# JACKSON HOLE RILANCIA IL ”NEW NORMAL”



***Viviamo in un momento storico in cui la politica sembra latitare, la democrazia è messa a dura prova e la grande finanza non ama apparire e parlare in prima persona. Il pensiero dominante perciò, da qualche anno a questa parte, lo esprimono principalmente i banchieri centrali, divenuti, almeno per le apparenze, i grandi burattinai del mondo. Ebbene, la loro narrativa, rilanciata dagli organi di informazione di tutto il mondo in occasione del convegno annuale di Jackson Hole nell’America più profonda e rurale che si possa imaginare, negli ultimi giorni lancia segnali preoccupanti che non sempre riusciamo cogliere nella loro portata più completa. Proviamo perciò a interpretarli con uno sguardo alle loro possibili conseguenze.***

***INFLAZIONE E TASSI A ZERO***

Innanzitutto c’è l’inflazione: ci stanno dicendo che salirà, ovvero che finalmente nelle statistiche verrà conteggiata, dal momento che al supermercato era da un po’ che non si poteva non notare. Ma ci stanno anche dicendo che gli interessi sul capitale, così come ce li ricordavamo noi, non ci saranno più, almeno per un certo numero di anni. Le banche centrali lo stanno ponendo come un punto d’onore: niente più rendimenti positivi, almeno fino a quando l’economia mondiale non avrà mostrato di essere in grado di tirare un bel respiro di sollievo; ma quando accadrà? Nessuno al momento può rispondere. Quel che è certo è che i debiti pubblici continuano ad aumentare e non possiamo correre il rischio che non siano più sostenibili!

Così, tanto per non sbagliare, i banchieri centrali sostengono indefinitamente e senza farsi troppe domande quei debiti, portando a zero o sotto zero i tassi d’interesse. Almeno fino a

quando l'inflazione, (quella vera, magari a due cifre), non li avrà ridicolizzati. Allora forse vedremo di nuovo dei tassi di interesse positivi, sebbene siano positivi solo nominalmente, perché quelli reali non potranno che essere negativi. Ma se il denaro non rende più niente, allora la gente che vuole risparmiare per la vecchiaia cercherà di accumulare qualcos'altro: metalli e altri preziosi, immobili, titoli azionari… Infatti è tutta roba che sta andando su, non per l'inflazione (che ufficialmente non esiste) bensì perché ci raccontano la storiella che sono le monete di conto a svalutarsi, come del resto accadrebbe a tutto ciò che la gente preferisce non tenere e che le banche centrali sono libere di stampare a piacimento.

Chiariamoci: fino ad oggi l'inflazione non sembrava a nessuno uno spauracchio perché la scarsa dinamica dell'economia reale la teneva a bada, perché gli effetti economici della digitalizzazione di praticamente qualsiasi cosa spingeva al ribasso i costi e dunque i prezzi di beni e servizi, e perché il costo delle materie prime e dell'energia aveva raggiunto nuovi minimi storici. Resta tuttavia il fatto che il prezzo del cibo continua a crescere e che, se vuoi acquistare un bene di lusso, dall'anello d'oro al Rolex ad un'auto storica, fino a una villa esclusiva o a un' opera d'arte, devi prepararti a pagarlo cifre crescenti. Cioè l'inflazione ufficialmente non c'è ma parallelamente il denaro vale sempre meno. Dunque c'è, eccome!

***QUANTITATIVE EASING INFINITO***

È perciò chiaro come il sole che abbiamo subìto una narrativa distorta, che non può durare! D'altra parte nemmeno la stampa indiscriminata di denaro da parte delle banche centrali può restare senza conseguenze pratiche: se più denaro in circolazione vuole acquistare le stesse cose di prima, il prezzo di queste ultime non può che salire. Così come non può non succedere che il reddito delle nazioni più prolifiche e con la popolazione più attiva cresca ben oltre quello dei paesi più ricchi e più pigri, come l'Europa, il Giappone e (ma solo in parte) gli Stati Uniti.

Nel vecchio continente non c'è stata una vera crescita economica dalla crisi del 2008 in poi, e in Giappone la banca centrale ha creduto di risolvere tutto comperando tutti i titoli del debito pubblico, con denaro stampato di fresco. Negli Stati Uniti d'America le dinamiche sono state più complesse e poi la popolazione, sebbene quasi solo attraverso l'immigrazione, è comunque salita. Ma soprattutto il livello di innovazione tecnologica e la scarsità di cinture sociali di protezione e previdenza hanno fatto si che l'americano medio avesse più bisogno di altri di risparmiare ed investire, per assicurarsi un futuro accettabile. Così le borse sono salite in America ben più che nel resto del mondo, come peraltro stanno

crescendo in Cina, dove il governo sta pian piano riducendo il livello di intervento nell'economia, e sta dicendo al cittadino medio che, se vuole ottenere talune comodità, deve guadagnarsela con il proprio sudore. I sussidi pubblici continueranno ad esserci, ma solo per soddisfare le esigenze più elementari.

### *LE CONSEGUENZE DELLA NUOVA NORMALITÀ*

La nuova normalità è anche e soprattutto questa: la riduzione quasi a zero della previdenza sanitaria e sociale, della protezione pubblica e delle pensioni di stato. Sarebbe andato bene a braccetto con una disoccupazione che scendeva ai livelli minimi storici e con il moltiplicarsi delle opportunità di guadagno, ma ora che è arrivata la pandemia e sta cancellando milioni di posti di lavoro, è solo questione di tempo affinché il fenomeno della riduzione del welfare di stato diventi macroscopica e dirompente.

Di tutto questo i mercati finanziari non potevano non tenere conto, dal momento che da un lato circola più denaro (stampato di fresco dalle banche centrali) che va a cercare impieghi soprattutto negli investimenti più sicuri (cioè l'alternativa ai titoli di credito che non rendono più nulla) e possibilmente nei settori tecnologici. Ma oggi che i più grandi operatori digitali del pianeta valgono centinaia di volte gli utili attesi, per tutti gli altri si prospetta una scomoda realtà: se l'economia reale va a rotoli faranno fatica a "tenere botta" persino se appartengono alle "categorie protette" dei settori digitale, sanitario e alimentare.

La nuova normalità dei mercati non può non tenere conto delle prospettive discendenti di utili e fatturato, sebbene i tassi che scendono sotto zero aiutino a migliorare (o a rendere più rischiosi) i multipli di valutazione delle imprese. D'altra parte i tassi sotto zero significano questo: gli investitori corrono a cercare maggiori rischi pur di mettere nel mirino i rendimenti di cui hanno bisogno per pagare le pensioni, attivare le commissioni di performance, accedere ai bonus retributivi. Tutto il mondo sta accettando di prendere maggiori rischi, e ovviamente prima o poi ne arriva anche il conto da pagare.

Non per niente la volatilità dei mercati continua a crescere, e con essa la rischiosità degli investimenti. Ma ciò nonostante il numero delle piccole e medie nuove aziende che vuole accedere al mercato (ovviamente quasi solo appartenenti ai settori dov'è più probabile che ricevano interesse: digitale, sanitario e alimentare) non potrà che crescere ancora, alimentando ed approfondendo la diversificazione dell'offerta di carta finanziaria da dare in pasto agli investitori.

### *LE PROSPETTIVE SONO PIATTE E POCO TRANQUILLE*

Ma se ciò sarà molto utile a fornire slanci parziali alle borse valori, non sarà tuttavia sufficiente per rilanciare anche le attività tradizionali dell'industria, a meno di un grande sforzo collettivo nel rilancio degli investimenti nel settore delle grandi infrastrutture. Fino a quel momento le economie avanzate (e in particolare modo quelle occidentali) non riusciranno a registrare una vera crescita, mentre facilmente registreranno inflazione. E la stagnazione unita all'inflazione rischia di diventare una bella trappola da evitare per tempo, prima che la pandemia diventi il detonatore di una crisi economica endemica, soprattutto nei paesi emergenti, i quali se dovessero caderne vittima, allora per molti motivi sarebbero condannati al "default".

La nuova normalità sui mercati finanziari potrebbe perciò essere costituita da una neanche troppo recondita reflazione monetaria, accompagnata da un periodo di traslazione orizzontale sui mercati finanziari, ma anche da una certa (e pericolosa) loro volatilità, che potrebbe guastare i sonni di molti addetti al settore. Ma né l'inflazione, né l'aumentata volatilità dovrebbero spingerli, in definitiva, verso l'alto come verso il basso, almeno fino a quando l'idrante delle banche centrali continuerà ad erogare liquidità, nonostante la recessione che, appunto, rischia di proseguire più a lungo di quanto nessuno volesse credere fino a pochi mesi fa.

Le prospettive saranno dunque piatte e poco tranquille, almeno fino a quando al timone delle economie globali non tornerà a sedersi qualcuno davvero dotato delle necessarie competenze. Ma non se ne vedono: la Merkel sta per passare la mano, Shinzo Abe lo ha appena fatto, Xi Jimping ha già rivelato il suo vero volto di burocrate, Johnson appare in difficoltà e Trump che avrebbe -almeno parzialmente- dimostrato di averne (la sua eventuale rielezione non è del tutto immaginaria e potrebbe anche fare la differenza) ha tuttavia basse chances di venire rieletto.

Come si può vedere dal grafico Bloomberg le probabilità di Trump si deduce che sono andate sinora di pari passo con la pandemia che fino ad oggi le ha schiacciate. Ma soprattutto Trump ha sofferto di un "mainstream" feroce e impavido delle falsità che ha diffuso sui media di tutto il mondo da quattro anni a questa parte. E poi non è affatto detto che la macchina del fango della battaglia elettorale più importante del pianeta abbia già esaurito tutte le munizioni…

***Stefano di Tommaso***

# DUE ANNI PER USCIRE DALLA CRISI?



***Se è oramai acclarato che la pandemia ha fatto sprofondare l'economia mondiale in una decrescita del prodotto economico lordo globale che probabilmente toccherà quest'anno i cinque punti percentuali, mai così vistosa per la prima volta dalla seconda guerra mondiale e circa tre volte quella del 2008/2009, non è altrettanto scontato ciò che ne deducono molti economisti: secondo molti di loro l'Europa rischia di metterci un paio d'anni per recuperare il terreno perduto nella prima parte del 2020.***

Quel 5% peraltro rappresenta come sempre la "media del pollo" di Trilussa, dal momento che è composto di un -7% per le economie più avanzate e da un -2,5% per quelle emergenti. Ma il problema principale sembra proprio essere quello della zona Euro, con la sua forte ***dipendenza dalle esportazioni*** e dal momento che i consumi interni al vecchio continente stagnano da tempo, anche a causa di una storica forte rigidità del mercato del lavoro che ha causato e causerà ancora notevoli riduzioni dell'occupazione lavorativa.

I dati diffusi da Ihs Markit evidenziano come sia l'attività commerciale che le nuove commesse siano cresciute troppo modestamente rispetto allo scorso luglio. L'indice flash del settore manifatturiero è sceso a 51,7, ma è soprattutto l'indice Pmi relativo ai servizi che è sceso vistosamente a 50,1 da 54,7 di luglio. E in Italia l'attività manifatturiera conta soltanto per un quarto del totale del prodotto lordo, mentre gli aItri tre quarti sono costituiti da servizi!

Infine l'indice Pmi flash dei Direttori Acquisti europei, visto come sintesi dei primi due e come indicatore della salute economica complessiva, è sceso a 51,6 dalla lettura finale di

luglio di 54,9. A luglio era stata registrata la prima espansione dell'attività commerciale dopo cinque mesi, e si sperava che la tendenza venisse confermata.

Le prospettive di ripresa europea si scontrano poi con gli effetti negativi sulle esportazioni che deriva dal combinato disposto della storica debolezza della moneta cinese che, insieme alla recente debolezza del dollaro, ha avuto l'effetto di un'importante rivalutazione della moneta unica europea che non corrisponde ad altrettanta forza economica. ***Le merci europee sono perciò oggi più care (e meno competitive) di oltre il 10% rispetto al 2019.***

Una serie di fattori aveva fatto sperare in una rapida ripresa dell'economia continentale subito dopo il lockdown, e dunque in un'uscita veloce dalla recessione, seppur in presenza di importanti fattori di cambiamento che sapevamo già non avrebbero giocato a favore di un'area commerciale svantaggiata dal punto di vista delle tecnologie. Ma i dati relativi al mese di luglio -soprattutto nel vecchio continente- hanno ridotto parecchio quelle aspettative. Così anche la previsione di un rimbalzo importante nel terzo trimestre 2020 (si parlava di un +8% rispetto al secondo trimestre) è oggi messa in discussione, anche a causa della cosiddetta "seconda ondata" pandemica, che molti temono possa fare altri danni, soprattutto nel settore terziario.

Molte misure di distanziamento sociale infatti, volte al contenimento della nuova ondata di contagi, resteranno in essere a tempo indefinibile al momento, con ovvie conseguenze in termini di mancata produzione di reddito. Così la previsione di una riduzione del prodotto interno lordo 2020 europeo dell'8,2% su base annuale (al momento l'Italia è proiettata verso un -14,6%: si veda il mio precedente articolo al riguardo) e di un parziale recupero (5,5%) nel 2021 ***potrebbe scivolare facilmente verso un -10% quest'anno***, senza alcuna significativa ripresa dell'economia nel corso del 2021.

Le conseguenze di tutto ciò in termini di disoccupazione, incremento dei debiti pubblici e possibile deflazione dei prezzi (o peggio, di cosiddetta "stagflazione", qualora dovesse aggiungervisi una significativa perdita di valore della moneta) sarebbero drammatiche e soprattutto al momento difficilmente calcolabili.

Ma c'è anche un altro fattore di rischio che viene ultimamente strettamente monitorato: la cosiddetta "disintegrazione finanziaria" dell'Unione europea, dovuta al fatto che il mancato completamento dell'integrazione finanziaria europea ha fatto si che vige da quasi un ventennio il cosiddetto sistema "***Target2***" di regolamento dei pagamenti tra le banche centrali dei paesi membri, con sbilanci tra i debiti e i crediti accumulati dai paesi che fanno parte dell'Unione monetaria sempre crescenti, come si può vedere dal grafico qui sotto riportato.

Un sistema che si trasforma, in tempi di crisi, in una vera e propria bomba ad orologeria per la raccolta di depositi delle banche commerciali dei paesi piu deboli dell'eurozona, a causa del crescente rischio di bancarotta degli stati nazionali, rimasti in piedi nonostante l'unione monetaria.

Di fronte a uno scenario così tetro è evidente che si moltiplicano i sondaggi tra gli operatori economici e le ipotesi di nuovi interventi tra i membri dei governi dell'Unione, ma al momento anche da questo punto di vista non ci sono grandi buone notizie. La ***disoccupazione*** attesa nell'Eurozona è ad esempio stata stimata risalire parecchio nell'anno corrente (+8,9%) e addirittura al 9,3% per quello seguente, secondo un recente sondaggio condotto da Reuters.

Per non parlare delle possibili ***crisi di liquidità*** conseguenti ai probabili fallimenti che si scateneranno con la riduzione dei fatturati delle imprese. In Italia secondo un sondaggio promosso da Unioncamere è il 58,4% delle imprese che prevede di avere problemi di liquidità nei prossimi sei mesi. La crisi di domanda che si è innescata con la pandemia Covid-19 e il clima di incertezza sui tempi del recupero, legato anche alle diffuse criticità sui mercati globali, fanno temere a molte imprese di non poter generare i flussi di cassa necessari a garantire l'ordinaria operatività aziendale.

Ovviamente le imprese esportatrici e quelle dotate di tecnologie digitali più avanzate mostrano una solidità finanziaria relativamente maggiore. Soffrono maggiormente le micro imprese e quelle meridionali, ma in particolare sono le imprese di servizi legate al settore turismo che versano nelle maggiori difficoltà finanziarie: è il 73,8% di queste ultime a dichiarare forti carenze di liquidità.

Persino l'ottimismo che si era diffuso all'inizio di Agosto a proposito dell'accelerazione dell'arrivo del vaccino universale, si è subito raffreddato di fronte allo scetticismo che la comunità scientifica occidentale ha voluto esprimere al riguardo.

Il mondo rischia perciò di spaccarsi in due tronconi: da una parte quello orientale (Russia e Cina innanzitutto) che sta già diffondendo i primi milioni di dosi del "loro" vaccino, probabilmente messo insieme un po' di fretta ma, a detta dei loro esperti, con una prospettiva assai migliore di quella di non far nulla nel frattempo. Dall'altra parte vi è invece l'Occidente, dove il vaccino è soprattutto visto come un grosso business, ma dove evidentemente i tempi delle verifiche cliniche e di approvazione governativa si stanno

allungando non poco, dove pertanto fino alla prima metà del 2021 sembra che non verrà praticata alcuna vaccinazione di massa.

Il problema però ce l'ha l'Europa, che rientra a tutti gli effetti tra i paesi occidentali (quelli che quest'anno faranno in media -7%) ma che, a differenza degli altri, ha molte più rigidità e molto meno da guadagnare dall'accelerazione del "time to market" dei vaccini anti-Covid-19, così come ha poco da guadagnare dall'accelerazione della digitalizzazione dell'economia, dal momento che le industrie prevalenti sono quelli dell'impiantistica e quelli tradizionali (come la meccanica e l'automobile).

Di qui la triste previsione: ***l'Europa subirà dalla recessione in corso un colpo più pesante di molti altri e ci metterà di più a riprendersi***, perché la salute delle sue imprese dipenderà dall'uscita del mondo dall'attuale fase recessiva. Un'occasione straordinaria per rivedere criticamente la sua governance politica e sinanco la sua "unione a metà"!

***Stefano di Tommaso***

---

# SINTOMI DI PAURA




***Intorno a Ferragosto, mentre le borse asiatiche e americane mancavano di poco il superamento dei loro record, una valanga di cattive notizie sull'andamento dell'economia reale lasciavano totalmente indifferenti gli investitori finanziari. A quanto pare la sensazione che le banche centrali proteggeranno i mercati borsistici e, soprattutto, che esse terranno ai minimi i rendimenti dei titoli a reddito fisso, ha sinora prevalso su ogni ragionevole dubbio circa l'ampiezza e la portata della recessione che il***

***mondo sta vivendo, favorendo la corsa delle quotazioni azionarie. Al tempo stesso però la volatilità dei mercati valutari e i record dei metalli preziosi lasciano intendere qualcosa di più di un semplice nervosismo che serpeggia tra gli investitori: cosa succederà da qui ai prossimi mesi nessuno è davvero in grado di poterlo dire e, in questi casi, nulla è più rassicurante del metallo giallo.***

### *POLITICHE MONETARIE E FISCALI ESPANSIVE*

Fino a poco tempo fa l'acquisto di oro da parte dei gestori del risparmio rientrava più tra le manovre tattiche e speculative che potevano essere messe in atto in particolari momenti dei mercati che non una vera e propria strategia di lungo termine, soprattutto quasi mai era successo quando le borse toccavano nuovi massimi. E ancor più straordinaria è la corsa dell'oro nell'intorno dei 2000 dollari per oncia se si pensa che al tempo stesso sono tornati in auge nuovi e fondati timori inflazionistici, non soltanto a causa della massa di denaro fresco che le banche centrali stanno riversando sui mercati finanziari, ma anche e soprattutto perché stanno finalmente arrivando in parallelo in tutto il mondo gli effetti delle recenti manovre di "politica fiscale" (cioè incentivi e sussidi governativi) che possono aggiungere altra benzina sul falò del valore intrinseco della moneta.

### *TITOLI TECNOLOGICI ALLE STELLE NONOSTANTE LA RECESSIONE*

Per non parlare poi dell'ancora più straordinaria corsa delle quotazioni dei titoli azionari di società scientifiche e tecnologiche (tipicamente investimenti "pro-ciclici"), cosa relativamente normale in tempi di crescita economica ma assai discordante con la logica quando l'economia giapponese annuncia una decrescita del Prodotto Interno Lordo dell'8% e quella dell'economia americana supera il 9,5% (rispettivamente la terza e la prima economia del mondo) e mentre la Cina fa di tutto per non far comprendere di quanto sono scese le prospettive di crescita ma tutti sanno che sono come minimo azzerate dopo che a inizio anno prevedeva ancora di crescere del 6%.

E se tutto ciò non era mai successo contemporaneamente (le borse e i titoli tecnologici ai massimi con l'economia sott'acqua, e i beni rifugio alle stelle mentre riprende l'inflazione) un motivo dovrà pur esserci. E questo motivo non può che consistere nei crescenti timori di chi cerca un riparo di lungo termine dai possibili danni di una delle più severe tra le recessioni globali degli ultimi decenni (per l'economia mondiale ci si aspetta una contrazione complessiva di circa il 5% annualizzato).

### *ALLA RICERCA DI RISERVE DI VALORE*

Nessuno insomma vuol perdersi la bonanza che ancora persiste sui mercati finanziari ma, con l'aria che tira, nessuno più vuole veramente scommettere su una rapida ripresa della crescita economica e l'unico modo razionale per farlo è cercare riparo tra i i beni-rifugio oppure comperando quei titoli che più dovrebbero contrastare le orrende prospettive di una seconda ondata pandemica: dunque medicali e farmaceutici in prima linea, ma anche digitali e tecnologici per le loro prospettive di crescita nel lungo termine.

Strano ma vero si sarebbe detto qualche lustro addietro, ma se cerchiamo delle conferme nel comportamento dei più saggi e famosi investitori della nostra epoca ecco che ne troviamo a bizzeffe, a partire dal mitico (e quasi novantenne) Warren Buffet che ha appena terminato di liquidare al meglio ogni sua partecipazione nei titoli delle compagnie aeree (che negli ultimi giorni avevano mostrato straordinari segni di ripresa) nonché una serie interminabile di titoli azionari dei settori bancari e finanziari, quali JP Morgan e Goldman Sachs, Wells Fargo, PNC Financial, M&T Bank, Bank of New York Mellon, Visa e Mastercard, per andare a profondere diversi miliardi di dollari nei titoli di una della maggiori società di estrazione mineraria aurifera: la Barrick Gold, un gigante canadese del settore.

### *PERSINO WARREN BUFFET…*

La notizia di per sé rimane degna di attenzione, ma lo è ancor di più se si pensa alle logiche di sempre della Berkshire Hathaway, la holding di Buffet quotata a Wall Street, la quale si vanta molto di non aver mai effettuato importanti investimenti strategici senza una logica di lungo periodo. Come dire: se lo sto facendo, non è soltanto perché temo un autunno caldo a base di nuova ondata pandemica, imprevedibili risultati dalle elezioni presidenziali, nuove tensioni internazionali, nonché nuovi e devastanti dati macroeconomici e occupazionali, ma anche perché in definitiva mi aspetto che il metallo giallo resterà ancora a lungo un protagonista incontrastato quale riserva di ricchezza!

Il Quantitative Easing insomma continuerà probabilmente a trovare valide giustificazioni nella sempre più bassa velocità di circolazione della moneta, così come l'ombrello offerto dalle banche centrali ad azioni ed obbligazioni non potrà essere chiuso tanto presto, quantomeno per difendere la stabilità monetaria e soprattutto l'affidabilità dei debiti pubblici, oggi di nuovo in crescita esponenziale. Ma nessuno si aspetta più che questo basti per riuscire in fretta a riportare al bello la lancetta del barometro dell'economia mondiale. Anzi: se nuova inflazione arriverà c'è il rischio che questa si sommi alla recessione in atto,

con temibili conseguenze in termini di fallimenti, perdita di posti di lavoro e ulteriori derive verso un'economia digitale che tutti avevano salutato con favore, ma che nessuno si aspettava che si sarebbe materializzata alla velocità che stiamo osservando!

***L'AUTUNNO CALDO DEL 2020***

La recessione incalza dunque, così come la prospettiva di un ennesimo "autunno caldo" sta vanificando ogni aspettativa di rapida ripresa economica che ancora pochi mesi fa tutti si aspettavano, ma cosa tutto questo potrà significare per le borse è assai difficile riuscire a prevedere. I profitti aziendali non potranno riuscire a restare elevati se la congiuntura peggiora, così come i risparmi popolari difficilmente verranno investiti in nuove attività economiche sintanto che le famiglie dovranno continuare ad aver paura di non riuscire a pagare le spese mediche, o a temere per le pensioni dei propri anziani, per il posto di lavoro dei genitori e per il futuro dei propri figli. In una tal prospettiva i consumi non potranno alimentarsi, gli investimenti verranno rimandati e le spese voluttuarie come i beni di lusso o il turismo si assottiglieranno.

Difficile dire cosa succederà invece con i grandi titoli tecnologici, sino ad oggi i migliori "performer" dei mercati finanziari, perché da un lato essi appaiono come estremamente speculativi, ma dall'altro lato come i protagonisti indiscussi della transizione digitale, cosa che -se la pandemia dovesse continuare- si accentuerebbe ancor di più. Potrebbero dunque continuare la loro corsa, così come potrebbe sgonfiarsi la loro bolla speculativa, cosa che però -al momento- non crede nessuno.

Molto meglio comunque -per chi se lo può permettere- iniziare invece a imbottirsi le tasche di riserve aurifere, compagnie farmaceutiche ed -eventualmente- beni immobiliari assai strategici. Nulla è stato in passato una miglior riserva di valore e, con i timori che circolano, niente sembra più desiderabile della tranquillità.

***Stefano di Tommaso***

# TEMPORALI D’AGOSTO?



***Le cose sono andate relativamente bene per i mercati finanziari (a fine Luglio le borse americane hanno toccato nuovi massimi e quelle europee sono arretrate leggermente, mentre i titoli a reddito fisso hanno continuato a crescere di valore a causa della caduta dei tassi di interesse), ma sono andate molto peggio per l’economia reale. Quanto potrà durare questa crescente divaricazione? Proviamo ad esaminarne le cause per farcene un’idea!***

***IL CAMBIO DI PROSPETTIVE***

Se all’alba del secondo semestre 2020 si poteva ancor sperare in una rapida ripresa economica dopo il lockdown, oggi, alla fine del primo mese successivo (Luglio), il quadro socio-economico generale appare molto più grigio ed estremamente più denso di problemi di quanto si potesse pensare in precedenza : dalla frenata imposta al resto,del mondo dalla locomotiva americana e dalla caduta verticale del cambio del Dollaro, fino alla ripresa dello scontro frontale tra Oriente ed Occidente del pianeta, nella sua nuova forma della rivalità con la Cina (una cosa che in passato sarebbe bastata da sola ad agitare le acque dei mercati finanziari).

Per passare poi attraverso un’improbabile rilancio della coesione politica tra gli stati membri dell’Unione Europea, con quelli più ricchi tra di essi che appaiono oggi riuniti di fronte alla più seria minaccia di disgregazione che abbiano mai affrontato, ma destinati a far durare assai poco il loro entusiasmo, fino al momento in cui ci si dovrà confrontare con la dura realtà della mutualizzazione del debito continentale. Di seguito le previsioni di Goldman Sachs dello scorso Aprile: è andata molto peggio!

***LO IATO CRESCENTE TRA INDUSTRIA E FINANZA***

Quanto sopra in estrema sintesi aiuta a testimoniare che lo iato tra l'economia "di carta" e quella "reale" non potrebbe essere oggi più forte, tanto a causa del rinnovato impegno delle banche centrali ad inondare ulteriormente di liquidità i mercati (con la conseguenza che questi hanno spesso toccato nuove vette) quale panacea di tutti i dolori che soffre l'economia globale, quanto a causa del fatto che la pesantissima recessione economica scattata con il lockdown (di cui ancora non abbiamo toccato con mano la reale incresciosa portata) può trovare nuovo alimento nelle rinnovate tensioni geopolitiche globali che oggi emergono in tutti gli angoli del mondo anche a causa della debolezza politica di colui che era riuscito sino ad oggi a rintuzzarle: il presidente Donald Trump.

***LE TENSIONI INTERNAZIONALI SI ACCUMULANO***

Dai numerosi focolai di guerra del Medio-Oriente alla brutale repressione delle manifestazioni popolari di Hong-Kong, dalle tensioni migratorie crescenti sulle coste del Magreb generatesi anche in seno a nazioni considerate stabili fino a ieri (come la Tunisia) fino agli incendii della foresta Amazzonica e alla recrudescenza della lotta ai grandi produttori di droga del sud-America, dalla messa al bando americana delle tecnologie provenienti dal sud-est asiatico fino all'ennesima guerra di nervi tra le propaggini islamiche dell'ex-blocco sovietico (di ispirazione sciita) e il resto del mondo arabo storicamente sostenuto dagli occidentali (islamico anch'esso, ma sunnita e in profonda contrapposizione con il primo).

Tutte tensioni che in passato erano state ridotte al silenzio dalla crescita economica oggi rischiano di ravvivare la loro minaccia anche a causa della recessione dell'economia globale, della conseguente caduta dei prezzi degli idrocarburi e delle materie prime, dell'ennesimo rialzo del costo delle derrate alimentari, del crollo dei flussi turistici e dalla riduzione dei trasferimenti finanziari ai paesi emergenti quale conseguenza dei problemi interni all'occidente.

***E LA RECESSIONE INCALZA…***

La recessione globale è partita con il rinchiudere in casa miliardi di esseri umani impedendo loro di recarsi al lavoro e di consumare i loro redditi, è proseguita con la caduta dei viaggi e dei trasporti e oggi si alimenta con la recrudescenza del numero di vittime della pandemia e con la conseguente caduta di fiducia di investitori e risparmiatori in un rapido ritorno a condizioni di normalità. E se le prospettive di ripresa si allontanano nel tempo anche i danni da essa generati (principalmente crollo dei consumi e mancati investimenti) si moltiplicano, facendo temere un effetto-domino anche nei settori industriali che sembravano fino ad oggi miracolosamente immunizzati dalle conseguenze del virus.

Come sarà possibile che la divergenza tra finanza e produzione si allarghi all'infinito e resista ancora a lungo in presenza di un quadro congiunturale sempre più grigio? La storia economica non ha memoria di niente di simile, mentre ha conosciuto crisi economiche ancora peggiori di quella attuale dopo le guerre e le carestie, e dopo nessuna di esse la ripresa è mai stata così rapida come avevamo sperato fino a ieri.

***...E LE ASPETTATIVE SI AUTOALIMENTANO***

Questo perché quando arriva la recessione i danni economici che essa provoca (a partire dai fallimenti e dalla disoccupazione) spesso alimentano altri problemi, come la caduta della velocità di circolazione della moneta e il rinvio degli investimenti, con un effetto a catena difficile da interrompere immediatamente, soprattutto se si accompagna a crescenti tensioni internazionali e dunque alla riduzione degli scambi internazionali.

Di fronte a tali problemi anche tutte le nuove iniziative basate sulle tecnologie digitali rischiano di morire nella culla, così come la produttività del lavoro crolla ( o non migliora) e con essa anche le prospettive di profitto che normalmente alimentano i valori finanziari. E se tutto ciò avviene proprio mentre i mercati finanziari stavano toccando nuove vette, non è detto che gli idranti delle banche centrali possano andare avanti all'infinito per immunizzare i mercati dalle devastazioni che si generano nel mondo. Quantomeno le tensioni e i dubbi crescono, e di norma essi alimentano la volatilità dei corsi borsistici e dei cambi valutari.

Gli indici di Wall Street poi risentono pesantemente delle strepitose valutazioni di alcune blue chips come quelle che seguono, capaci da sole di pesare 1/5 dell'intero listino:

Come si può vedere dal grafico qui riportato le valutazioni (viste come multipli dei profitti aziendali attesi) stanno toccando limiti estremi:

***LE PRIME VITTIME DELLA RECESSIONE***

Le prime vittime della situazione attuale sono stati i prezzi di gas e petrolio. Le quotazioni di quest'ultimo sono scese addirittura sotto zero durante il primo lockdown e oggi si sono risollevate (ma non troppo) soltanto grazie alla drastica riduzione della sua offerta, che però è un altro pannicello caldo che non può durare in eterno. Va da sé che non soltanto la riduzione dell'offerta di petrolio non è così facilmente controllabile, ma anche che essa genera a sua volta altri danni all'economia mondiale, aumentando le prospettive di

insolvenza dei debiti dei paesi produttori.

Seconda vittima illustre della pandemia (in termini temporali) sono stati i tassi di interesse, scesi sempre più vicini allo zero in America e ancor più sotto tale soglia in Europa da far temere una pericolosa deflazione dei prezzi, capace a sua volta di alimentare quella famosa "stagnazione secolare" preconizzata da Larry Summers un decennio addietro è mai veramente smentita nella sua logica. L'unico vero antidoto ad essa, l'inflazione dei prezzi, sembra oggi ancor più lontana e improbabile di quanto si potesse pensare già soltanto un anno addietro.

Ma se i tassi di interesse sono scesi ancora i titoli a reddito fisso sono parallelamente cresciuti di prezzo e dunque nessuno per il momento si è messo a lutto per tale occorrenza. Ma da essa derivano almeno due preoccupanti conseguenze negative: la riduzione dei margini sull'intermediazione del denaro per il sistema bancario (con la necessità che esso acceleri il suo rinnovamento) e la caduta di certezze per i sistemi pensionistici basati sulla capitalizzazione, con tutte le conseguenti instabilità che possono derivare dalla necessità per i loro gestori di andare a cercare maggiori rischi per compensare rendimenti superiori allo zero.

La terza vittima (in ordine di tempo) della pandemia è sicuramente stata il Dollaro, che ha lasciato sul terreno almeno un decimo del suo valore e lo ha fatto così velocemente da far sorgere il dubbio che non abbia ancora terminato la spirale discendente, anche perché cresce il dubbio che molti rivali dell'America (Russia e Cina in testa) abbiano contemporaneamente un forte interesse a sganciare tale valuta dal suo ruolo di riferimento nelle maggiori transazioni internazionali.

***E ORA A CHI TOCCA ?***

Resta il dubbio a questo punto che sia arrivato il momento per le borse valori di "pagare pegno", perché senza dubbio con il protrarsi della recessione le prospettive di profitto si riducono (quasi) per chiunque e perché i valori espressi dai listini di borsa riguardano soprattutto i titoli tecnologici, le cui quotazioni sono cresciute anche al di là di ogni ragionevole prospettiva. Quel che le ha mantenute toniche sino ad oggi (la grande liquidità immessa dalle banche centrali) è un ingrediente che sembra destinato a non mancare nemmeno nel prossimo futuro, ma indubbiamente gli eccessi speculativi quantomeno si scaricano periodicamente in qualche temporale d'estate, prima di continuare la loro corsa.

Arriverà dunque una quarta vittima della recessione pandemica -i mercati finanziari-

oppure la citata situazione di divergenza è destinata a durare a lungo? Nessuno può dirlo oggi con certezza, ma sicuramente la situazione di scoramento degli investitori può portare nuova volatilità, e questo -in un momento come la pausa ferragostana in cui una parte degli operatori resta meno attenta- può procurare qualche mal di testa.

### *LA STATISTICA E LE ELEZIONI SAREBBERO GIÀ SUFFICIENTI*

Un altro fattore fa propendere per la teoria del "temporale estivo": la statistica. Le serie storiche al riguardo sono impietose: i mesi di Agosto e Settembre restano storicamente quelli più bassi dell'anno in termini di quotazioni relative, e quest'anno corrispondono al bimestre che precede quello delle elezioni presidenziali americane.

Se insomma diversi indizi non fanno una prova ci si avvicinano però di molto. Ed è forse sufficiente che si creino delle aspettative al riguardo perché queste ultime tendano ad autorealizzarsi. Se anche se nella sostanza potrebbe non cambiare nulla sui mercati (com'è probabile, per altri versi), una maggiore instabilità nella loro meteorologia è comunque attesa.

***Stefano di Tommaso***