

THE CONUNDRUM



Il mondo si interroga sulla direzione che sta prendendo l'economia globale dopo i ripetuti shock dovuti al virus, all'inflazione e alla guerra, con la speranza di vedere un futuro migliore. Ma molti hanno la sensazione che i problemi non siano ancora terminati. Non soltanto perché l'inflazione sta durando a lungo e perché la guerra (tanto quella "calda" con la Russia in Ucraina, quanto quella "fredda" con la Cina) ha indotto ulteriori problemi di approvvigionamento di energia, materie prime e componenti, ma anche e soprattutto perché adesso è la fiducia degli operatori economici che sta venendo meno. È un guazzabuglio temporaneo? O genererà a sua volta altri problemi, scatenando una recessione globale? Vediamo qual è lo scenario:

L'EUROPA

L'Europa sta già oggi affrontando la sua prima vera recessione strutturale dopo quella - durata assai poco- dovuta al lockdown. La piega negativa presa dall'economia nella prima parte dell'anno infatti rischia permanere e gli imprenditori stanno facendo i conti per rivedere di conseguenza le proprie strategie.

La questione fondamentale è se le esportazioni europee potranno riuscire a trainare la ripresa nella seconda parte dell'anno oppure verranno anch'esse travolte dallo "slowdown" globale dell'economia, mentre l'Unione Europea progetta nuove sanzioni alla Russia che di fatto peggiorano la situazione innanzitutto nei paesi più industrializzati e più rigorosamente filo-americani: la Germania e l'Italia. I Francesi invece le sanzioni le hanno di fatto applicate solo a metà mentre gli Spagnoli hanno addirittura appena riaperto tutti i collegamenti con la Federazione Russa semplificandone addirittura le procedure d'ingresso, per favorire la stagione turistica.

Appartenente solo geograficamente all'Europa è poi il Regno Unito, che sta innanzitutto

beneficiando del fatto che è un esportatore netto di gas e petrolio, ma che è anche tranquillizzato dal fatto che buona parte del proprio interscambio commerciale proviene dalle ex colonie del Commonwealth, ed è per definizione al momento non a rischio. Non per niente, mentre l'Euro si svaluta la Sterlina si sta rivalutando.

LA CINA

La Cina sta seriamente rallentando la sua crescita economica (parzialmente spinta dalla demografia) anche a causa del severissimo nuovo lockdown imposto ai propri territori meridionali, che però sono i più industrializzati. Le prospettive però sono molto meno grigie di quelle del vecchio continente: la crescita economica sembra innanzitutto trainata dalla domanda interna al Paese e da quella dell'intero continente asiatico e pertanto le prospettive non sono così negative.

La banca centrale cinese sta inoltre continuando ad immettere liquidità nel sistema finanziario, anche per evitare che manchi ossigeno alle imprese e agli investimenti infrastrutturali, contando sul fatto che l'eventuale prosecuzione della svalutazione dello Yuan non è poi così svantaggiosa a casa propria. Ma soprattutto le tensioni della Russia con l'Occidente stanno portando un cospicuo dividendo per la Cina, con le forniture di gas e petrolio a condizioni vantaggiose da Mosca. Lo scenario economico potrebbe essere dunque quantomeno neutrale per la seconda parte dell'anno, se non addirittura positivo.

L'AMERICA

L'America sino ad oggi è riuscita a mantenersi in relativo equilibrio nonostante l'inflazione l'abbia colpita per prima e forse più duramente degli altri Paesi nel mondo: la crescita economica, seppur ridotta, non si è azzerata e la disoccupazione è rimasta molto bassa. La guerra in Ucraina è lontana e, a parte il salasso per il budget nazionale per finanziare armi e munizioni, anzi addirittura ha promosso l'industria bellica che sta facendo affari d'oro in questi mesi. La Borsa però ha accusato il colpo della mannaia della banca centrale che cerca di domare l'inflazione e sono state soprattutto le grandi imprese "tecnologiche" che hanno ridotto drasticamente le previsioni di crescita.

Ma sono i consumi a ridursi decisamente negli Stati Uniti d'America: se c'è un indicatore che normalmente funziona meglio di tutti gli altri per segnalare la salute dell'economia reale questo è l'andamento del settore delle costruzioni residenziali. Quando si contrae è segno che l'economia sta rallentando, anche laddove le statistiche provino ad affermare il contrario. E stavolta il segno meno c'è davvero. Si guardi a questi grafici, tanto relativamente alle vendite di case:



quanto al riguardo delle previsioni per le costruzioni residenziali dell'anno intero :



L'America arranca a causa del rallentamento nei consumi: l'inflazione ha addentato largo circa un decimo della capacità di spesa dei consumatori che appartengono alle classi sociali inferiori e questi hanno potuto fare poco per compensare il calo, dal momento che la quota di reddito destinata ai risparmi è notoriamente molto limitata oltreoceano.

Ovviamente la riduzione della domanda di beni e servizi è stata sino ad oggi molto meno che proporzionale al maggior costo della vita, per una moltitudine di fattori, ivi compreso un seppur timido riallineamento verso l'alto (tutt'ora in corso) del livello dei salari. Tuttavia non si può proprio dire che l'economia reale americana non abbia subito il colpo. Ecco un grafico che lo evidenzia:



L'ECONOMIA AMERICANA STA UGUALMENTE SOFFRENDO

Il punto non è tuttavia quello che è già successo, bensì ciò che deve ancora accadere: il tasso d'inflazione americano ha raggiunto il suo picco e sta iniziando a volgere verso il basso oppure c'è il rischio che possa incrementarsi ancora? È ovviamente molto difficile rispondere a questa domanda, ma ha anche a che fare con il comportamento futuro di uno dei maggiori poteri economici al mondo: quello della Federal Reserve Bank of America (la banca centrale USA, detta anche FED). Per tre formidabili motivi:

- perché evidentemente le indicazioni restrittive sin'ora fornite dalla FED per la propria politica monetaria dei prossimi due anni hanno rafforzato fino ad oggi il Dollaro americano, consentendogli di esportare più inflazione di quanta ne importasse,
- perché se l'inflazione dovesse continuare a crescere la reazione della FED potrebbe generare una nuova importante caduta di Wall Street e infine
- perché se l'inflazione dovesse proseguire il partito al potere (i Democratici) probabilmente perderebbe le elezioni di medio termine.

Più esattamente:

1. la FED sta valutando se incrementare ancora la stretta sulla liquidità in circolazione. Se lo farà potrà provocare un altro crollo a Wall Street e spingere le altre banche centrali occidentali a fare altrettanto, provocando problemi ai paesi emergenti e forse anche una recessione globale;

2. è possibile che -in tal caso- gli operatori giudichino ancora una volta la FED “indietro rispetto alla curva dei rendimenti”, cioè in ritardo nel contrastare gli eventi, dunque con il rischio che le misure adottate non risultino comunque sufficienti e che si verifichi una svalutazione del Dollaro americano (come sta accadendo negli ultimi giorni) dal momento che in tal caso l’incremento dei tassi nominali non basterebbe a contrastare l’inflazione e i rendimenti “reali” resterebbero ugualmente negativi;
3. l’eventuale ripresa dell’inflazione possa mandare K.O. il partito democratico al Congresso e al tempo stesso quel che resta della credibilità dell’attuale presidente americano, con la possibilità dunque che gli U.S.A. possano cadere nell’ingovernabilità più totale che la storia ricordi.



Insomma se l’inflazione dovesse continuare la sua corsa al rialzo è possibile che l’economia degli Stati Uniti d’America subisca un duro colpo, e che l’onda lunga di tale disfatta possa devastare di conseguenza le aspettative di ripresa di tutto l’Occidente.

MA QUALE GENESI HA L’INFLAZIONE IN CORSO?

Ma quante probabilità ci sono che l’inflazione continui la sua corsa verso l’alto? Posto che nessuno può davvero sentirsi in grado di rispondere a questa domanda, resta il fatto che possiamo indagare sulle vere determinanti dell’inflazione, per tentare di farcene un’idea. I commentatori si sono sino ad oggi equamente divisi tra coloro che hanno gridato allo shock da offerta di beni e servizi (e il sottoscritto è tra costoro) e coloro che hanno additato principalmente l’eccesso di facilitazioni monetarie e di immissioni di liquidità delle banche centrali, come causa dominante della fiammata inflazionistica.

Ogni ipotesi è buona: la situazione dei prossimi mesi potrebbe risultare molto diversa a seconda che risulti prevalente l’una o l’altra causa del rincaro dei prezzi, oppure entrambe le determinanti potrebbero coesistere e risultare altrettanto “efficaci” nel tenere elevata l’inflazione. Nel primo caso (se lo shock da offerta dovesse risultare prevalente) allora la “stretta” monetaria della FED, arrivando per definizione in ritardo, genererà al massimo una frenata dei prezzi solo “di seconda intenzione”, cioè frenando la crescita dell’economia sino quasi a strangolarla. Nel secondo caso (quello in cui fosse stato l’eccesso di liquidità in circolazione a prevalere come causa determinante nell’ascesa dei prezzi) allora una stretta monetaria potrebbe avere maggiori speranze di risultare efficace nella lotta all’inflazione e senza necessariamente generare una caduta troppo brusca del prodotto interno lordo e magari scongiurando uno scenario di recessione profonda che molti iniziano oggi a pronosticare per l’anno a venire.

SI PROSPETTA UN "AUTUNNO CALDO"

Inutile aggiungere che, qualunque cosa succederà, le prospettive per l'autunno del 2022 sembrano al momento piuttosto grigie. Questo perché -sino a quando l'inflazione dei prezzi non dovesse ritornare a livelli compatibili (2-3% al massimo) con una vigorosa crescita economica globale- difficilmente gli operatori torneranno ad investire a mani basse, è improbabile che le imprese più tecnologiche torneranno al centro dell'attenzione e che gli investimenti per la sostenibilità ambientale torneranno a riprendersi la tribuna d'onore. **Di seguito due grafici che ne segnalano il recente andamento (il primo negli USA e il secondo per i principali paesi europei):**



Ma quanto è realistico che l'inflazione si riduca nell'arco di pochi mesi? Per rispondere a questa domanda dovremmo innanzitutto chiederci se le tensioni internazionali potranno consentire un ridimensionamento del costo dell'energia (carbone petrolio e gas, in primis). Al momento è difficile vedere una schiarita nei rapporti tra i maggiori rivali a livello globale (America, UK ed Europa da un lato, Russia Cina e India dall'altro lato). Essi potranno tornare a dialogare, ma è improbabile che lo faranno senza la "pistola sul tavolo" cioè senza alcun allentamento delle tensioni geopolitiche in corso. Il prezzo dell'energia però tende a influenzare buona parte di tutti gli eletti prezzi dei fattori di produzione e se resterà alto allora l'inflazione proseguirà la sua corsa.

L'altro grande tema riguarda la possibilità di espandere la capacità produttiva globale, che sembra oggi limitata a causa dell'estrema vulnerabilità delle filiere di approvvigionamento globale, destinate sì ad essere nel tempo rimpiazzate dal "re-shoring" di molte manifatture, ma non certo nel brevissimo termine. E sintanto che l'offerta di energia, materie prime e commodities non tornerà a correre, è lecito attendersi una relativa stagnazione globale, che comporterà una riduzione del credito disponibile e la riduzione conseguente degli investimenti tecnologici e infrastrutturali nel mondo, i quali a loro volta restano tra le determinanti fondamentali per la creazione di nuovi posti di lavoro.



E qui viene il bello: la possibile ripresa della disoccupazione potrebbe uccidere la dinamica salariale perché risulterebbe ridotta la capacità negoziale dei lavoratori nei confronti dei loro datori di lavoro. Ma se si prospetta una recessione globale o quantomeno una mancata crescita e se gli investimenti risulteranno ridotti nei prossimi trimestri è plausibile che si distruggeranno più posti di lavoro di quanti se ne creeranno ex-novo. Dunque se il rischio è quello di perdere il proprio impiego sarà difficile se non impossibile per le classi sociali più

deboli agguantare la medesima capacità di spesa che avevano prima dell'inflazione.

Se ciò si avvererà si prospetta allora anche un autunno "caldo" dal punto di vista sociale e sindacale in tutto l'Occidente, che andrà a complicare le cose e a incrementare la spesa per il "welfare" (l'assistenza e previdenza sociale), impedendo ai debiti pubblici di fare quel passo indietro che oggi ancora i mercati si aspettano.

IL ROMPICAPO



Un bel "conundrum" (rompicapo) come direbbe Barak Obama, insomma! Tanto per l'America e il suo zoppicante presidente, quanto per l'intero Occidente .

Con il rischio che qualche conseguenza negativa si potrebbe riscontrare anche per le borse valori, che non potranno non tenerne conto nei multipli che andranno a sostenere i criteri di valorizzazione delle imprese inserite nei loro listini.

E con la quasi-cerchezza che nessun banchiere centrale potrà avere forza e chiarezza di idee per venirne (presto) a capo perché gran parte dei "ferri del mestiere" (come il Quantitative Easing) li hanno già adoperati. Forse ci vorrebbe una sorta di nuovo Piano Marshall, sostenuto da appositi finanziamenti da parte degli organismi sovranazionali. Ma anche per fare questo ci vorrebbe un periodo di serenità, pace, coesione e collaborazione internazionale. Tutto il contrario della situazione attuale!

Stefano di Tommaso

La continuità dell'azienda di famiglia: il futuro erede



La parola “crescita” è la più ricorrente e la più associata alle aziende di famiglia. Le svariate condizioni della crescita diventano l’argomento strategico su cui ruota il futuro dell’impresa familiare.

C’è però un elemento da mettere in evidenza. La differenza più significativa nell’azienda di famiglia rispetto alle altre aziende, è la famiglia che detiene la proprietà. Gli interessi, le intenzioni, i desideri della famiglia proprietaria diventano l’elemento che fa la differenza. La famiglia è il fattore di diversità principale. Pertanto, l’altra parola altrettanto importante è “continuità”.

La potenziale somma delle due parole, crescita + continuità, diventa al tempo stesso la massima opportunità, ma anche la massima minaccia.

La prossima generazione diventa il fulcro su cui fondare la crescita e la continuità. Senza di essa bisognerà trovare piani alternativi che modificheranno la natura familiare dell’impresa.

La continuità intragenerazionale non è semplicemente il trasferimento di testimone, bensì la frontiera di salvezza, la copertura assicurativa, l’innovazione genetica, il ricambio congenito e organico, il processo di scambio, l’equilibrio tra similitudini e differenze, capaci di fortificare l’azienda dell’essere e di preparare l’azienda del divenire.

Assunti di partenza

Ci sono alcuni ragionamenti prioritari per impostare correttamente un processo di continuità generazionale:

- **L’imprenditore-fondatore esistente e l’imprenditore-erede futuro.** Il primo parte da zero, fonda, costruisce e sviluppa l’impresa in condizioni di mercato forse più avvantaggiate (nuovo mercato, nuovo prodotto, macroeconomia favorevole). Il secondo si trova in una condizione diversa di maturità aziendale e di mercato, ma con un patrimonio aziendale, identitario e reputazionale consolidato che rappresenta un valore significativo da accrescere e diversificare. Date le diverse condizioni iniziali, economiche e patrimoniali le caratteristiche personali e professionali del capo azienda sono differenti e richiedono competenze hard e soft per certi versi divergenti.
- **La propensione al cambiamento.** Il passaggio generazionale per sua natura e scopo è un cambiamento epocale per l’impresa. Si passa da un lungo periodo di reggenza della generazione precedente a un potenziale lungo periodo di reggenza della prossima generazione. Si tratta di almeno quattro decenni, tanto tempo. Il

cambiamento è un rinnovamento dello stile manageriale, della strategia di mercato, dell'impostazione del disegno e dell'architettura. Se l'azienda potrà crescere sensibilmente, molto probabilmente, l'erede del futuro dovrà essere più bravo nella gestione dell'impero ereditato (ownership) che nella gestione operativa del business.

- **I pregiudizi cognitivi.** La selezione del futuro erede, del futuro CEO, richiede uno sforzo di ragionamento superiore. Bisogna immaginare e proiettare l'azienda nel futuro e capire che cosa necessiterà e chi sarà in grado di rispondere più adeguatamente e tempestivamente. Forse non è tanto una questione di passione, ma più una questione di carattere, di determinazione e di tenacia. I pericoli principali sono l'interpretazione delle somiglianze e delle similitudini secondo una chiave "pregiudizievole" e senza ponderare e valutare bene la maturità cognitiva, il profilo caratteriale, le attitudini personali.



Conclusione

Questi sono alcuni degli argomenti che tratto nel mio ultimo saggio - *Il futuro erede* (IlSole24Ore, 2022) - conversando amabilmente con una terza generazione che entrerà in azienda a breve.

Cosa devo fare per diventare un'erede migliore? Questa domanda innesca un dialogo con l'erede del futuro sul concetto della continuità del patrimonio identitario, reputazionale e imprenditoriale di famiglia, da traghettare alle prossime generazioni e nel prossimo futuro. Questa conversazione rappresenta e descrive sinteticamente la visione prospettica dell'intervallo temporale nel quale il futuro erede si prepara a entrare nella ventura e, proprio il tempo futuribile, cioè il tempo in divenire, è l'architrave e il corridoio portante su cui edificare la crescita e la continuità. La rappresentazione è un percorso a tappe che offre un'inedita vista sugli aspetti concettuali e pratici, ma anche emozionali e razionali, riferiti ai momenti più intensi e salienti dell'inclusione, dell'innescamento e dell'insediamento. La comprensione della realtà del passaggio generazionale dovrebbe partire dalla selezione del più idoneo, ma dovrebbe necessariamente convergere nella preparazione del terreno e della persona da inserire. Solo così il futuro erede sarà pronto.

Emanuele Sacerdote

DON'T FIGHT THE FED (2.0 di 2 articoli)



La prospettiva di stabile incremento dei tassi di interesse sui mercati finanziari internazionali, che discende dall'orientamento più restrittivo che la banca centrale americana imporrà di fatto anche alle altre banche centrali è di per sé la principale causa di una serie di sconvolgimenti sui mercati, quali a) un calo strutturale delle borse valori, b) la crescita dello spread tra i titoli di stato nostrani e quelli di economie più solide (come la Germania), c) la riduzione dell'indebitamento del sistema finanziario, d) la possibile fuga di capitali dai mercati finanziari più periferici a quelli "core", percepiti cioè come più capaci di garantire la liquidità. Proviamo ad esaminarli uno ad uno:

A) PERCHÉ LE BORSE POTREBBERO SCENDERE ANCORA:

1. IL V.A.N. AZIENDALE SCENDE QUANDO SALGONO I TASSI

Dopo le più recenti e pessime notizie provenienti dall'economia reale (che ovviamente costituiscono un concreto rischio di riduzione dei profitti attesi per buona parte delle aziende quotate) è soprattutto il rialzo dei rendimenti attesi nel lungo termine ciò che comporta un un implicito rialzo del tasso d'interesse al quale andrebbero scontati i flussi di cassa futuri generati dalle aziende quotate. Se l'impostazione della Federal Reserve Bank of America (FED) sarà confermata, le aspettative del mercato rimarranno quelle di un incremento dei tassi destinato a durare le tempo. Così, anche qualora le prospettive di profitto di quelle aziende nel lungo termine dovessero rimanere intatte, il valore attuale netto dei profitti futuri (che costituisce il valore ultimo implicito delle relative aziende) dovrà necessariamente calare. Per questo motivo ogni qualvolta i tassi d'interesse a lungo termine salgono sul mercato finanziario internazionale in modalità percepita come "non transitoria", il valore implicito delle azioni delle società quotate è destinato a scendere.

2. LA ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI

Ovviamente perché i listini calino bisogna che venga rispettata la legge della domanda e dell'offerta dei titoli azionari: qualora infatti sui listini azionari dovesse continuare a prevalere la domanda di titoli azionari rispetto all'offerta, anche se il valore implicito teorico dei titoli sarebbe divenuto più basso per effetto dei tassi, quei titoli resteranno alti di prezzo.

Si, ma in questi giorni sta invece succedendo il contrario: l'avversione al rischio da parte degli investitori è divenuta sempre più un tema centrale: essi tendono ad indirizzare gli investimenti verso una minore rischiosità complessiva alimentando sui mercati azionari una ulteriore rotazione dei portafogli azionari (dai titoli con maggiori prospettive di crescita a titoli più "difensivi"), dismettendo i titoli dal contenuto di valore più speculativo per concentrarsi su quelli anticiclici, o su quelli i cui rendimenti dipendono meno dall'andamento dell'economia reale e dai consumi, o infine sui titoli che promettono ai loro detentori una maggiore quantità di dividendi.

3. LA RICERCA DELLA LIQUIDITÀ

Gli investitori in situazioni di incertezza tendono inoltre a recuperare capacità di manovra incrementando la quota di denaro contante (rispetto al totale delle masse in gestione) e dunque, a parità di denaro gestito, tendono a ridurre gli investimenti azionari in assoluto per incrementare la liquidità disponibile. Il risultato è che probabilmente anche per questa ragione l'offerta di titoli azionari può superare la loro domanda.

Tuttavia esiste anche un secondo meccanismo relativo alla ricerca della liquidità che opera nella medesima direzione della riduzione delle quotazioni azionarie: la riduzione delle masse gestite. L'attesa di inflazione (e di implicita svalutazione monetaria) può spingere i risparmiatori a ridurre la loro quota di investimenti rivolta ai mercati finanziari per incrementare (o semplicemente accelerare) investimenti in beni immobili o nei cosiddetti "beni rifugio", nel timore che i medesimi possano crescere di prezzo nel tempo. Questo meccanismo tende a ridurre le masse gestite dagli investitori professionali -oppure a limitare la loro crescita- e, di conseguenza, a spingerli a vendere più titoli di quanto avrebbero fatto in altre occasioni.

B) PERCHÉ LO SPREAD (BTP-BUND) POTREBBE CRESCERE:

La percezione da parte del mercato finanziario di una stabile risalita dei tassi d'interesse a lungo termine comporta necessariamente un riallineamento verso l'alto anche dei rendimenti promessi dai titoli di Stato, incrementando dunque per gli emittenti (lo Stato,

ad esempio) i costi futuri di remunerazione attesi dagli investitori e riducendo perciò la loro possibilità di pagare gli interessi sul debito a parità di reddito (gettito fiscale atteso).

Ovviamente se le prospettive economiche che ne conseguono sono più probabilmente quelle di una recessione, anche quest'ultimo (il gettito fiscale atteso) tende a restringersi, spingendo verso l'angolo la capacità degli Stati che finanziano i loro debiti pubblici tramite l'emissione dei relativi titoli, di remunerare le loro cedole (in crescita) sulla base del loro gettito fiscale (in decrescita).

E' per questo motivo che l'inasprimento delle politiche monetarie da parte delle banche centrali spinge notoriamente i gestori di portafogli a ridurre la quantità di titoli di Stato che possono risultare più a rischio nel prossimo futuro, quali quelli emessi dai paesi periferici e più indebitati (come il nostro).

E se ci sono più vendite che acquisti sul mercato dei titoli di Stato di questi ultimi, allora il loro valore scenderà e il rendimento implicito salirà, fino al punto di equilibrio in cui tali titoli risulteranno altrettanto attrattivi per gli investitori perché potranno vantare un rendimento più elevato. Sale dunque il differenziale fra il rendimento (lo "spread" appunto) dei titoli di Stato di paesi come il nostro e quello dei titoli di stato più sicuri (quelli tedeschi, ad esempio) perché il bilancio dell'emittente pubblico esprime maggior solidità nella capacità di sostenere interessi e capitale.

C) L'ECCESSO DI INDEBITAMENTO DEL SISTEMA

Gli Stati Uniti d'America vantano il mercato finanziario privato più grande del mondo, e sono quindi tra i paesi più esposti a possibili crisi a catena che possono derivare dall'improvvisa mancanza di fiducia nei confronti degli operatori finanziari. Come si può ben comprendere se si esamina ciò che è accaduto con la crisi dei titoli "sub-prime" del 2008!

Alla luce di quella traumatica esperienza, quando cresce troppo il livello di indebitamento degli investitori e degli intermediari finanziari, è lecito attendersi che la banca centrale americana abbia un motivo in più per intervenire, affinché il mercato dei capitali si riallinei su livelli di indebitamento più fisiologici, andando a scongiurare il rischio di una nuova crisi di fiducia nel sistema.

Ma l'unico modo perché questo possa realmente accadere è far percepire ai mercati finanziari un'aspettativa di stabile e duraturo incremento dei tassi d'interesse, come ciò che si va oggi delineando, anche a costo di provocare una recessione economica globale. Ovviamente anche questo "effetto" è traumatico, perché costringe repentinamente chi ha troppo debito a disinvestire, e il risultato è il medesimo: un calo dei valori dei titoli sottostanti alle operazioni che erano state costruite attraverso il debito.

D) LA FUGA DEI CAPITALI VERSO NEW YORK E LONDRA

L'analisi di quest'ultimo fenomeno è forse anche la meno scontata e la più interessante, perché potrebbe addirittura delineare un implicito interesse degli anglosassoni a provocare nel mondo l'attesa una discesa delle quotazioni delle borse e la possibilità di una recessione economica globale, facendo guadagnare così alle loro piazze finanziarie un vantaggio rispetto al resto del mondo.

La risultante dei meccanismi sopra descritti può infatti provocare un deciso apprezzamento delle valute più "forti" del sistema finanziario globale, che è esattamente ciò che sta già succedendo. Ciò accade perché alla vigilia di recessioni globali e ribassi generalizzati, i gestori di fortune tendono a trasferire i loro capitali finanziari verso le borse internazionali che possono risultare più liquide (notoriamente quelle anglosassoni, quali New York e Londra, appunto) a danno degli altri centri finanziari minori, dai quali i capitali tendono invece a fuggire, mano mano che i tassi d'interesse salgono e le prospettive di recessione incrementano.

Il risultato dell' "attrazione" dei capitali da parte delle maggiori piazze finanziarie internazionali discende innanzitutto dalla sopra citata necessità -da parte degli investitori- di incrementare il livello di liquidità (e liquidabilità) dei loro investimenti. Ma provoca un implicito apprezzamento delle valute nelle quali sono espressi i valori scambiati in quelle borse: il Dollaro americano e la Sterlina inglese.

La prospettiva di una recessione globale infatti non solo riduce le prospettive di guadagno in conto capitale per i titoli azionari quotati nelle borse più periferiche, perché nelle aree periferiche del mondo finanziario la recessione potrebbe fare più danni. Ma inoltre la fuga di capitali che è ragionevole attendersi da questi mercati tenderà a favorire i livelli dei listini azionari delle piazze finanziarie maggiori, a scapito di quelli delle altre piazze (Shanghai, Tokio, Francoforte, Parigi, Milano, eccetera...)

LE CONSEGUENZE DELLA MANOVRA DELLA FED

Ogni qualvolta che si delinea un fenomeno del genere si genera perciò un incremento del vantaggio per le piazze finanziarie più importanti e, in ultima analisi anche un vantaggio per le nazioni che le ospitano. Il riallineamento che ne potrà seguire in futuro porta dunque un implicito vantaggio a tali nazioni a scapito soprattutto delle economie dei paesi meno sviluppati.

Dal punto di vista geopolitico anche questa manovra della Federal Reserve può anche essere letta come una forma implicita di sostegno all'imperialismo anglo-americano, ma tant'è: sintanto che il capitalismo resterà prevalente e globale, le guerre più importanti nel

mondo resteranno senza dubbio quelle economiche. E per chi le sferra possono esservi vantaggi concreti, anche a costo di generare temporaneamente qualche danno a casa propria.

USQUE TANDEM ?

Come affermerebbe Cicerone (che se la prendeva con il suo rivale al Senato romano Catilina): fino a quando? Dove possiamo arrivare con il riallineamento verso il basso dei mercati finanziari? Come abbiamo già notato, resta quantomai difficile per le banche centrali delle altre principali economie mondiali contrastare o anche soltanto ignorare questo fenomeno, proprio per il peso specifico dei mercati finanziari anglosassoni. Ed è per questo motivo che il calo delle borse valori è lecito attendersi sarà alla fine dei conti più importante per le piazze europee ed asiatiche che per quelle anglosassoni.

C'è inoltre l'insana prospettiva di una nuova recessione globale, che a sua volta può fornire agli investitori motivi di pessimismo e l'indicazione di investire la parte di risorse che non saranno destinate alla liquidità in titoli "difensivi" quali le società che storicamente si sono dimostrate le migliori pagatrici di dividendi, le società più esposte alla possibilità di estrarre dalla situazione in corso degli extra-profitti, come ad esempio quelle del settore dell'energia (non soltanto da fonti rinnovabili) e i grandi produttori di armamenti, ma anche taluni titoli del settore finanziario, in particolare quelli che più potranno beneficiare del rialzo dei tassi di interesse, quali le banche più solide e talune società del settore parabancario, tra le quali anche alcune "fintech", soprattutto quelle la cui rischiosità appare più limitata.

Non è un caso che i primi titoli ad essere venduti siano stati quelli più "tecnologici" e quindi con moltiplicatori di valore che rispecchiavano prospettive favolose! Nessuno però è oggi in grado di sapere dove si fermerà l'attuale ciclo di ribasso dei listini azionari. Anche perché la liquidità in circolazione è ancora molto elevata ed è pertanto lecito attendersi maggiore volatilità dei listini, piuttosto che un brusco crollo delle borse. Almeno fino all'estate, entro la quale le sorti della guerra in Ucraina nonché il vero posizionamento politico di Cina ed India potrebbero essere emersi con più chiarezza, in entrambe le possibili direzioni, delineando l'amplificazione o la riduzione delle attuali tensioni.

Stefano di Tommaso

DON'T FIGHT THE FED (1.o di 2 articoli)



Qualcuno nella stanza dei bottoni ha già deciso: recessione sia! E non (soltanto) perché il mondo si avvia verso una lunga fase di tensioni geopolitiche che possono degenerare in vere e proprie guerre regionali o peggio, bensì soprattutto perché gli economisti della Federal Reserve Bank of America (FED) hanno fatto i loro conti e hanno scoperto che devono combattere seriamente l'inflazione (che loro stessi hanno prima scelleratamente generato e poi deliberatamente ignorato lo scorso anno, quando era oramai una certezza). Ma ora ipotizzano una cura da cavallo, basata su due farmaci micidiali: tassi alti per riportare i rendimenti reali in territorio positivo e repressione monetaria, per ridurre il livello di indebitamento complessivo del sistema.

ALZARE I TASSI ABBASSA LE QUOTAZIONI DI BORSA

Il che equivale a dire -a meno di avere mal interpretato ciò che essi intendono- che andiamo incontro ad almeno due anni di crescita economica negativa conclamata. E visto che i tassi alti e la decrescita (infelice) comporteranno forti dubbi circa la tenuta degli ingenti debiti pubblici occidentali, magari anche a qualche default di stato! Se non è questa una cura da cavallo è solo perché forse si addice di più ai pachidermi e agli ippopotami..!

Il punto è che, se fino ad oggi si poteva sperare che l'andamento delle borse rimanesse sostanzialmente scollegato da quello dell'economia reale, ora invece, con l'arrivo di una decisa impennata dei tassi d'interesse, non potrà non tenere conto della probabile riduzione delle valutazioni dei titoli azionari. Con il rialzo dei tassi dunque l'intero mercato finanziario potrebbe subire ora un significativo ridimensionamento!

LE CONSEGUENZE

Ma è possibile che la FED abbia deciso a tavolino di agire in maniera così radicale pur sapendo delle possibili conseguenze sulle borse e sui titoli a reddito fisso? Ed è possibile che ciò avvenga senza alcun timore di generare, a sua volta, **onde d'urto significative** a livello politico, sociale e persino geopolitico? Molti paesi del terzo mondo rischiano infatti di tornare a fare la fame.

Sembra che ciò non sia soltanto possibile, ma addirittura probabile, e ci sono diverse motivazioni che spingono i grandi decisori a delineare le determinanti -e noi osservatori a individuare le conseguenze- di uno scenario così funesto. Proviamo dunque ad esaminarle e a soppesarne la (relativa) verosimiglianza: **(nel grafico l'andamento dei prezzi al consumo in USA)**



1.L'INFLAZIONE NON È PIÙ UN FENOMENO PASSEGGERO

La prima è più ovvia motivazione è la lotta all'inflazione: siamo oramai anni luce lontani dalla nozione di "fenomeno passeggero" che qualcuno pretende ancora di evocare tirando in ballo teorie ed analisi astruse! È divenuto così ovvio che l'inflazione non si riassorbirà presto in modo consistente che in molti mercati si è preferito centellinare i rialzi dei prezzi per evitare lo shock alla clientela. Nonostante infatti i prezzi di quasi tutti i fattori della produzione siano cresciuti bruscamente tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022, per molte imprese industriali è stato all'inizio letteralmente impossibile trasferire a valle i maggiori costi della produzione e lo stanno facendo progressivamente solo oggi, anche perché iniziano a flettere le aspettative iniziali di un loro ritorno a livelli più modici.

Dunque già solo per questo meccanismo i prezzi al consumo in molti casi continueranno ad essere incrementati anche laddove ci fosse un'inversione di tendenza per i costi dei fattori di produzione.

2. IL Q.E. E' ALLA BASE DELL'INFLAZIONE

La seconda chiave di lettura riguarda le possibili radici dell'inflazione, a partire da quella più ovvia (ce ne sono diverse altre tutte molto difficili da dimostrare con i numeri alla mano): ancora a fine Maggio 2022 il mondo affoga nella grande liquidità creata dalle banche centrali, alcune delle quali non lo hanno fatto per obbedire a chissà quale teoria economico-finanziaria, bensì soprattutto per supportare i corsi dei titoli di stato, che necessitano di continui "aiuti" soprattutto quelli dei paesi periferici come il nostro.

Dunque è chiaro che se la Banca Centrale Europea (BCE) dovesse smettere di fornire liquidità a quei titoli i primi a rimetterci saremmo noi italiani. D'altronde se la BCE non dovesse seguire la FED, soprattutto laddove quest'ultima voglia far seguire i fatti alle dichiarazioni di forte impegno nella lotta all'inflazione, il dollaro americano si rafforzerebbe ulteriormente sull'Euro (siamo già quasi alla parità) e la nostra inflazione supererebbe forse quella americana (mentre sino ad oggi è soltanto rimasta in "arretrato" di un mese o due).

3. SE LA FED SI MUOVE, LA BCE NON PUÒ CHE SEGUIRLA

Una terza chiave di lettura riguarda i tassi d'interesse, che non potrebbero che accelerare la loro risalita (anche in Europa) qualora la FED manovrasse decisamente in tal senso, lasciando semplicemente "troppo indietro" le politiche monetarie della BCE rispetto alla realtà del mercato. Le conseguenze della repressione monetaria americana non mancheranno di farsi sentire anche in tutto il resto del mondo. E saranno probabilmente più devastanti sull'economia reale del vecchio continente, perché qui molte imprese non troveranno sufficiente finanza in quanto le risorse monetarie europee saranno volate via verso i mercati più remunerativi. Gli Stati non potranno sostenere il livello attuale del debito. Persino i cittadini pagheranno più cari i loro mutui, mentre i loro redditi reali (cioè al netto dell'inflazione) non potranno che continuare a ridursi.

Dunque si delinea uno scenario ove si può toccare con mano la consistenza del vecchio adagio: "non combattere contro le banche centrali" e ancor più **"non combattere contro la FED"** (la regina delle banche centrali). Vale per gli investitori, che dovranno rifare i conti con cospicui ribassi dei listini azionari, per le imprese, che dovranno rinviare taluni investimenti, ma anche per le altre banche centrali, che non potranno contrastarla!

LA RECESSIONE E' GARANTITA

Qualora insomma la FED deciderà davvero di "attaccare" l'inflazione e, di conseguenza, di fare guerra anche ai mercati finanziari, il risultato sarebbe un campo di battaglia stracolmo di morti e feriti, sebbene soltanto finanziari e non fisici. Il punto è che a guardare bene cosa potrebbe succedere sembra oramai una decisione assunta a tutti i livelli e dunque lo tsunami che ne conseguirà sembra proprio in arrivo. E se arriverà sui mercati è piuttosto probabile che la recessione che ne conseguirà sarà tanto conclamata quanto duratura.

Questo è il primo di una serie di due articoli. Nel secondo proveremo ad esplorare le conseguenze pratiche di tale potenziale minaccia per i mercati e l'economia.

Stefano di Tommaso