

Volatilità e Minsky moment

Partenza sprint

Il 2018 borsistico è iniziato con il botto. Lo S&P ha guadagnato oltre il 7% a gennaio, il migliore inizio dal 1987. Ciò è successo in una dinamica di crescita eccezionale, con l'indice faro delle borse mondiali che ha corso, senza mai flettere più del 5%, per 400 giorni di fila, la più lunga cavalcata dagli anni Cinquanta. La fiducia degli investitori non è mai sfociata nell'esuberanza irrazionale. Si è piuttosto crogiolata in una pacata assuefazione alla crescita, poiché questa ha coinvolto quasi tutte le borse e le economie del mondo. Chi era rimasto a guardare, convinto che, dopo 10 anni di salite doveva arrivare il tempo delle correzioni, non ha mancato di avere ripensamenti, aspettando il momento per rientrare in un mercato che ascoltava con attenzione le notizie positive, e con intollerante fastidio quelle negative. L'indice della paura, il VIX, è stato l'espressione, quasi esasperante, della tranquillità, per non dire della noia, muovendosi lateralmente a livelli storicamente molto contenuti.

Solo il nervosismo sui mercati valutari segnalava che il rischio è sempre presente anche nei periodi da fiaba, da Goldilocks, caratterizzati da crescita robusta, bassa disoccupazione (almeno negli Stati Uniti), poca inflazione, utili aziendali a doppia cifra, in un contesto mondiale che alimenta l'ottimismo.

Di fronte a tanta positività anche i più scettici, quelli che non hanno mai riposto troppa fiducia nel bull market deliberatamente provocato dalle banche centrali, hanno tentennato, scegliendo

poi di non uscire dal mercato, perché l'ottimismo si autoalimenta e quindi può durare più di quanto razionalmente ci si può aspettare. Abbandonare indici in costante crescita voleva anche dire sfidare le banche centrali che hanno, di fatto, "nazionalizzato" il mercato obbligazionario, ibernando la storica alternativa a quello azionario: fin che i tassi restano bassi, magari anche negativi, le borse, anche a rischio di "entrare in bolla", non potevano scendere.

Riparte la volatilità

Questo lungo periodo di calma è terminato. Nella prima settimana di febbraio, le preoccupazioni sull'impatto che l'aumento dei salari negli Stati Uniti avrebbe avuto sull'inflazione hanno guastato la festa. La compiacenza degli investitori ha dovuto ricalibrarsi al contesto di espansione fiscale voluto dal presidente Trump e al deprezzamento del dollaro: le curve dei tassi sono velocemente salite, trascinate dalle aspettative d'inflazione. Lo S&P ha perso il 10%, la prima pesante correzione dall'agosto 2016 (paure cinesi), mentre il VIX ha improvvisamente raggiunto livelli mai visti dall'agosto del 2015. Lo spike di volatilità ha aperto un vortice ribassisti, vista la quantità impressionante di prodotti strutturati, costruiti sul principio della persistente bassa volatilità con la radicata convinzione di guadagni facili. Lo specifico ETF di Credit Suisse ha dichiarato fallimento. Ma dopo i minimi toccati il 9 febbraio,

i mercati si sono ripresi o, almeno, hanno recuperato parte delle perdite. Questi hanno preferito considerare l'esplosione della volatilità come l'espressione di dinamiche tecniche causate dall'accumulo di posizioni corte e non l'inizio di una nuova fase di avversione al rischio. Diversi indicatori confortavano in questo senso: le obbligazioni high yield, ad alto rendimento, non si sono scomposte e non ci sono state fughe di capitali dai paesi emergenti.

L'idea che la correzione dei mercati azionari fosse prevalentemente tecnica, naturale a seguito di un lungo e incontrastato bull market, ha permesso il recupero durato quasi fino a fine febbraio. Ma a marzo nuove nubi si sono addensate all'orizzonte. Questa difficoltà degli indici azionari di ritrovare la forza propulsiva del 2017 esprime qualche cosa di più di una naturale correzione tecnica. Il ciclo decennale di espansione delle borse, iniziato nel 2009, dopo lo scoppio della bolla dei subprime, si avvicina ad una prima maturità, almeno negli Stati Uniti. Sono le premesse stesse della folgorante crescita (lo S&P valeva poco più di 700 punti nel 2009, ora volteggia sui massimi storici, attorno a 2'800) a dover essere ripensate. Ed i mercati, nel 2018, passata la prima fase d'ingordigia, sembrano aver deciso di compiere lo sforzo di approfondimento.

Ancora le banche centrali

Al centro del movimento c'è la politica delle banche centrali. Esse avevano deciso, dopo la grande crisi del 2008, di gonfiare i propri bilanci: prima riducendo i tassi d'interesse a breve, portandoli anche in territorio negativo, poi promuovendo potenti politiche d'acquisto di obbligazioni, quindi agendo sui tassi a lungo termine. La liquidità a costo zero doveva

stimolare la fiducia nei mercati finanziari, scongiurando la deflazione nell'economia reale. Il 2017, che ha visto una crescita diffusa e generalizzata nell'economia mondiale, ha premiato le strategie delle banche centrali. L'inizio del 2018 è quindi stato un brindisi a tale successo. Se la festa di questo inizio d'anno è durata poco è perché ora bisogna rimettere ordine. Bisogna cioè trasferire l'inflazione delle borse all'economia reale, senza danneggiare i mercati finanziari.

Donald Trump ha una sua ricetta per compiere questo difficile passaggio. Rilanciare gli investimenti strutturali nell'economia reale e frenare, o almeno rallentare, la globalizzazione. Il mercato, nel 2017, ha condiviso questo disegno. Negli Stati Uniti la traiettoria di normalizzazione monetaria è già segnata da tempo. Il Quantitative Easing (QE), facilitazioni monetarie, è praticamente concluso e si parla d'iniziare ad alleggerire il bilancio della FED. Tre rialzi dei tassi sono già stati effettuati e quest'anno ce ne saranno altri tre o, forse, quattro.

I differenziali dei tassi d'interesse aiutano le valute che pagano di più, soprattutto se i fondamentali sono solidi e l'economia è in crescita. Il dollaro, nel 2017, avrebbe dovuto rafforzarsi. Ma ciò non è avvenuto, anzi! Il mercato valutario ha forse voluto rilevare altri aspetti della politica di Trump e della FED: l'economia americana è davvero così solida da sostenere un ciclo maturo e il conseguente rialzo dei tassi?

Il vecchio vizio dell'indebitamento

L'indebitamento negli Stati Uniti non è affatto diminuito per rapporto al 2008, quando scoppio

la crisi dei subprime. Anni di denaro facile lo hanno favorito, anche con operazioni a leva. Mentre il tasso di risparmio nazionale (la somma dei risparmi delle aziende, delle famiglie e del settore governativo) rappresenta, nel terzo trimestre del 2017, solo il 2,1% del reddito nazionale. Si tratta di nemmeno un terzo del 6,3% del risparmio medio che ha prevalso negli ultimi trent'anni del ventesimo secolo. È importante pensare al risparmio in termini "netti", quindi escludendo l'obsolescenza della capacità produttiva. Secondo Stephen S. Roach, "il risparmio netto di oggi, che rappresenta gli investimenti futuri, per l'America è praticamente nullo"¹. Ma c'è di più. Per finanziare il consumo e la crescita, l'America prende a prestito il surplus del risparmio estero. Questi prestiti si traducono in un ampio deficit della bilancia dei pagamenti, che alimenta altrettanti ampi deficit della bilancia commerciale.

Dopo il G20 del 2009 c'era stato un comune accordo mondiale per contenerli, con la Cina che avrebbe dovuto utilizzare una quota maggiore del suo ampio risparmio per modernizzare l'economia interna, divenendo traino di quella mondiale, nell'attesa che gli Stati Uniti, grazie al deprezzamento del dollaro, rinvigorisse la propria. Passata l'urgenza, però, si è tornati sui vecchi schemi.

Donald Trump non è certo responsabile di questi squilibri. "America First" è, nella sua retorica, una maniera di ritornare nostalgicamente al paese nel quale la classe media sapeva appropriarsi del sogno americano attraverso il lavoro ed il risparmio. La sua

strategia consiste nel frenare la globalizzazione, lanciare investimenti in infrastrutture, rivalutare la vecchia economia del petrolio. I mercati hanno voluto credere al suo reflation trade: il rilancio della domanda interna avrebbe riportato sana inflazione nell'economia reale, grazie alla riforma fiscale, che a questo concreto livello avrebbe trasferito l'esuberanza dell'economia finanziaria. Si creerebbero così i presupposti di crescita necessari per normalizzare la politica monetaria.

Ma attraverso le modifiche legislative auspicate, il deficit federale aumenterà di 1,5 trilioni nei prossimi dieci anni: il Congresso ha dovuto alzare di altri 300 miliardi di dollari il tetto al limite d'indebitamento, per scongiurare un nuovo shut down. Questo ampliamento del deficit federale potrebbe essere sufficiente, di per se stesso, a spingere ulteriormente verso zero il risparmio nazionale netto. Quello delle persone è sceso al 2,4% del reddito disponibile (dopo le tasse) in dicembre 2017, il minimo in 12 anni e quasi un quarto del 9,3% medio che prevaleva negli ultimi trent'anni del Ventesimo secolo. Secondo Stephen Roach, se il risparmio interno crolla, "gli Stati Uniti hanno solo due opzioni – una riduzione negli investimenti e nella crescita economica che supportano, o un aumento dei prestiti contratti con l'estero utilizzando il risparmio altrui. Negli ultimi 35 anni l'America ha scelto la seconda strada, aumentando ogni anno il deficit della bilancia dei pagamenti dal 1982 (con una piccola eccezione nel 1991, che riflette i contributi esteri alla guerra del Golfo)".

1 Stephen S. Roach, The Myth of Sound Fundamentals, *Project Syndicate*, 26 febbraio 2018.

Il presidente Trump risponde a queste preoccupazioni con una strategia che, secondo lui, stravolge questo approccio. Essa passa dal rilancio degli investimenti interni utilizzando il risparmio accumulato all'estero dalle multinazionali americane e imponendo dazi doganali alle importazioni. La sua riforma fiscale dovrebbe essere l'incentivo alle aziende ad investire. Il mercato, che a gennaio ha continuato a credere a questo disegno, ora si interroga: la combinazione del protezionismo e l'aumento dell'indebitamento statale può diventare una miscela esplosiva in un contesto in cui la Federal Reserve prevede di rialzare i tassi tre, forse quattro volte quest'anno. La solidità dei fondamentali americani, visto l'esiguo tasso di risparmio, potrebbe essere ridiscussa se gli utili della corporate America dovessero deludere le aspettative. L'anno scorso questi sono cresciuti del 14,8% (S&P) e nel 2018 dovrebbero lievitare del 17%, trascinati proprio dagli sgravi fiscali, dall'aumento del prezzo del greggio, mentre tassi in salita favorirebbero il comparto finanziario.

Nelle mani del consumatore americano

I consumi americani non possono però flettere. Questi sono sostenuti anche dall'“effetto ricchezza” creato dai Quantitative Easing: chi investe in azioni ha visto i suoi risparmi finanziari lievitare e quindi è stimolato a spendere di più, stimolando i consumi interni che rappresentano l'80% del Prodotto Interno

Lordo (PIL). Ma almeno il 25% della spesa dipende dal credito. Con tassi di risparmio esigui e indebitamento alto, gli annunciati rialzi dei tassi possono rivelare fragilità attualmente sottovalutate. Tanto più che, come si è visto a gennaio e febbraio, la volatilità ha la perfida capacità di auto-alimentarsi, mettendo sotto stress il sistema.

Questo fenomeno imbarazza le banche centrali: se mantengono facilitazioni monetarie straordinarie provocano l'effetto complacimento (il put), che rassicura i mercati, i quali, come è nella loro natura, esagerano, alimentando bolle negli investimenti. Se invece tolgono sostegno, magari con una comunicazione inappropriata, c'è il rischio concreto che l'esasperata volatilità porti sulla soglia di veri e propri crack finanziari, vista la fragilità sulla quale poggia il sistema. Ai banchieri centrali si chiedono quindi doti d'artista, perché sono chiamati ad agire là dove non sono ancora applicabili provate teorie e quindi è la loro sensibilità a modellare la realtà.

Speculazioni pericolose

Quindi, che cosa ci preannunciano questi primi, nervosi mesi del 2018? Probabilmente non saranno gli unici periodi difficili dell'anno: la volatilità, rientrata dai suoi picchi, è rimasta su livelli superiori a quelli del tranquillo 2017, anche se il contesto macroeconomico potrebbe sostenere ancora per qualche tempo le alte valutazioni degli asset a rischio. Inoltre, le banche centrali sanno che il loro ruolo è determinante per evitare il “Minsky moment”²;

² Luiz Awazu Pereira da Silva, Jochen Schanz, “How to transition out of a ‘Goldilocks economy’ without creating a new ‘Minsky moment’?”, On the occasion of the National Bank of the Republic of Macedonia/Reinventing Bretton Woods Committee, Joint conference on “Monetary policy and asset management”, Skopje, 16 February 2018.

cioè una fase in cui una prima correzione dei mercati si trasforma in crollo attraverso la forzata chiusura delle operazioni speculative costruite sul debito (deleveraging). Nel mese di marzo, consci del pericolo, sia la FED del nuovo presidente Jerome Powell, sia la Banca Centrale Europea (BCE), sono corse a rassicurare i mercati, minimizzando i rischi d'inflazione salariale, che erano stati la causa delle paure d'inizio anno. Mario Draghi, nel suo garbato stile, si è espresso con molta cautela sul tema dell'inflazione, affermando con forza che la politica monetaria deve essere "paziente, persistente e prudente"³. Lo stesso giorno, Peter Praet, capo economista della BCE e membro dell'executive Board, ha rilevato che "ci sono incertezze sul processo d'inflazione a causa di fattori quali la globalizzazione e i cambiamenti tecnologici"⁴. Praet si è detto sorpreso della reazione del mercato del lavoro all'aumento della domanda aggregata in un'economia in crescita: l'offerta di manodopera si adatta positivamente alla domanda. In Germania l'immigrazione dall'Europa centrale e dell'Est e del Medio Oriente di persone con qualifiche professionali significative, ha sicuramente un impatto sui livelli salariali. Senza questo tipo d'offerta, "avremmo avuto inflazione salariale di circa l'1% più alta, con conseguente maggiore inflazione"⁵. Secondo Praet "l'offerta di lavoro è cresciuta più di quanto ci si aspettava, quindi ci sono ancora

riserve non sfruttate. Ciò può dipendere dall'immigrazione, come pure dall'aumento delle ore di lavorative"⁶. I mercati hanno quindi concluso che le politiche monetarie, per quanto riguarda la BCE, continueranno ad essere espansive, mentre la FED agirà con prudenza.

Da dove arriverà l'inflazione

Chi può minacciare il contesto attuale di crescita generalizzata con poca inflazione? I QE sono stati adottati dalle banche centrali non solo per combattere la spirale deflattiva a seguito della Grande crisi finanziaria del 2007/8, scongiurando quanto avvenne nel 1929. Ma anche, indirettamente, per rispondere all'emergere della nuova economia digitalizzata e sostenibile, delineata dalle analisi che l'ONU affronta da oltre trent'anni. La globalizzazione liberale è deflattiva perché aumenta l'offerta di lavoratori, mentre la tecnologia ne banalizza la necessità, scoraggiando quindi le rivendicazioni salariali. Stravolgere questa dinamica vuol dire tornare a favorire le identità locali e nazionali e regolamentare, in maniera restrittiva, la prodigiosa trasformazione tecnologica in atto. Ma la digitalizzazione del mondo è un processo inarrestabile, mentre la globalizzazione può essere rallentata dalla politica. E' quanto vuole Trump, rivalutando la vecchia economia basata sul petrolio e sui dazi doganali. E' quanto vogliono i gruppi che stanno prendendo piede anche in Europa, definiti dai media "populisti",

3 Mario Draghi, "The ECB and Its Watchers", XIX Conference organized by the Institute for Monetary and Financial Stability, Frankfurt, 14th March 2018.

4 Interview with Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Balazs Koranyi on 14 March 2018 and published on 16 March 2018.

5 Idem

6 Idem

che chiedono di essere protetti dai loro stati di appartenenza.

Il 2018 potrebbe quindi essere un anno cerniera in cui le tensioni tra una nuova economia digitalizzata, sostenibile e la vecchia economia a forte emissioni di CO2 convivranno in un mondo che dovrà rispondere a chi, come il presidente degli Stati Uniti, vuole rivalutare lo spazio nazionale (“America First”). Le banche centrali sono chiamate ad arbitrare la sfida. Partono da una posizione privilegiata grazie alla debolezza delle pressioni inflazionistiche.

Dazi, investimenti e inflazione

Ma nel corso dell’anno le tensioni nel commercio internazionale, attraverso l’introduzione di dazi doganali (con le eventuali ritorsioni) potrebbero verificarsi parallelamente all’aumento degli investimenti più specificatamente diretti ai mercati interni, in particolare negli Stati Uniti, in Europa ed in Cina. La combinazione di questi due fenomeni, è strutturalmente portatrice d’inflazione e quindi pericolosa per le banche centrali. La Federal Reserve di Jeron Powell, che agisce nel quadro di un ciclo maturo, potrebbe compiere qualche azzardo e spaventare i mercati: il tasso del decennale sopra il 3% potrebbe scoraggiare l’investimento in borsa, con il rischio di aprire una spirale ulteriormente negativa se i mercati dovessero concentrarsi anche sulla sostenibilità del debito degli Stati Uniti. In Europa c’è più spazio di manovra. Il ciclo sta partendo e la Germania sarà obbligata a promuovere gli investimenti nel Continente, visti gli attacchi di Trump al suo enorme surplus commerciale. Naturalmente nell’Unione europea resta la

debolezza del processo d’integrazione. Ma ci sono i presupposti per veri passi avanti. La Cina da tempo ha deciso di sviluppare il suo mercato interno, modernizzando la sua economia: i suoi costi di produzione sono già lievitati e presto si ripercuoteranno nell’export, già minacciato dai dazi doganali. La Cina ed il blocco asiatico hanno creato una loro zona di libero scambio, dalla quale gli Stati Uniti si sono ritirati. Per l’Europa ed il Giappone questa resta un’opportunità aperta. Ma gli Stati Uniti chiederanno la solidarietà ai loro alleati in quella che inevitabilmente diventerà una sfida aperta alla Cina che sarà costretta ad accelerare la riqualificazione della sua economia verso il suo interno.

Ma, nel sistema mondiale ancora dollaro-centrico, un ripiegamento troppo marcato dell’America su se stessa avrà ripercussioni alle quali nessuno può sottrarsi. Se Trump esagera le sue minacce di protezionismo, i mercati concentreranno l’attenzione sul pesante indebitamento, scoraggiando gli investimenti in buoni del Tesoro e quindi provocando un rialzo dei tassi anche a lungo termine. Se invece saprà contenersi, i mercati si concentreranno sull’impatto della riforma fiscale sulla crescita economica e gli Stati Uniti potranno ancora fungere da locomotiva. Gli scenari sono ambedue aperti. Ma il linguaggio di Trump non aiuta la moderazione. Frenare la globalizzazione vuol dire, di fatto, ritrovare l’inflazione. Non necessariamente del tipo e nella forma attesa dalla banche centrali.