

IL ROMPIGHIACCIO



N. 34 del 12 settembre 2019

a cura di Enrico Ascari

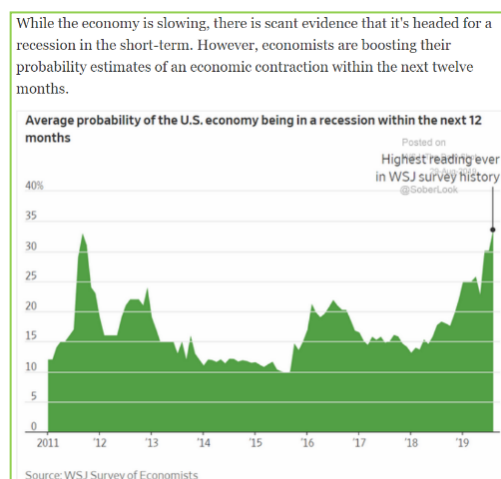
ASSITECA sim

NAVIGANDO TRA UN TWEET E L'ALTRO

La politica, in particolare quella kamikaze del “no deal world”, sostituisce la logica puramente economica degli Ottimati nel determinare le grandi scelte strategiche. Il “nuovo ordine” destabilizza gli usuali riti dei mercati finanziari e mette sulla graticola le banche centrali. Ne vedremo delle belle.

Molto rumore per nulla?

La recente frenesia dei mercati, ormai improbabile barometro degli umori planetari, ha coinvolto soprattutto i tassi d'interesse e ha una causa facilmente identificabile: **il tweet di Trump di inizio agosto** con il quale @Potus annunciava l'ennesimo giro di valzer tariffario sui beni di importazione cinese. L'obiettivo era quello di spaventare la Cina; ha piuttosto gelato i mercati, dando il via a un nuovo episodio di avvistamento delle aspettative, con tassi in picchiata, caduta delle Borse (per ora marginale), corsa ai cosiddetti “safe asset” (bund tedeschi, oro, yen e franco svizzero), peggioramento degli indicatori di fiducia e aumento delle probabilità di una imminente recessione (vedi nel grafico gli esiti di un sondaggio in merito tra gli economisti)¹.

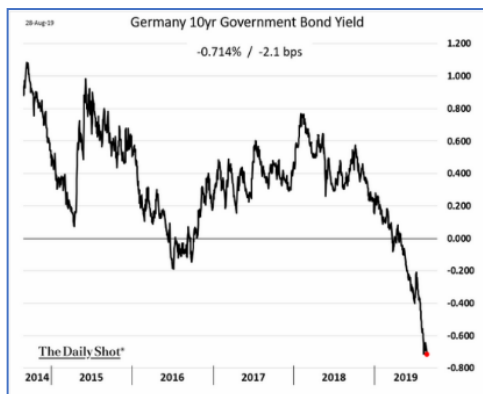


L'**inversione della curva dei tassi d'interesse**, che si narra abbia anticipato le ultime cinque recessioni dell'economia statunitense, è stata il catalizzatore del furore degli investitori.

Per ora **i danni per i risparmiatori sono stati irrilevanti**: i capital gain sulle obbligazioni hanno più che compensato le modeste perdite dei mercati azionari, le cui imprevedibili oscillazioni sono state assorbite con facilità.

¹ L'inversione della curva dei tassi d'interesse si manifesta quando il rendimento dei titoli a 10 anni è inferiore a quello sulle scadenze brevi. Il fenomeno non può essere considerato una “prova” dell'imminenza di una recessione, innanzitutto per motivi statistici (la frequenza delle osservazioni è troppo bassa). Inoltre, in passato, diverse inversioni non hanno anticipato alcuna recessione; infine si confrontano periodi storici non comparabili.

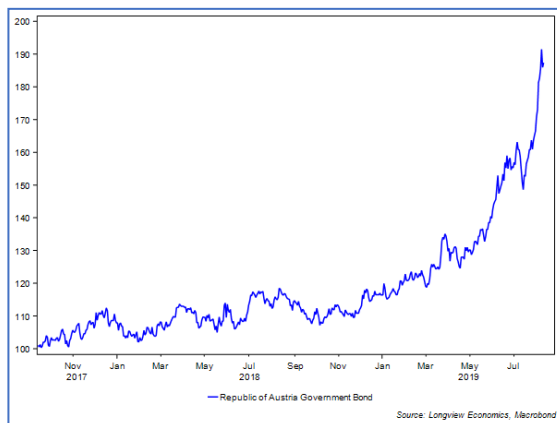
Tassi in ghiaccio e bolla dei prezzi obbligazionari



Il calo dei tassi d'interesse è stato comunque spettacolare. In un mese i *treasury* con scadenza decennale sono passati da un rendimento del 2% all'1,5%; per assicurarsi il “privilegio” di detenere bund tedeschi gli investitori sono disposti a **pagare lo 0,7% annuo** (vedi grafico); l'ultima emissione a 30 anni di Berlino ha cedola zero. Persino il BTP decennale italiano, malgrado la crisi di Governo, ha

visto il rendimento precipitare sotto l'1%. I tassi reali, al netto quindi dell'inflazione², sono negativi quasi ovunque su ogni orizzonte temporale. Ciò ha portato ossigeno, con rendimenti anche a doppia cifra, ai portafogli degli investitori posizionati su obbligazioni caratterizzate da elevata *duration* finanziaria (scadenze lontane nel tempo).

Si tratta di *performance* spettacolari, in alcuni casi analoghe a quelle ottenibili dai titoli azionari più speculativi (vedi grafico con andamento prezzo del bond governativo emesso dal Governo austriaco di durata 100 anni). Tant'è che c'è chi parla di **“bolla” sui titoli di debito**³, ipotesi giustificata da considerazioni sul valore fondamentale degli stessi e dalla conseguente carenza di motivazioni per acquistarli. D'altra parte è ovvia la constatazione che per acquistare un'obbligazione che **“garantisce” a scadenza un**



rendimento negativo le motivazioni non possono che essere binarie: o l'ipotesi “speculativa”, tipica dello schema di Ponzi o della teoria del “*greater fool*”, che giustifica l'acquisto sulla scommessa che si troverà sempre e comunque un compratore disposto a pagare un prezzo più

² Si osservi che l'inflazione rimane ovunque positiva, malgrado i timori dilaganti di una giapponesizzazione delle economie, cioè di un mondo in deflazione. Nell'ottica dei risparmiatori i tassi nominali inferiori all'inflazione attesa (e, soprattutto, realizzata) comportano una riduzione in termini reali del valore dell'investimento, non l'aumento che si realizzerebbe nel caso di inflazione negativa. Malgrado ciò, il ceto medio nei paesi sviluppati, soprattutto in Europa, più i tassi diventano negativi, più ha la propensione a incrementare il risparmio di natura precauzionale per affrontare un futuro pensionistico sempre più lungo, incerto e “povero”.

³ La società di ricerca Longview Economics ha di recente pubblicato uno studio in merito, nel quale sono state applicate ai prezzi delle obbligazioni le regole per identificare le bolle adottate dal famoso economista Charles Kindleberger nel suo libro “Manias, Panics, and Crashes.” La risposta è stata inequivocabile.

altro del nostro (e quindi con un rendimento del titolo a scadenza ancora più negativo)⁴; ovvero l'acquisto per motivi di natura prudenziale e/o assicurativa: siamo disposti a subire un danno certo ma relativamente limitato per evitare perdite maggiori su attività (apparentemente) più rischiose o per non tenere soldi sotto il materasso.

Invero, essendo i **tassi d'interesse uno degli strumenti chiave della politica monetaria** e di gestione delle aspettative e gli strumenti di mercato monetario la materia prima su cui operano le banche centrali per modificare i comportamenti del sistema bancario, **parlare di "bolla" delle obbligazioni è più che ragionevole ma certamente semplicistico.**

Non è un caso che i temi della deflazione, della stagnazione secolare, della "giapponesizzazione" dell'Occidente, della mancanza di munizioni delle Banche Centrali per fronteggiare l'incombente prossima recessione siano tornati al centro del dibattito accademico e, soprattutto, sotto i riflettori dei *media* che campano sulle *news* finanziarie. Per i tanti (spesso interessati) messaggeri di sventura **gli attuali livelli dei tassi di interesse nominali e reali sarebbero coerenti con l'evoluzione delle economie e soprattutto del quadro demografico dei paesi avanzati e il rischio di una imminente "glaciazione" (economica)** che farebbe da metaforico contraltare al riscaldamento globale del pianeta.

Comunque sia, ormai **il valore nominale dei bond con rendimento negativo ha toccato i 17 mila miliardi di dollari, il 25% dello stock globale delle emissioni, inclusi i titoli corporate High Yield.**

La nuova normalità del "no deal world".

La lettura degli eventi estivi, pur considerando quasi grotteschi alcuni eccessi sui tassi d'interesse, pone diversi seri quesiti. Il primo è: **quanto a lungo gli investitori potranno sottovalutare i rischi che derivano da un continuo rilancio al rialzo del livello di sconto sulle questioni commerciali e i rapporti di potere a livello internazionale?**

Siamo di fronte a un quadro che ha aspetti paradossali. **L'economia globale continua a crescere**, sia pure a ritmi più lenti che nel 2018. La spinta arriva dai consumi delle famiglie che vedono

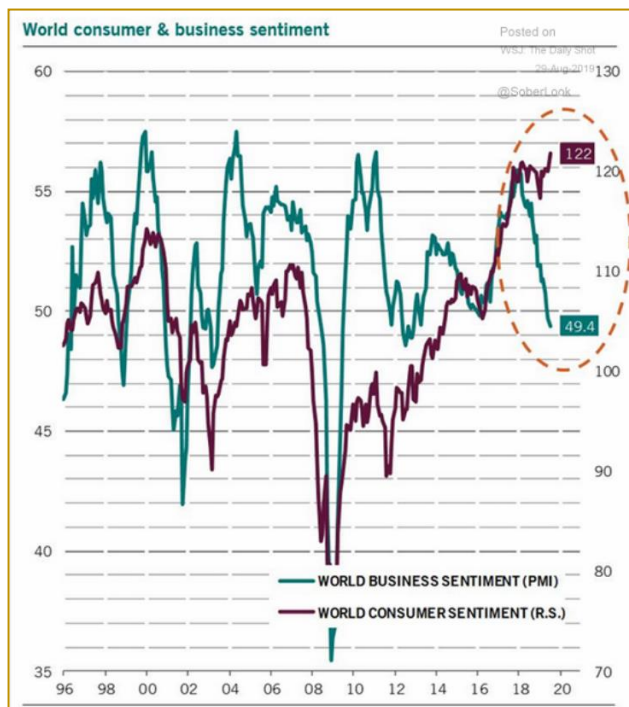
⁴ Si noti che per le caratteristiche tecniche delle obbligazioni, che prevedono il rimborso al nominale, l'ipotesi che i prezzi di obbligazioni già emesse possano continuare a crescere anche con tassi d'interesse che continuano a ridursi è, alla lunga, inevitabilmente falsa.

finalmente crescere i redditi, con l'aiuto di prezzi dell'energia contenuti e l'occupazione ai massimi dell'ultimo decennio. Inoltre, il credito è disponibile e meno caro che mai. Anche le imprese, in particolare le grandi *corporation*, hanno ampia disponibilità di *cash flow* e capacità di indebitamento inutilizzata. Infine, ciò che più conta, sono scarsi e con portata limitata i segnali di eccesso di leva o esuberanza speculativa che tipicamente precedono una seria caduta dell'economia.

Malgrado ciò, le aspettative degli agenti economici **sono condizionate da un'ansia crescente**; la mancanza di fiducia limita gli investimenti, affloscia gli *"animal spirits"*: il ciclo economico globale continua a indebolirsi soprattutto nell'ambito del settore manifatturiero. Sappiamo che non è un caso, in quanto le aspettative **negative di imprenditori e "money managers" sono alimentate dal nuovo stile politico dominante**, quello delle contrapposizioni a muso duro e dei compromessi zero. È il **"no deal world"** delle guerre commerciali e valutarie, della *hard brexit*, dei patti violati, dove impazza il machismo dei nuovi populistici. Che a volte si capottano (vedi il caso italiano).

Politica Kamikaze

La politica, spesso la politica kamikaze, sostituisce la logica puramente economica degli Ottimati nel determinare le grandi scelte strategiche. Non è forse un caso che gli indicatori che misurano la fiducia (vedi grafico) siano ancora prevalentemente positivi quando le indagini di mercato riguardano i consumatori o le famiglie e inequivocabilmente negativi quando gli intervistati sono gli imprenditori o operatori della finanza: la contrapposizione tra "popolo" ed élite si misura anche con le metriche dell'umore.



Il ricatto dei mercati

La grande finanza, che da sempre condiziona le scelte politiche, ha interessi solo parzialmente convergenti a quelli dell'amministrazione USA: vuole tassi più bassi, Borse euforiche, politiche economiche sempre più "espansive", ma **deve** salvaguardare la globalizzazione, che è questione

vitale. Trump, **che prima di tutto punta a essere rieletto** e ha bisogno di un'economia forte nel 2020, vuole, da una parte, tenere il punto sugli interessi nazionali e sul protezionismo economico ("America first"), ma nello stesso tempo non può permettersi che i mercati anticipino le potenziali ricadute negative di una *escalation* tariffaria con pesanti cali di Borsa che peggiorerebbero ulteriormente le aspettative. Da qui il continuo "stop and go" dei messaggi mediatici sapientemente dosati per manipolare la Federal Reserve, i cinesi e i mercati. La partita giocata dalla Casa Bianca ha ormai il difetto di essere abbastanza scoperta e quindi anticipabile dai padroni della finanza.

Gli stessi mercati **continuano a dare segnali divergenti**: gli *spread* sui crediti ai minimi e le Borse vicine ai massimi rassicurano; il meteo dei tassi segnala, al contrario, tempo in deciso peggioramento. La verità, probabilmente, è che mai come in questa epoca di ritorno alla grande della politica i segnali trasmessi dai mercati sono poco affidabili. Ciò nonostante non possono essere sottovalutati: attraverso il circolo vizioso delle aspettative possono "creare" una recessione "fake" quasi dal nulla, costringendo le banche centrali a realizzare politiche sempre più estreme per cercare di evitarla. Un **grande raffreddamento globale (una grande stagnazione) non può quindi essere escluso a priori, né va sottovalutato**. Un cambio di regime economico, di stampo nazionalista e protezionista, guidato dall'Amministrazione statunitense, avrebbe ricadute negative ben più ampie degli effetti diretti dell'aumento delle tariffe: dalla distruzione delle *supply chains*, al calo degli investimenti *cross-border*, al prosciugarsi dei flussi di risparmio a livello internazionale. Gli Stati Uniti potrebbero essere i primi a pagare un prezzo altissimo se il dollaro non fosse più il principale polo di attrazione dei grandi capitali. Inoltre, le tariffe sono inflazionistiche. Considerato che siamo in presenza di 17 mila miliardi di dollari di obbligazioni con tassi negativi, lo scenario più distruttivo per il risparmio, i mercati finanziari e il benessere globale, **sarebbe quello di un aumento imprevisto dell'inflazione** (oggi tanto desiderata).

Il verosimile declino delle banche centrali

Uno degli obiettivi chiave del populismo è quello di abbattere i tradizionali santuari dei mercati globalizzati, peraltro illudendosi di non pagare pegno.

Ne consegue la **disintermediazione delle istituzioni che hanno per decenni condizionato, con la loro presunta indipendenza, le scelte politiche**, a partire dalle banche centrali e in particolare dalla Federal Reserve, oggetto di pressioni continue da parte della Casa Bianca.

All'annuale incontro dei banchieri centrali a *Jackson Hole*, Jeremy Powell - obiettivo di un tweet presidenziale di scherno "tempestivamente" lanciato poco prima del suo intervento - ha puntualizzato che la Fed non è in grado di anticipare gli effetti derivanti dalla gestione delle politiche commerciali. Il Governatore della Federal Reserve di Dallas, *Kapland*, ha affermato che "...**dobbiamo capire che ci possiamo svegliare ogni giorno della settimana con una sorpresa sul fronte delle politiche commerciali perfino con paesi con cui abbiamo accordi**, e non si tratta solo della Cina". Si tratta di affermazioni di gravità inaudita, che riflettono lo **sconcerto nell'ambito della stessa Amministrazione USA**.

Inoltre, si è chiarito che le banche centrali non potranno più tornare alle politiche tradizionali adottate prima della grande crisi finanziaria e che **rimane aperto il problema dell'assenza di munizioni** per affrontare la prossima recessione; infine "l'esorbitante privilegio" di cui si è appropriato il dollaro assumendosi la funzione di moneta di riserva globale⁵ potrebbe essere messo in discussione, a maggior ragione considerando l'erraticità delle politiche americane in corso.

Sono di fatto **dichiarazioni di impotenza** che aprono la strada a scenari fino a poco tempo fa inimmaginabili e a scontri sempre più duri anche all'interno degli ambienti che contano. Nei giorni scorsi *William Dudley*, esponente di primo piano dell'establishment economico democratico, che è stato il numero tre della Fed fino all'anno scorso, ha dichiarato che la "*Federal Reserve deve smettere di rimediare ai problemi che la guerra commerciale di Trump crea all'economia globale e deve al contrario porsi l'obiettivo di impedire che Trump, con un secondo mandato, faccia altri danni*"⁶. **Per farlo basterebbe non tagliare ulteriormente i tassi d'interesse**.

La voce di Dudley che evoca quasi un'azione eversiva, rimane isolata. Molto meno lo sono quelle di segno opposto, sia tra l'accademia, sia tra i policy makers.

⁵ Mike Carney, Governatore della Bank of England, ha ipotizzato che una valuta digitale (emessa da una istituzione privata o pubblica) possa affiancare il dollaro per controbilanciarne il ruolo nel commercio internazionale (oggi il 50% delle fatture e il 65% delle transazioni su titoli è regolato in \$).

⁶ Citazione da "Sette giorni in maggio", Alessandro Fugnoli, *Il Rosso e Il Nero*, 29 agosto 2019.

Considerando che gli strumenti non convenzionali da tempo utilizzati dai banchieri centrali (tassi bassi, *Quantitative Easing*, condizionamento verbale delle aspettative) hanno un effetto decrescente, quando non controproducente, sulle variabili reali (la crescita dei redditi), si parla ormai senza pudore della **necessità di stimolare la crescita economica con soluzioni dirette di tipo inflazionistico**, con un ritorno al “*deficit spending*”, con l’ibridazione di politiche monetarie e fiscali (null’altro del finanziamento monetario della spesa pubblica in stile anni ’70), con la creazione di “*people money*”⁷ in sostituzione del QE (si tratta di stampare moneta e trasferirla direttamente alle famiglie con un assegno mensile) e con tante altre ipotesi più o meno strampalate di segno analogo. Il tutto ideologicamente sostenuto da una arcana teoria economica tornata di moda: la “**Modern Monetary Theory**” (MMT)⁸.

Qualcuno è perfino arrivato a ipotizzare, evocando di fatto il suicidio dell’economia di mercato, che le banche centrali comprino direttamente azioni. La proposta più sfacciata è quella che arriva da **Blackrock**, il maggiore gestore di patrimoni a livello globale, che annovera tra i suoi consulenti una nutrita batteria di ex banchieri centrali (cosa non si farebbe per soldi...): che le Banche Centrali, sull’esempio della Bank of Japan, comprino direttamente azioni (si chiama “intervento diretto”) riducendo per le imprese anche il costo del capitale azionario (*l’equity risk premium*) oltre a quello del debito, già ridotto ai minimi termini. Poi parlano di conflitti di interesse e di investimenti “socialmente responsabili”.

Abbiamo un grande futuro che ci attende: certamente non mancheranno le sorprese.

⁷ È la soluzione del leader dei laburisti inglesi *Jeremy Corbin*.

⁸ Si veda per una veloce panoramica [What You need to know about Modern Monetary Theory - Gavyn Davies](#)

IL ROMPIGHIACCIO

“Il Rompighiaccio” è una rubrica di macroeconomia redatta da Assiteca S.I.M. S.p.A., a cura di Enrico Ascari, membro del Comitato Investimenti della SIM, che analizza le principali tematiche di attualità economico-finanziaria al fine di valutare le relazioni tra le variabili del sistema economico e gli effetti delle stesse sulle decisioni di investimento.

Tale approfondimento rientra nell’obiettivo di Assiteca S.I.M. S.p.A. di fornire ai propri Clienti e ai risparmiatori in generale gli strumenti necessari a elaborare un giudizio sulle dinamiche economiche indipendente, ponderato e libero da qualsiasi condizionamento esterno al fine di evitare di assumere decisioni di investimento affrettate e dettate dall’emotività.

All’interno di uno scenario caratterizzato da una radicale trasformazione del mondo del risparmio gestito, Assiteca SIM adotta un modello di business basato sulla totale assenza di fondi nei portafogli dei clienti, sulla trasparenza dell’offerta, su una metodologia di investimento chiara e su una struttura dei ricavi estremamente semplice dove la componente delle commissioni di consulenza, di gestione e di raccolta e trasmissioni ordini, unitamente alle commissioni di performance, rappresentano gli unici elementi di generazione del margine di intermediazione.

L’assunzione di responsabilità, l’indipendenza e la totale assenza di conflitti di interesse sono gli elementi che contraddistinguono l’intera attività di Assiteca SIM e rappresentano un fondamentale punto di partenza per mettere al servizio della clientela l’esperienza professionale maturata in anni di attività, così da poter soddisfare ogni esigenza.

Le informazioni e le opinioni espresse in questa relazione sono state prodotte da Assiteca S.I.M. S.p.A. al momento della pubblicazione e sono suscettibili di modifiche in ogni momento successivo alla stessa.

Il presente documento è stato redatto unicamente a scopo informativo e non rappresenta pertanto né un’offerta né un invito, da parte o per conto di Assiteca S.I.M. S.p.A., ad acquistare o vendere un determinato titolo o strumenti finanziari collegati o a porre in essere eventuali strategie di trading in un determinato ordinamento giuridico.

