LA STAGFLAZIONE È GIÀ ARRIVATA



Se fino a una settimana fa ci potevano essere dei tentennamenti, con le brutte notizie fioccate negli ultimi giorni ogni dubbio sembra essere caduto: il mondo si avvia a digerire l'ennesima escalation di tensioni geopolitiche globali, con la conseguenza pressoché certa di un periodo di stagnazione economica, peraltro in arrivo insieme a una piccantissima e crescente inflazione dei prezzi (dunque si prospetta una vera e propria "stagflazione").

LE BANCHE CENTRALI SONO AL LAVORO, MA INUTILMENTE

Guerra e tensioni rilanciano dollaro, gas e petrolio. Sembra pure in arrivo l'ennesima recrudescenza della pandemia. E chi investe non può tenerne conto. Ma non è detto che le borse andranno a picco, né che quella in arrivo sia una vera e propria recessione. Certo, la situazione di Agosto 2022 non è quella di Marzo 2020. Oggi i debiti pubblici sono molto più alti e i tassi d'interesse sono cresciuti, arrivando per molte nazioni al limite dell'insostenibilità. Questo fatto comporta ulteriore incertezza per il futuro che a sua volta alimenta la mancata crescita.

Le banche centrali poi stanno procedendo nella logica della "stretta monetaria" e di conseguenza non somministrano nuovi stimoli per scongiurare la recessione. Per di più sanno di avere le armi spuntate nei confronti di un'inflazione che dipende quasi solo dalla scarsità dell'offerta e che quindi i rialzi dei tassi serviranno a ben poco. Insomma l'economia non "tira" anche a causa di svalutazione e rincari, ma l'inflazione potrebbe addirittura aumentare ancora…

LA RISALITA DELLE BORSE È FINITA LA SCORSA SETTIMANA

Sebbene la stagione dei dividendi sia andata benissimo fino alla prima metà dell'anno in corso, per il prossimo futuro le aspettative di profitti aziendali si riducono si riducono

(come mostra il grafico qui riportato per le 500 maggiori imprese quotate a Wall Street) e di conseguenza il “rally d’estate” delle borse rischia di essere proprio terminato.

Dopo quasi due mesi di rialzi di borsa (da luglio) in cui Milano era ri-cresciuta dell’11% (sebbene crollata del 24% prima del rimbalzo) Wall Street era salita addirittura del 16% (ma era crollata fino al 30% da inizio d’anno) e il Nasdaq aveva fatto addirittura il doppio: +35% dai minimi di giugno (sebbene fosse scesa prima del 42% da inizio d’anno), sembrava che la tendenza al rialzo fosse consolidata e fondata sulla convinzione che l’inflazione aveva oramai raggiunto il suo picco, come dimostrato dalla rilevazione di Luglio negli USA, sebbene ciò accadesse per la debolezza della domanda di beni e servizi.

LA CONGIUNTURA ARRANCA IN TUTTO IL MONDO

E invece la congiuntura economica in giro per il mondo sembra aver di nuovo imboccato una brutta piega (si guardi il declino della produzione industriale cinese, nel grafico qui riportato) e le borse hanno di nuovo ripreso a scendere: in circa due mesi il recupero dei listini è stato soltanto pari o poco superiore alla metà dei ribassi dei listini da inizio anno (cioè nulla più che il tipico rimbalzo a metà della discesa) mentre giungevano gli ultimi dati sull’inflazione anglosassone (oltre il 10%) ma soprattutto si rafforzavano i timori che i rialzi dei tassi d’interesse siano ancora ben lontani dall’essere arrivati a concludersi. E se così sarà allora è lecito prevedere che le borse si imbarchino ancora di un 10-20% del valore dei listini, da qui all’autunno inoltrato.

Ciò non significa che non assisteremo ad nuovi rimbalzi dei listini azionari, ma la volatilità delle borse è scesa intorno ai minimi storici (si veda l’indice VIX nel grafico qui riportato) e la tendenza sembra male orientata.

La storia poi non si ripete mai nello stesso modo e, quando le borse torneranno a crescere, non è detto che saranno nemmeno gli stessi comparti industriali del passato (i tecnologici soprattutto) a beneficiarne.

I SETTORI FAVORITI DAGLI INVESTITORI

Oggi gli investitori puntano ad incrementare la loro quota di denaro liquido non investito (cassa dunque) e tornano a guardare con interesse le imprese impegnate sul settore salute nonché gli investimenti immobiliari a reddito.

Per fare altri esempi, se la transizione “verde” non potrà non continuare e le grandi tendenze di fondo dell’economia indicano la necessità di produrre sempre più energia da fonti rinnovabili (generazione e accumulo di energia dal sole, dal vento e forse anche dal mare), il nuovo mantra sembra essere quello della riscoperta delle tecnologie per ottenere energia a basso prezzo.

E’ IL MOMENTO DELL’AGRICOLTURA

Uno dei fattori più preoccupanti per la sostenibilità dello sviluppo economico è poi la disponibilità di acqua dolce. Ebbene un business tra i più interessanti potrebbe essere la produzione agricola. In particolare quella dove c’è abbondanza d’acqua e trasportata dove c’è n’è di meno. In effetti nel lungo termine questo settore ha dato ottime performances soprattutto in situazioni di emergenza, come si può vedere da questo grafico che abbraccia un intero trentennio.

Questo ragionamento porta in generale non tanto all’andamento degli indici di borsa bensì a quali settori economici andranno meglio e di conseguenza quali “asset class” converranno di più. Per comprendere dove orientarsi dunque nel selezionarli uno sguardo al passato può sicuramente aiutare: il grafico che segue riporta il tasso di correlazione tra l’inflazione registrata e le principali asset class da settant’anni a questa parte.

I DIVIDENDI “COSTANO” POCO!

Sebbene infatti si possa essere moderatamente ottimisti sul futuro degli investimenti in Borsa, è impossibile disconoscere le prospettive per lo sviluppo economico globale -almeno a breve termine- ed è interessante notare che ci sono diversi titoli storicamente meno “sexy” per gli investitori (tipicamente classificati “value”) che però hanno sempre fornito interessanti dividendi, e ora appaiono decisamente sottovalutati, come dimostra questo grafico, che mostra il loro rapporto Prezzo/Utile sceso parecchio al di sotto della media ventennale:

Come abbiamo visto in precedenza però la volatilità delle borse è scesa moltissimo e il prezzo del petrolio viaggia più o meno stabilmente poco sopra i 90 dollari, mentre il dollaro americano potrebbe mostrare segni di stabilità non proseguendo la sua risalita oltre la parità con l’euro. Questo potrebbe anche significare che, dopo la rotazione dei portafogli verso investimenti più “tranquilli” e redditizi, ci si possa attendere una pausa di riflessione.

Una trentina d'anni fa per i governi italiani si parlava di San Dollaro e San Petrolio. E magari nelle prossime settimane questi due beati potrebbero concederci ancora qualche grazia, allentando una tensione che al momento è ancora molto forte a causa dell'inasprimento del conflitto tra Russia e America (pardon: si dovrebbe scrivere Ucraina, ma poi si legge U.S.A.).

MA LA CRESCITA DEL PIL ITALIANO È TRUCCATA

Ma non c'è troppo da illudersi: Moody's ha appena tagliato l'Outlook (la prospettiva) per l'Italia da neutrale a negativa nonostante il MEF continui a prevedere per l'Italia una crescita del del 3.4% per quest'anno e nonostante il fatto che l'indebitamento netto, come proporzione del prodotto interno lordo, possa scendere sotto le attese a causa di un mero effetto contabile, dal momento che il debito si esprime a valori nominali, mentre la crescita del prodotto interno lordo si evidenzia in termini reali. Se l'Italia perciò registra un'inflazione dell'8%, la Germania del 9% e la Gran Bretagna del 10% ecco che -con un ISTAT compiacente- abbiamo "rubato" uno o due punti % di crescita apparente.

La crescita del PIL italiano al 3,4% per il 2022 è in effetti un sogno destinato a rimanere nel cassetto, nel contesto generale di stagnazione che affligge l'Europa e in particolare la Germania (paese che traina molti ordinativi per l'industria italiana del terzismo).

Poi la spinta alla crescita del PIL proveniente dal 110% è stata quasi certamente sovrastimata: i soldi del PNRR per il Superbonus sono già finiti e addirittura rischiamo di non incassare neanche quelli già spesi a causa della mancata conclusione di talune riforme. Quello di Moody's appare perciò come un "simpatico avvertimento" ai futuri governanti.

L'effettiva esigibilità dell'enorme carico fiscale italiano è infatti molto discutibile ma siamo in campagna elettorale e si continua a far finta di incassare tutte le imposte. L'Erario nazionale infine paga molto in ritardo le imprese sue fornitrici mettendone in qualche caso a rischio la sopravvivenza, e minando lo sviluppo economico generale. D'altro canto però in Italia l'occupazione è cresciuta (+1.8%) a Giugno e lo stoccaggio del gas ha raggiunto ormai il 74% a poca distanza dalla soglia di sicurezza energetica.

LA RECESSIONE COLPIRÀ LE IMPRESE MENO CAPITALIZZATE

Tuttavia le imprese italiane dovranno affrontare un autunno durissimo, nonostante lo

stoccaggio del gas protegga il Paese da eventuali shock di sistema (a carissimo prezzo), il suo costo altissimo e ancora crescente impatta inesorabilmente sui conti aziendali e, di conseguenza, ipoteca una pressoché certa prosecuzione della crescita dei prezzi al consumo.

Dunque se l'Italia chiuderà l'anno con uno zero percento di crescita del PIL (al netto dell'inflazione vera e non di quella rilevata ancora con il prezzo delle sigarette "nazionali") sarà già un bel successo. E a livello globale la possibilità di un 2022 che si concluda con una bella stagnazione economica globale è sempre più concreta al traino di ciò che sta accadendo in America (una inversione oramai conclamata della curva dei rendimenti), come mostra il grafico che segue:

Stefano di Tommaso

LE BORSE SONO SOPRAVVALUTATE?



15La notizia più importante l'ha voluta dare in diretta Joe Biden: a Luglio l'inflazione americana si è arrestata. Zero percento nel mese di Luglio, sebbene in precedenza fosse salita così tanto da rassomigliare soltanto a quella di quasi 50 anni fa. Ovviamente le borse hanno brindato al ritorno dell'ottimismo (o forse sarebbe meglio dire: alla fine del pessimismo), e non soltanto quelle americane, ma anche quelle asiatiche ed europee. La prospettiva di una ripresa dei listini sulla scia del lieve ribasso dei tassi

d'interesse impliciti nel mercato monetario però è dovuta alla recessione in corso, che ha abbassato le aspettative di incremento dei prezzi.

Sorgono pertanto diverse questioni: i tassi d'interesse hanno iniziato a flettere? Ovvero ci sono buoni motivi per ritenere che quella attuale sia soltanto una pausa tecnica? Sì, perché l'inflazione rilevata dai principali istituti di statistica è esplosa negli ultimi mesi ma il fuoco aveva covato a lungo sotto la cenere della fine della precedente recessione: quella procurata dalla pandemia e dalle conseguenti restrizioni alla circolazione di uomini e merci. I prezzi al consumo sono cresciuti per il formidabile rincaro dei fattori di produzione. Ora frenano soprattutto per la domanda debole, ma i costi delle materie prime hanno imboccato una strada in stabile discesa oppure hanno solo preso una boccata d'aria?

Il dato statistico attuale dell'inflazione (si misura ufficialmente solo quella dei prezzi al consumo) sembra dipendere quasi esclusivamente dalla differenza tra domanda e offerta di energia, materie prime, semilavorati e beni di prima necessità. Siamo sicuri che ciò non rappresenti un contesto sfavorevole per l'industria e il commercio? In fin dei conti infatti le valutazioni d'azienda – implicite nelle quotazioni di borsa- dipendono da due fattori primi: i margini industriali prospettici e i tassi di interesse ai quali attualizzarli.

Se le valutazioni d'azienda tornano a crescere è lecito attendersi una loro concordanza con prospettive migliori delle aziende quotate in borsa e/o con tassi d'interesse che tornino a scendere. Se tali prospettive invece non sono fondate, allora è lecito ritenere che la ripresa dei listini azionari non possa continuare a lungo, al di là delle oscillazioni di breve periodo. E in effetti sino ad oggi non sono affatto calati i profitti aziendali della maggioranza delle imprese che orientano i listini azionari. Né sembrano volte al ribasso le previsioni per i margini dei prossimi trimestri. Ma è lecito attendersi margini ancora in crescita se il contesto resta sfavorevole?

Per quanto riguarda l'altro fattore che orienta le valutazioni d'azienda (i tassi d'interesse) quali sono le prospettive? Le banche centrali promettono ancora tempesta. Spiazzate dalla prosecuzione della fiammata dei prezzi, oppure colpevolmente negligenti, esse rischiano di agire nel medesimo ritardo accumulato mentre i prezzi andavano alle stelle. Ma stavolta all'opposto: nonostante infatti i mercati finanziari esprimano nell'ultimo mese tassi d'interesse in lieve ribasso, esse mantengono il programma di rialzo del solo tasso che esse riescono a controllare: quello di sconto, che a sua volta orienta il costo del denaro.

Il “manuale di istruzione” del banchiere centrale dice che dovrebbero farlo crescere se intendono stroncare sul nascere l’aspettativa d’inflazione (ma come abbiamo visto adesso non avrebbe senso, perché ora sembra essere al rientro) oppure per colmare il “gap” tra i tassi nominali e l’inflazione, che si traduce attualmente in tassi reali negativi (ma i mercati finanziari le hanno precedute, facendo salire le quotazioni dei titoli a reddito fisso, che esprimono oggi rendimenti impliciti minori). Perciò se dovessero attenersi al loro “manuale di istruzioni” ora le banche centrali dovrebbero invertire la rotta. Ma le autorità monetarie devono evitare di inseguire le oscillazioni di brevissimo periodo e dunque rischiano di farlo tra qualche mese quando sarà troppo tardi. Probabilmente perciò esse torneranno ad abbassare i tassi soltanto dopo che si sarà visto cosa succederà in autunno e quale evoluzione avranno le tensioni geopolitiche.

Nel frattempo esse hanno programmato altri “gradini” di risalita dei tassi d’interesse a breve termine, e conseguentemente procederanno tutte ad altri rialzi del costo dei finanziamenti, fattore recessivo per eccellenza! In un mondo ultra-indebitato e con tendenze al ribasso della crescita economica come quello attuale ciò potrebbe essere considerata una follia, e forse lo è davvero. Ma soprattutto questo non aiuterà i margini industriali con i quali le imprese generano profitti, e nemmeno ridurrà i tassi ai quali vengono scontati i flussi di cassa futuri. Dunque non aiuterà le valutazioni d’azienda che oggi invece sembrano riprendere quota.

Addirittura la Banca d’Inghilterra (si legga il grafico sopra riportato, pubblicato dall’ Economist di qs settimana) -tra le poche governate davvero in autonomia- ha pubblicato ufficialmente le sue previsioni di crescita dell’inflazione: attorno ad un picco del 13% a fine anno, prima di tornare (forse) a flettere, cioè il 40% in più di quella misurata oggi su base annua. Questo può giustificare la prosecuzione degli incrementi del tasso di sconto britannico, ma getta molte ombre sull’ottimismo che invece sembra prevalere al di là dell’Oceano Atlantico.

In effetti i timori per l’autunno che incombe sono molti, e piuttosto ben giustificati: se il costo dell’energia (già cresciuto in media del 40% nell’ultimo anno) dovesse tornare a crescere allora anche i costi dei fattori di produzione dovrebbero riprendere a impennarsi. Si dice che ciò dipenderà molto dalle tensioni internazionali, ma nemmeno queste sembrano aver imboccato la strada dell’allentamento. Dunque la guerra all’inflazione non è necessariamente già stata vinta e questa ha innegabili effetti su tassi d’interesse e profitti aziendali.

Le ultime considerazioni fanno perciò ritenere che l’attuale risalita nelle valutazioni

d’azienda sia assai poco giustificata. Anche per un secondo motivo: quello della liquidità in circolazione: l’altra leva che le banche centrali stanno usando per combattere l’inflazione è infatti quella della riduzione della liquidità sui mercati, attraverso la cessione dei titoli precedentemente acquistati. Se la liquidità degli operatori tornerà a scendere allora è lecito attendersi non soltanto una serie di vendite in borsa a causa della necessità di detenere maggior cassa liquida nei portafogli degli investitori, ma anche una più difficile liquidabilità (attraverso più difficoltose IPO o M&A) delle azioni acquisite dai fondi di private equity e venture capital, che fino a ieri sono stati gli attori più dinamici e performanti nel mercato dei capitali.

Le banche centrali insomma stanno ancora usando i loro attrezzi del mestiere in direzione di una decrescita delle borse, non di un loro apprezzamento. Mentre il mercato dei capitali -da oramai quattro settimane- si sta orientando in direzione letteralmente opposta. E qui sorge una domanda, la cui risposta è al momento impossibile: chi ha ragione e chi ha torto? Come diceva Winston Churchill: è l’inizio della fine (dell’inflazione) o solamente la fine dell’inizio?

Oggi il Nasdaq 100 (principale indice del mercato americano delle imprese tecnologiche) è cresciuto del 24% nell’ultimo mese, ed esprime un rapporto tra prezzo delle azioni e utili attesi (il c.d. P/E tracking) di oltre 24,3 volte, il cui reciproco in termini di tasso implicito di rendimento delle azioni è il 4,1%, mentre il P/E dell’SP500 (principale indice del mercato americano delle imprese maggiori) è a 18,7 volte gli utili attesi (circa il 5,35% di rendimento implicito).

Il medesimo rapporto per il FTSE Mib (l’indice dei principali titoli della borsa italiana, cresciuto nell’ultimo mese soltanto del 6,5%) è invece a 11,3 volte gli utili: vale a dire meno della metà del Nasdaq, con un rendimento atteso dell’8,85%. Si potrebbe perciò dedurre che le valutazioni che “girano” sulla borsa di Milano appaiono molto più in linea con le attese di crescita dei tassi di interesse (posto che i titoli azionari assicurano comunque una discreta protezione dall’inflazione) rispetto a quelle americane. Ma la verità è che le borse europee sono meno liquide e di conseguenza state molto più lente al rialzo e che almeno una parte della differenza dipende da questo.

Insomma la speculazione ha messo a segno un bel “rally” di borsa estivo, ma il rischio che questo non prosegua anche in autunno è piuttosto elevato. Quanto al dopo Ferragosto, tutte le ipotesi sono credibili, data l’elevatissima volatilità, che viene esacerbata proprio dalla riduzione della liquidità che è in corso!

Stefano di Tommaso

L’INFLAZIONE È SOTTO CONTROLLO?



Siamo alla vigilia di una nuova fiammata inflazionistica? C’è qualcuno che lo sostiene, e non senza una ragione. Ma i rischi che ciò comporterebbe sono molto grandi e, per fortuna, le probabilità non sono altissime. Certo le banche centrali hanno perduto il polso della situazione, e rischiano di fare inutili danni all’economia reale! Ma il pallino dell’inflazione è in mano ai politici: andiamo verso la pace o verso la guerra?

LE CAUSE DELLA RECESSIONE IN CORSO

L’inflazione 12-18 mesi fa era partita con la scarsità di offerta di microchip e altri semilavorati necessari all’industria di tutto il mondo dopo gli shock pandemici, proprio quando ci si accingeva a riprendere consumi e investimenti. La scarsità di offerta a confronto con una domanda crescente comportava scarsità di materie prime, di componenti di produzione e di beni finali, con i conseguenti rialzi dei loro costi. I quali costi non potevano mancare di riflettersi nella maggiorazione dei prezzi di vendita.

Una dinamica simile si è propagata più o meno subito dopo per il costo dell’energia, per produrre la quale la domanda di idrocarburi supera da tempo ampiamente l’offerta e questo ne fa impennare il prezzo, fino a raggiungere il suo apice con l’acuirsi delle tensioni internazionali e lo scoppio della guerra in Ucraina, che ha infiammato il prezzo del barile di

petrolio e fatto accrescere ancora di più il costo del gas. I maggiori costi dell'energia hanno tra l'altro comportato pesanti conseguenze per l'industria, soprattutto quella europea, così come per le classi più povere dei consumatori, che hanno visto ridursi brutalmente il proprio reddito disponibile in termini di beni reali acquistabili con la medesima quantità nominale di denaro percepito.

Gli aumenti generalizzati dei prezzi si sono poi riflessi negli indici statistici più diffusi relativi all'inflazione, ed hanno inoltre impattato sui tassi d'interesse nominali perché i medesimi, al netto dell'inflazione "statistica", si sono tradotti in minori rendimenti reali, passati anzi in territorio fortemente negativo. Ovviamente il disallineamento tra il tasso di inflazione e quello di interesse nominale ha costretto le banche centrali a muovere quest'ultimo verso l'alto, per limitarne gli effetti dirompenti dei rendimenti reali negativi. Cosa che ha però comportato inevitabilmente a sua volta un calo delle valutazioni d'azienda espresse dalle borse valori (sebbene in tempi non esattamente sincroni).

Tutto ciò non poteva non portare ad un contesto globale tendenzialmente recessivo che si è manifestato ovviamente con uno sfasamento temporale. Ma ora sembra proprio che ci siamo arrivati davvero: gli Stati Uniti d'America si sono dichiarati ufficialmente in recessione (anche se per il momento è molto sobria) e l'Europa, che fa ancora fatica a dichiararla ufficialmente, rischia di trovarsi ancora peggio tanto per la dipendenza dalle forniture russe quanto per la vicinanza geografica ai maggiori teatri di guerra in corso (Ucraina e Kosovo).

OGGI LA RECESSIONE STA CALMIERANDO L'INFLAZIONE

La recessione economica è un effetto della riduzione dei consumi e degli investimenti e può propagarsi per mezzo della riduzione delle aspettative degli operatori economici (cosa che per la prima volta stiamo toccando con mano con le ultime rilevazioni degli indici PMI di Markt), in tal modo arrivando ad autoalimentarsi. Essa agisce al ribasso sui prezzi perché toglie tensione alla domanda di beni e servizi, riequilibrandola con l'offerta. È per questo motivo che oggi il prezzo del petrolio sta scendendo e che si iniziano a rilevare le prime statistiche che riportano una riduzione nell'incremento mensile dei prezzi, segno che il picco inflattivo attuale potrebbe essere stato superato.

Il punto però è che -sebbene Europa e America abbiano sino ad oggi segnato le maggiori punte inflattive rispetto a quelle registrate nel continente asiatico- adesso i governanti occidentali sembrano intenzionati ad ogni sforzo per far ridiscendere l'inflazione più vicina al precedente obiettivo del 2-3%, prima che si avviti ulteriormente fino a che diventi molto più difficile da sradicare (e -si potrebbe aggiungere- prima che l'inflazione abbia pesanti

effetti anche sui risultati delle elezioni americane di medio termine).

MA DA COSA È DIPESA L'INFLAZIONE?

Ma -senza che se ne siano rimosse le cause prime- l'inflazione tende, come la brace, a covare sotto la cenere, rischiando di provocare prima o poi altre fiammate, sia perché senza maggiori investimenti sulla capacità di offerta di beni e servizi risulta difficile sperare che i prezzi non si riprenderanno alla prima occasione in cui la domanda tornerà a crescere, e sia perché al momento sembra proprio che le tensioni geopolitiche siano soltanto destinate ad accrescersi. Pertanto le attuali politiche di tamponamento del prezzo del petrolio appaiono incapaci di generare sufficiente fiducia nelle aspettative degli operatori per riportare seriamente al ribasso il costo dell'energia, se non nel brevissimo termine.

Senza contare il fatto che l'intervento (colpevolmente tardivo) delle banche centrali non potrà invertire la rotta troppo presto, e dunque che i tassi d'interesse sembrano destinati a crescere ancora, rendendo più caro l'indebitamento delle attività produttive e scoraggiando ulteriori investimenti. Due fattori indubbiamente recessivi. Dunque con l'avanzare dell'Estate sembra comporsi il rischio che la concatenazione di eventi che potremmo definire *"inflazione-aumento dei tassi-recessione"* possa tornare a ripetersi già prima di fine anno, nonostante un mese di Luglio in cui l'inflazione è sembrata essere in lieve ribasso le borse valori sono sembrate riprendere quota, quantomeno perché i tassi d'interesse -con la recessione- tendono a flettere, mentre *i profitti trimestrali delle grandi aziende al momento non hanno quasi registrato cali*.

Quanto però è probabile che la tendenza vista lo scorso mese possa proseguire fino ad oltre il periodo delle elezioni di medio termine americane? Quanto è sostenibile a lungo per i governi in carica l'utilizzo delle riserve strategiche di gas e petrolio? La risposta è quantomai ovvia: assai poco! Si materializza perciò il rischio che l'inflazione possa pertanto spiccare nuovi un balzi in avanti in autunno. Se ciò accadesse si ripeterebbe quel che è già successo negli anni '70: dopo la guerra del Kippur l'inflazione si è manifestata a più ondate successive, delle quali la prima era soltanto la più blanda.

I RISCHI LEGATI ALL'ECCESSO DI DEBITO

Cinquant'anni fa però il mondo non risultava tanto indebitato quanto lo è oggi. Da questo punto di vista i rischi oggi di catastrofi finanziarie derivanti dalla risalita dei tassi d'interesse appaiono molto maggiori. Tanto i debiti pubblici quanto quelli privati hanno parecchio da temere dall'eventuale prosecuzione ad oltranza dello scenario inflattivo. Se

poi valutiamo le conseguenze negative che può avere la recessione sulla capacità delle nazioni di onorare il servizio del debito, allora si comprende bene che una nuova fase di rialzo dei tassi potrebbe risultare non sostenibile senza che ad essa si accompagni una nuova stagione di crescita economica (che al momento non si vede all'orizzonte).

D'altra parte invece *l'autunno in arrivo si prospetta come uno dei più difficili del secolo*, con forti tensioni sociali, internazionali, industriali e persino politiche, dal momento che in America è divenuto decisamente probabile un vero e proprio ribaltone dell'attuale maggioranza democratica al Congresso, e in Europa si prospettano nuove maggioranze governative sempre meno in equilibrio, con spostamenti dell'elettorato verso posizioni meno atlantiste. Le conseguenze non possono certo essere nulle nelle prospettive economiche. Possiamo perciò immaginare che la recessione abbia buone probabilità di acutizzarsi senza che intervengano presto concrete e serie prospettive di pacificazione.

DUE SCENARI

Più difficile è dunque comprendere cosa potrebbe succedere sui mercati finanziari durante la seconda pare dell'estate e dopo. Se al momento le borse hanno trovato una boccata di sollievo dalla discesa dell'inflazione tendenziale, allora potremmo sperare che, sebbene la volatilità sia ancora indubbiamente elevata, esse si siano incamminate verso un nuovo ciclo al rialzo così come era successo a metà 2020 dopo la prima ondata pandemica. Insomma per le borse -al netto di una forte volatilità- si potrebbe anche aprire una stagione di rialzi, tanto per fattori stagionali quanto per il possibile rientro della speculazione al ribasso vista sin qui.

Ma al riguardo non vi sono certezze di sorta: un tale ciclo rialzista è molto difficile da prevedere, tanto in intensità quanto nella sua collocazione temporale, perché nessuno è in grado di prevedere quanto resteranno elevati i timori generali e quanto invece potranno restare sostenibili gli attuali (elevati) profitti aziendali. A seguito dell'attuale congiuntura economica tra l'altro nessuno è davvero in grado di poter affermare che la fiammata inflazionistica sia stata effettivamente domata. Nemmeno le banche centrali che annunciano infatti ancora diversi rialzi dei tassi d'interesse e che sono comunque rimaste costantemente in ritardo rispetto agli eventi.

Se viceversa crescono i timori di una nuova ondata inflazionistica, allora può intervenire negli operatori un atteggiamento mentale pressoché opposto: le attuali quotazioni azionarie infatti scontano sicuramente qualche ulteriore rialzo dei tassi da parte delle banche centrali ma presuppongono un'inflazione oramai vicina al suo picco massimo. Non incorporano cioè il rischio che, dopo tale livello, l'inflazione possa tornare a riprendere a

crescere anche oltre, ad esempio a causa dell'intensificazione dello scontro epocale tra Oriente e Occidente che rischia di essere alle porte dopo il recente braccio di ferro dell'America anche con la Cina.

E il solo formarsi di aspettative in tal senso può persino far precipitare gli eventi e sospingere gli operatori finanziari ad anticipare ad oggi quel che potrebbe anche solo eventualmente succedere in autunno o in inverno, incrementando la quota di liquidità non investita (e cioè tornando a vendere azioni) senza attendere che si materializzino possibili ulteriori rialzi dei tassi d'interesse dovuti a nuove fiammate inflazionistiche. Si tratterebbe di una sorta di prevenzione da eccessi di volatilità e futuri possibili "panic selling"o quantomeno di un innalzamento di misure cautelari per difendersi da una nuove ondata di ribassi delle quotazioni azionari.

Se ciò accadesse allora potremmo considerare il recente rally estivo delle borse come una semplice pausa, da collocare più o meno a metà di un lungo ciclo al ribasso (quantomeno delle borse occidentali) e in tal caso sarebbero dolori per tutti, anche perché si tratterebbe dell'ennesimo fattore recessivo che porterebbe con sé un probabile arretramento dell'economia globale.

MA DIPENDE SOPRATTUTTO DALLA GUERRA

Uno scenario dunque estremo ma non inverosimile, la cui radice risiederebbe indubbiamente nei danni all'economia reale che potrebbe portare la prospettiva di nuovi conflitti armati. La speranza (e forse anche qualcosa di più della sola speranza) è che questa prospettiva venga definitivamente scongiurata. Sia perché governi e autorità monetarie potrebbero prendere atto dei rischi che stanno correndo e impegnarsi con cura per impedire all'inflazione di avvitarsi, e sia anche perché potrebbero decidere di avviare un progressivo sgonfiamento delle tensioni internazionali, quantomeno fino ad autunno inoltrato.

Resta infatti sempre valido il concetto di fondo che le guerre in ultima analisi non convengono mai a nessuno, in particolar modo quelle planetarie! Ma è anche vero che, quando le situazioni si ingarbugliano, non è mai così semplice per chi governa riuscire poi a fare marcia indietro, prima che gli eventi arrivino a travolgerne la possibilità.

Stefano di Tommaso

RECESSIONE O RIPRESA?



Sgombriamo il campo da ogni dubbio: nessuno è in grado di sapere cosa stia succedendo davvero all'economia mondiale! In Italia apparentemente siamo in pieno sviluppo, ma lo sanno anche i muri che l'economia italiana è tutt'altro che in salute. L'America al contrario sembra essere entrata in recessione, ma nessuno è pronto a scommettere che questa sarà duratura. Anche l'economia asiatica mostra fattori di incertezza. Forse il mondo è a un bivio, ma questo sembra dipendere soprattutto dalla geopolitica.

Il grafico sopra riportato, tratto dal World Economic Forum, mostra una regressione delle aspettative di crescita economica nel mondo, che non promette nulla di buono.

In Italia dato ISTAT nel quale emerge a sorpresa una crescita dell'1% del prodotto interno lordo nazionale (il cosiddetto PIL) è in realtà confutabile: l'inflazione contabilizzata ufficialmente dal medesimo istituto di statistica in Italia è poco sotto l'8% (7,9% per la precisione), quando invece la media europea del rincaro dei prezzi al consumo è giunta quasi al 9% (8,9%). Ma c'è davvero qualcuno che pensa che il rincaro dei prezzi al consumo sia stato minore in Italia? Suvvia!

I fattori esogeni che l'hanno determinata, quali la bolletta energetica, le materie prime, il caro-Dollaro e via dicendo sono i medesimi a casa nostra come oltralpe. Se non addirittura peggiori, dal momento che noi, a differenza di francesi e tedeschi, non produciamo energia elettrica con le centrali nucleari né col carbone, e nemmeno microchips, abbiamo trasporti più cari della media europea grazie alle nostre disastrate autostrade e ferrovie e paghiamo

molte più tasse grazie alla nostra classe politica da Guinness dei primati! D'altra parte siamo in buona compagnia, come si può vedere dal grafico di Bloomberg qui sotto riportato:

Dunque c'è un "gap" statistico assai poco credibile, tra l'inflazione contabilizzata in Italia e quella contabilizzata nel resto d'Europa. E se cerchiamo conferme del fatto che in Italia l'inflazione vera sia più alta di quella rilevata ufficialmente, basta osservare la variazione media dei prezzi del cosiddetto "carrello della spesa" segnalata dal medesimo Istat nelle sue stime preliminari di luglio: si è addirittura portata al livello record del 9,1%, registrando un aumento che non si osservava dal settembre 1984.

È perciò possibile che la crescita dell'1% del nostro prodotto interno lordo (PIL), laddove fosse stata correttamente deflazionata, non ci sarebbe. Nel migliore dei casi saremmo a crescita zero, come del resto accade in Germania, in Spagna e in Francia eccetera! La sensazione dunque è che quella sbandierata dai nostri "media" sia in realtà pura propaganda. E visto che siamo entrati da qualche giorno in campagna elettorale, è anche qualcosa di più di una sensazione.

Ma se anche l'Italia si trovasse in quel limbo dell'economia in cui sembra essere entrato tanto il resto d'Europa quanto il resto del mondo, rimane il fatto che il quadro generale a livello globale appare di difficilissima interpretazione: non si capisce infatti se il mondo stia correndo verso una nuova recessione oppure questa sia stata soltanto un fenomeno passeggero, innescato dai forti rincari di materie prime ed energia, dalla guerra e dalla riduzione degli scambi internazionali che consegue alle tensioni geopolitiche, e oggi possa rapidamente declinare. Quelli citati infatti sono tutti fattori che potrebbero essere presto rimossi, liberando spazio per una nuova crescita economica! Ad esempio sono in molti ad affermare che l'inflazione con l'estate in corso stia oramai arrivando al suo picco, oltre il quale tornerà indietro alla stessa velocità con la quale è emersa.

L'America per esempio rappresenta l'enigma più grande: da un lato pare essere entrata in recessione, non soltanto perché avrebbe infilato due trimestri consecutivi (dall'inizio dell'anno, dunque) in cui il PIL ha avuto segno negativo, ma anche perché c'è molta sfiducia nel prossimo futuro e per i timori conseguenti alla politica aggressiva di contrasto all'inflazione che la banca centrale (la Federal Reserve Bank of America) sta portando avanti con forti rialzi dei tassi e altrettanta riduzione della liquidità sui mercati, cosa che ha di per sé effetti recessivi e che per di più ha rilanciato le quotazioni del Dollaro, scoraggiando pertanto le esportazioni americane.

Ma anche oltreoceano qualcuno si lambicca il cervello: negli USA infatti non si era mai vista prima una recessione dell'economia in cui gli investimenti continuano a correre, la disoccupazione è vicina ai minimi storici da 50 anni (con una crescita vicina al 10% delle retribuzioni medie) e l'inflazione al consumo prosegue imperterrita la sua crescita verso la doppia cifra, al punto che la Banca Centrale americana si ripromette di continuare ad alzare i tassi d'interesse! Il problema americano sembra più che altro legato ad un momento di "flesso" del comparto tecnologico, invero assai sviluppato, con un ridimensionamento non soltanto delle quotazioni in borsa delle principali aziende quotate, ma anche degli investimenti in "capitale di ventura" così come nella ricerca e sviluppo. .

Vi è poi senza dubbio l'arretramento delle principali manifatture a causa della scarsa disponibilità di materie prime e semilavorati (come appunto i semiconduttori, che provengono in gran parte dall'Asia, e dei quali c'è obiettiva scarsità). Molti sforzi sono pertanto oggi rivolti verso il rimpatrio (reshoring) di molte delle produzioni di base e si tratta di forti investimenti produttivi che non hanno ancora dispiegato i loro effetti positivi ma che lo faranno a breve. Così come a breve ci si aspetta che daranno effetti sull'inflazione ufficiale i ribassi, già in corso, di buona parte dei prezzi dei fattori di produzione. E' per tutti questi motivi che in America nessuno si aspetta davvero che stavolta la recessione possa durare a lungo, o che possa fare grandi danni. E' più che altro un momento di pausa. Oltre il quale nessuno sa davvero cosa potrebbe succedere…

Anche a casa nostra, se anche rivedessimo intorno allo zero la nostra crescita economica, qualche segnale positivo lo potremmo comunque percepire. Gli ordinativi dell'industria sono tornati a crescere (così come in tutto il resto d'Europa) e le retribuzioni medie stanno indubbiamente crescendo. Il turismo quest'anno sembra essere tornato a correre: in Italia ad esempio un anno fa gli hotel a giugno erano pieni al 31%, nel 2022 lo sono stati al 76%, e a prezzi assai maggiorati. Le previsioni per il turismo italiano sono peraltro di crescita del 35% nel 2022. Mentre l'industria edilizia, complice anche il famoso "super bonus", è giunta da qualche mese alla saturazione dei propri fattori produttivi grazie soprattutto alle ristrutturazioni. Dunque anche in Europa, segnata più di altre zone del mondo dalla vicina guerra ucraina, c'è attenzione e ci sono timori, ma anche speranze circa il fatto che la situazione di stallo sia soltanto temporanea.

Non per niente le Borse di tutto il mondo, che notoriamente anticipano gli eventi dell'economia reale, hanno apparentemente smesso di scendere e anzi hanno infilato due-tre settimane positive, avendo oramai fattorizzato tanto la recessione quanto gli aumenti dei tassi d'interesse, circa i quali iniziano le scommesse sul fatto che siano giunti quasi al capolinea. Ma anche in finanza, nessuno sa davvero che pesci pigliare! Non ci sono soltanto gli ottimisti e per delle vere ragioni. Si guardi ad esempio il prezzo del petrolio,

rimbalzato nelle ultime settimane:

Quasi tutti i gestori di portafoglio nei mesi scorsi hanno fatto incetta di liquidità (che peraltro costa cara, vista la svalutazione in corso) perché si teme un' acutizzazione del conflitto militare in corso, circa il quale di nuovo non ci sono previsioni attendibili. Quella liquidità in cerca di un impiego potrebbe anche aiutare le borse a sviluppare un piccolo "rally" estivo, ma nessuno al momento si attende ancora davvero un' importante quanto stabile ripresa dei corsi azionari. Troppe variabili sono oggi all'opera per poter estrapolare una vera tendenza al rialzo.

Anzi i timori per la scarsità di risorse energetiche lasciano grandi dubbi circa la possibilità di una vera e propria ripresa dell'industria manifatturiera, al di là del rimbalzo che potrebbe avere avuto nell'ultimo mese. Il quadro generale appare dunque assai contrastato, principalmente a causa delle due guerre in corso: quella "fredda" con la Cina e quella "calda" con la Russia. Ma il mio personale punto di vista resta quello di un moderato ottimismo al riguardo: l'America in questo momento appare debole, con un presidente anziano e malato e per di più si tratta di una nazione in procinto di recarsi ai seggi elettorali, dove la maggioranza parlamentare potrebbe dunque cambiare bruscamente: in queste condizioni è relativamente improbabile che voglia alimentare le tensioni internazionali, anzi! Mostrare in autunno un'inflazione quantomeno in calo tendenziale risulta tra i primi obiettivi dell'amministrazione Biden.

E in tal caso la situazione potrebbe presto migliorare, non soltanto nella prima economia del pianeta, ma anche altrove. E' ovviamente solo una speranza. I "falchi" affermano che, al contrario, proprio perché il partito democratico sta per perdere il suo potere, potrebbe concentrarsi negli sforzi bellici prima dell'autunno, cosa che evidentemente farebbe di nuovo arretrare non poco le aspettative per l'economia. L'Europa da questo punto di vista pare totalmente priva di una propria politica, schiacciata completamente sulle scelte dell'alleanza militare del nord atlantico. E poi alle prese con altre consultazioni elettorali e molta instabilità governativa. Dunque incapace di esprimere una propria linea politica. Per questo motivo è relativamente probabile che ancora per un po' di tempo a venire a muovere le acque sarà soprattutto l'America, nel bene e nel male.

In conclusione, come si può dedurre dalle considerazioni sino qui trattate, appare difficile fare previsioni, specialmente quando riguardano il futuro, come diceva ironicamente Mark Twain! E stavolta più che mai, si potrebbe aggiungere. Il mio ottimismo però mi porta a ricordare la famosa definizione di Thomas Carlyle dell'economia: "a dismal science" (una

scienza triste), riferendosi in particolare modo alla piega pessimistica impressa dai primi economisti della storia, tra i quali Malthus e Bentham, che prefiguravano scenari orribili per l'umanità, basandosi sul cosiddetto "calcolo utilitaristico". Carlyle, saggista e grande storico inglese del primo XIX.mo secolo, si prodigò pertanto nello smentire quegli scenari puntualmente catastrofici che derivavano dalle principali teorie economiche, affermando che non si poteva finire con l'ignorare quanto di meglio vi fosse nella specie umana. E i secoli successivi gli hanno dato ragione.

Per chiunque infatti -ancora oggi- si cimenti nel fare previsioni economiche, la tentazione di vedere tutto piuttosto nero appare forte, ma di solito non a ragione. L'umanità è spesso migliore dei suoi governanti e la scienza economica tende costantemente a finire per ignorarlo.

Stefano di Tommaso