferivano ignorarlo perché temevano di dover rimettere in discussione il benessere conquistato - percepiscono il valore economico della produttività latente. La *Green economy* digitalizzata è il business dei prossimi trent'anni.

Le borse hanno recepito il cambiamento. Non a caso i titoli classici della digitalizzazione Apple, Microsoft, Google, etc. sono esplosi, come pure i nuovi arrivati come Zoom e il NASDAQ che meglio li rappresenta. Poi sono partiti i titoli della *Green Economy* e più in generale quelli con un solido rating ESG (Environment, Social and Governance): più attenti alla sostenibilità. A fine anno ci si è accorti che la liquidità è così importante che anche i titoli che sono restati indietro, i *value*, quelli con un buon valore intrinseco, sono interessanti. Grande vincitrice dell'anno è stata la Cina. Nel 2009, dopo il G20, aveva aiutato il

mondo puntando sullo sviluppo della sua domanda interna, investendo quando gli altri si concentravano sul risparmio. Nella pandemia ha beneficiato del fatto di aver contenuto il virus prima e meglio degli altri. Si è inoltre arricchita della liquidità che gli altri hanno prodotto e che è andata nella zona produttiva più attiva, la sua. Ciò ha contribuito a rafforzare la sua valuta confermando l'ambizione di trasformarla in strumento globale di riserva. Ora apre il suo mercato finanziario spingendo le grandi banche americane – e non solo - finalmente autorizzate ad operare con strutture indipendenti, ad investire nella sua economia assumendosi i rischi imprenditoriali delle aziende cinesi che finanziano. L'Unione europea, in termini di borsa, ha subito in un primo tempo il ritardo che ha accumulato negli ultimi vent'anni nella digitalizzazione (non ci sono Apple o Microsoft europee). Ma poi la fantasia sulla *Green economy*, che la Commissione intende cavalcare, la capacità d'intervento della Banca centrale europea, ma anche un piano finanziario comune da 2'800 miliardi di Euro da spendere nei prossimi anni, hanno dato quella spinta che mancava. L'indebolimento del dollaro americano, dovuto alla riduzione dei tassi e

all'esplosione dei deficit gemelli, hanno aperto l'interesse per quelle società europee capaci di distribuire sostanziosi dividendi.

Se i successi dei vaccini si confermeranno, seriamente e velocemente, il 2021 potrebbe essere un altro anno positivo per gli asset a rischio, quindi per le borse. La FED ha detto chiaramente che privilegerà l'occupazione all'inflazione. Le altre banche centrali, compresa quella europea, non sembrano intenzionate ad alzare i tassi. Anzi, dopo l'esperienza della crisi finanziaria del 2008, ritengono pericoloso intervenire ai primi modesti segnali d'inflazione. Che in ogni caso alzerà la testa nel 2021. I risparmi accumulati dalle famiglie sono importanti. Le aziende, quelle che sopravviveranno alla crisi, dovranno investire pesantemente. Gli Stati, *in primis* l'America di Joe Biden, interverranno sulla domanda direttamente con un piano d'investimenti nelle infrastrutture, soprattutto nella *Green economy*, che sarà enorme e *bipartisan* (si tratta di mettersi d'accordo su come spartirsi la torta). Ma non sarà un anno facile. Perché ora la politica è tornata assieme all'accumulo di frustrazione dei perdenti della

globalizzazione che cercano protezione dalla tecnologia e dalla concorrenza internazionale. I politici dovranno dare risposte inclusive e generose, prendendo coscienza della produttività latente della nuova economia che sono chiamati a promuovere con forza. La vera sfida è riuscire a valorizzare i settori a maggiore produttività così da avere una crescita importante riuscendo a contenere l'inflazione: quindi ridurre il rapporto debito/PIL (non diminuendo il debito, ma aumentando il PIL). Gli investimenti, visto che molti passeranno dal settore pubblico, devono essere mossi dall'interesse generale e non solo da quello elettorale. Ma negli ultimi venti anni, nei paesi democratici più avanzati, non c'è stata una adeguata selezione della classe politica. Il rischio di produrre altri Trump è quindi importante. Il mercato a tratti se ne accorgerà attraverso i segnali dell'inflazione. I mercati finanziari non saranno in una bolla fin che i rendimenti dei dividendi sapranno compensare il rischio di chi non può investire in obbligazioni a tassi negativi. Ma se parte l'inflazione, compagna storica della politica, il discorso cambia. La forza degli strumenti finanziari in essere, se non sarà frustrata dall'inefficienza dei vaccini,

dovrebbe permettere di avere un 2021 volatile ma positivo.