



Travolti da un insolito destino in un mare di liquidità

Prendiamo in prestito il titolo del film di Lina Wertmuller per descrivere la situazione attuale dei mercati finanziari. Non vi è dubbio infatti che viviamo in un periodo "insolito": vi è un costante **ecceso di liquidità** nel sistema, i **tassi continuano a scendere** e **l'inflazione non accenna a salire**. La scelta delle banche centrali di proseguire nel quantitative easing trova giustificazione nella *Modern Monetary Theory* secondo la quale l'immissione di moneta è possibile fino a che l'inflazione non ricomincia a risalire.

Tassi negativi, inflazione bassa e asset inflation

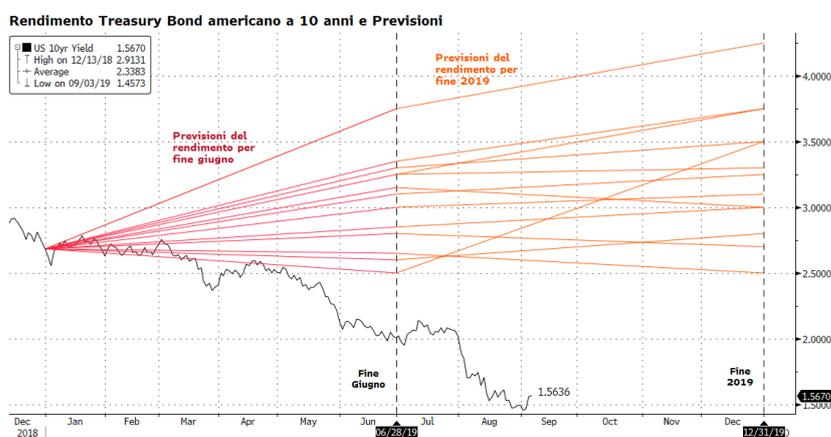
Il sintomo più evidente e incredibile di questa anomalia è la continua spinta al ribasso dei tassi di interesse. Oggi **i titoli a tasso nominale negativo hanno raggiunto la straordinaria cifra di 17 trilioni di dollari, quelli a tasso reale negativo sono molti di più**, con un fenomeno ormai esteso anche ai titoli a lungo termine come **il bund trentennale tedesco, recentemente emesso con tasso negativo**. L'idea che il denaro possa avere un costo negativo appare ancora più incredibile (pensiamo se ciò fosse applicato ai beni di consumo: vorrebbe dire acquistare beni ricevendo soldi dal negoziante) ma oggi è ormai normale: si pensi che oltre un terzo delle obbligazioni corporate investment-grade Europee sono a rendimento negativo.

L'unicità della situazione attuale è in larga parte riconducibile al fallimento delle politiche monetarie delle banche centrali nel ristabilire i livelli di inflazione intorno all'obiettivo del 2%. Questo accade perché l'immissione di liquidità ha dovuto fare i conti con un sistema economico diverso dal passato, in cui gran parte delle nuove aziende non sono più capital-intensive. **La tecnologia rende più efficiente l'utilizzo del capitale**, riducendo i livelli di stock di magazzino e spostando le aziende verso una produzione on-demand. Tutto questo non fa altro che **spingere al ribasso i prezzi al consumo di beni e servizi**. Pensiamo all'elettronica e all'informatica, i cui prezzi a parità di prestazioni sono crollati, e sono sempre di più i settori in cui l'evoluzione tecnologica svolge un ruolo determinante nell'abbassamento dei prezzi: il commercio elettronico è solo il più evidente.

L'eccesso di liquidità, non riuscendo a compensare l'effetto deflazionistico dell'innovazione tecnologica sul livello dei prezzi al consumo e non venendo assorbita dal sistema economico produttivo, genera asset inflation, spingendo i prezzi delle azioni, obbligazioni e immobili al rialzo, anche in situazioni in cui la congiuntura politico-economica potrebbe avere effetti negativi. Il mese di agosto è stato esemplificativo: a fronte di diversi eventi che normalmente avrebbero potuto portare a una flessione dei mercati, come la **crisi di Hong Kong, l'acuirsi della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, i segnali di rallentamento economico, la minaccia di un no-deal Brexit e anche la crisi di governo italiana**, le borse hanno tenuto senza grandi ribassi.

Una situazione del tutto inaspettata

È questo quindi *l'insolito destino* con cui dobbiamo fare i conti: uno scenario che nessuno si sarebbe aspettato anche solo fino a qualche mese fa, come è facile osservare recuperando gli outlook dei principali operatori. Ad esempio, all'inizio dell'anno tutti i maggiori nomi dell'economia mondiale prevedevano per il **Treasury bond americano a dieci anni** un range dal 2,5% al 5%. Nessuno aveva previsto nemmeno lontanamente i valori attuali, ormai vicini a 1,5%. Lo stesso James Dimon, CEO di JP Morgan, li vedeva proprio al 5%.





È chiaro dunque come i più ritenessero che questa situazione di eccesso di liquidità, tassi negativi e bassa inflazione fosse temporanea: se invece, come sembra, fosse destinata a permanere nel lungo periodo, le conseguenze potrebbero essere innumerevoli. Il settore bancario, quello assicurativo e i sistemi pensionistici europei e mondiali non sono infatti pronti a sostenere tassi di interesse negativi. Un capitale che non produce reddito li costringerebbe a rimettere totalmente in discussione i propri modelli di business.

Inoltre, l'inflazione potrebbe addirittura essere più bassa di quanto ufficialmente riportato proprio per la difficoltà di calcolare l'effettivo aumento dei prezzi tenendo conto dell'enorme aumento di qualità in tutti i beni soggetti all'innovazione tecnologica che oltretutto è destinata ad accelerarsi, non certo a ridursi. Pensiamo, per esempio, all'imminente introduzione del 5G che renderà la trasmissione dati ancora più rapida permettendo nuove applicazioni come la guida autonoma dei veicoli.

L'inadeguatezza delle politiche monetarie e il ruolo dei governi

D'altra parte, le banche hanno perso da tempo la propria centralità nella trasmissione di moneta soppiantate dalle decisioni delle banche centrali, il cui ruolo è andato a sua volta a esaurirsi perdendo in efficacia. Nella situazione attuale l'elemento critico non è più il costo del credito in quanto serve a poco abbassare ulteriormente i tassi già negativi.

Se le politiche monetarie delle banche centrali hanno ormai esaurito il proprio ruolo, **dovrebbero di contro riacquistare importanza le politiche fiscali dei governi**. Soprattutto nei paesi con i conti a posto, sarebbe, ora più che mai, necessario attuare riforme e attivare la leva fiscale, investendo in infrastrutture e riducendo le tasse per stimolare la crescita. Tuttavia, oggi, la prospettiva di un rallentamento economico appare meno preoccupante che in passato. La stessa curva negativa dei tassi, vista dalla maggioranza degli analisti come premonitrice di una recessione, è dovuta più che dall'attesa di un rallentamento, dal fatto che i tassi a lungo sono spinti al ribasso dall'eccesso di liquidità mentre quelli a breve termine sono soggetti alle decisioni delle banche centrali.

Stai investito, stai protetto

Finché la liquidità resta abbondante è lecito aspettarsi mercati positivi, pur con alta volatilità provocata dalle forze contrapposte del rallentamento economico e da una politica sempre più aggressiva ben rappresentata dalla "tweetonomics" di Trump.

La nostra posizione è quindi riassumibile, parafrasando il famoso "stay hungry, stay foolish" di Steve Jobs, in "Stai investito, stai protetto", ovvero mantenere il portafoglio investito in azioni, cercando di usufruire di tutte le protezioni possibili sia a livello di composizione settoriale e nella scelta di titoli meno ciclici sia attraverso le strutture opzionarie di riduzione della volatilità. Ci sono due acronimi che rappresentano bene l'atteggiamento che potrebbe prevalere sui mercati finanziari: TINA (*There Is No Alternative*) ovvero non c'è alternativa alle azioni, e FOMO (Fear Of Missing Out), ovvero la paura di rimanere fuori da un mercato in crescita.

Alessandro di Carpegna Brivio
Amministratore Delegato Camperio Sim

Milano, 2 Settembre 2019