

Mercati e crolli

DS6901 DS6901

LE NOSTRE
(RISCHIOSE)
FRAGILITÀdi **Lucrezia Reichlin**

Quando i mercati sono efficienti — dice la teoria finanziaria — non è possibile fare soldi prendendo a prestito dai Paesi con tassi di interesse bassi e reinvestendo in quelli con tassi alti, perché questo risulterebbe in variazioni di tasso di cambio che ne annullerebbero il guadagno. Tuttavia, questa strategia speculativa, chiamata *carry trade*, ha storicamente fatto fare un sacco di soldi agli investitori finanziari anche per periodi prolungati, a testimonianza del fatto che i mercati non sono efficienti. Quello che la teoria non considera è la differente propensione al rischio di chi investe. Chi intraprende il *carry trade* assume un rischio elevato e quindi può ottenere rendimenti ingenti, ma anche subire perdite

improvvisi come si è visto dal *crash* degli scorsi giorni in cui molti hanno perso le penne.

Cosa è successo? Il *carry* recente consisteva nel prendere in prestito soldi a tasso zero o quasi dal Giappone e reinvestire in strumenti finanziari ad alto rendimento, tra cui i titoli del Tesoro Usa. Un aumento inaspettato dei tassi in Giappone e un maggiore rischio di recessione in Usa che fa presagire una futura diminuzione dei tassi da parte della Fed, hanno cambiato improvvisamente il quadro e indotto i *carry trader* a riaggiustare la posizione. Questo riposizionamento è in generale amplificato dal fatto che, quando in un portafoglio i titoli perdono di valore, chi li detiene deve o depositare fondi addizionali o vendere i titoli stessi per ribilanciare la esposizione al rischio.

BORSE E CROLLI

MERCATI, LE NOSTRE RISCHIOSE FRAGILITÀ



Il collasso dei titoli

Perdere soldi presi a prestito è ben peggiore che perdere soldi propri e induce vendite a catena

In un mondo in cui gli investimenti sono fatti indebitandosi, questi meccanismi di amplificazione portano ad una altissima volatilità: perdere soldi quando si sono presi a prestito è ben peggiore che perdere soldi propri e induce vendite a catena con il conseguente collasso dei prezzi dei titoli.

Non c'è niente di nuovo. È successo molte volte nel passato, alcune volte in associazione a una recessione, ma altre volte in totale dissonanza con l'economia reale. La volatilità finanziaria non è sempre un buon segnale dell'andamento dell'economia reale. In questo caso la tempesta è passata in fretta. Dall'altro ieri la

tranquillità sembra essere tornata. Se ci fossimo addormentati a maggio e risvegliati stamattina non avremmo notato alcun cambiamento nel valore azionario e trovato una economia Usa ancora robusta, anche se con qualche indizio di rallentamento.

Ci sono tuttavia vari motivi di preoccupazione. La performance post Covid dell'economia americana è stata strabiliante, soprattutto se comparata all'Europa, in parte grazie a una politica fiscale molto espansiva, in parte trainata dall'ottimismo legato ai progressi dell'intelligenza artificiale. C'è stato un mix di politica keynesiana che ha tenuto «calda» l'economia e un meccanismo di mercato trainato da aspettative sulla tecnologia. Ma se quelle aspettative dovessero essere deluse e, soprattutto, se le nuove tecnologie non si diffondessero a tutta l'economia generando produttività generalizzata, questo mix incontrerebbe un limite naturale. Si verificherebbe uno sgonfiamento della

bolla tech e probabilmente una recessione. È presto per capire cosa stia veramente succedendo. Si pensi al caso Nvidia. Con valore di mercato di 2,4 trilioni di dollari, dividendi dello 0,04% e un rapporto prezzo/utile di 58, è un esempio di ottimismo e indice di crescita futura. Ma se si guarda al prezzo azionario, il quadro è diverso. Il titolo Nvidia è diminuito del 26% in poco più di tre settimane e il valore di mercato ha subito una perdita di 900 miliardi di dollari. È segno che la bolla sta per scoppiare? Presto per dirlo, ma non per preoccuparsi. Presto anche per



capire in che misura l'economia si stia dirigendo al di sotto del suo potenziale: i segnali che vengono dal consumo e dal mercato del lavoro sono per il momento contrastanti ma anch'essi motivo di preoccupazione.

In questa situazione la Federal Reserve deve tenere gli occhi aperti e i nervi saldi. Sarebbe ovviamente un errore precipitarsi a tagliare i tassi in risposta a una volatilità dei mercati che per ora sembra essere stata causata da fattori tecnici e speculativi, ma i dati vanno esaminati con attenzione continua per capire cosa stia succedendo all'economia reale e in tempo reale.

La Fed si preoccupa di una inflazione che rimane ancora al di sopra dell'obiettivo del 2%, ma probabilmente oggi il rischio di un indebolimento del mercato del lavoro è più alto di quello dell'inflazione e in più bisogna considerare il rischio tech. Da questa valutazione dipenderà il ritmo e la tempistica della discesa dei tassi, ma cosa altrettanto importante è il livello a cui questi ultimi si attesteranno a fine ciclo, il cosiddetto tasso di equilibrio.

Ritourneremo ai tassi zero di prima del Covid? La risposta dipende da quale sarà la crescita della produttività media nei prossimi 5-10 anni (più alta la produttività, più alti i tassi) e dai rischi a cui siamo esposti, inclusa la geopolitica e il clima (più alti i rischi e più bassi i tassi). Per noi europei tutto questo è molto rilevante. Si dice che quando l'America starnutisce il mondo prende il raffreddore, e il raffreddore è tanto peggiore quanto è più fragile la propria economia.

© RIPRODUZIONE RISERVATA