

2 settembre 2020 11:59

Politiche monetarie del terzo tipo: dobbiamo cambiare i portafogli finanziari?

di [Alessandro Pedone](#)



“Questa volta è diverso” sono le quattro parole più pericolose che possano esistere in finanza. Questo concetto è stato brillantemente espresso da Kenneth S. Rogoff e Carmen M. Reinhart in un fortunato libro del 2009, tradotto in Italia l'anno successivo con il titolo “Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria”.

Come ogni verità complessa, in determinati contesti è vero anche il suo opposto.

Bisogna intendersi bene sul termine “diverso”. Diverso rispetto a cosa?

Stiamo entrando in una fase economico-finanziaria che non è mai stata vissuta da coloro che operano attualmente nei mercati finanziari. Così come la fase che è iniziata nel 2008 era di portata tale che nessuno degli operatori finanziari allora in attività l'aveva mai vissuta sulla propria pelle.

Dal punto di vista della propria esperienza, dire “questa volta è diverso”, in relazione all'attuale situazione finanziaria, è pienamente corretto.

Dal punto di vista della storia, stiamo vivendo una fase che è già stata vissuta nei secoli passati. *Nihil sub sole novum*. Ovviamente ogni fase storica ha le sue specificità. Alcune dinamiche molto generali si ripetono, ma il modo in cui vengono declinate può cambiare molto da fase a fase storica.

Il ciclo del debito di lungo termine

A marzo di quest'anno è stato tradotto un libro estremamente interessante per avere un inquadramento storico della fase che stiamo vivendo. Si intitola “I principi per capire le grandi crisi del debito” di Ray Dalio. Dalio non è un accademico, come Rogoff e Reinhart. L'architettura concettuale che ha sviluppato per comprendere l'economia è molto pragmatica: tanto buonsenso, poca matematica. La sua storia come investitore e imprenditore nel settore della finanza parla per lui.

Come Rogoff, Dalio è appassionato di storia. Uno dei principi cardine del suo approccio agli investimenti è questo: ciò che accade oggi, in forme diverse, è sicuramente già successo diverse altre volte nella storia, solo che potrebbe essere accaduto quando nessuno di noi era in vita o quantomeno operava in finanza.

Dal punto di vista finanziario, il periodo che stiamo vivendo è caratterizzato da una quantità di **debito mondiale** (pubblico e privato) incredibilmente alto. Il debito governativo mondiale, in rapporto al PIL, è superiore a quello che avevano i governi dopo la seconda guerra mondiale! Complessivamente il rapporto tra il totale del debito (pubblico e privato) ed il prodotto interno lordo mondiale supera il 330% secondo l'IIF (un centro studi internazionale che raccoglie istituzioni finanziarie di 70 paesi). Nei paesi sviluppati tale rapporto sta sfiorando ormai il 400% del PIL.

[Dal 2019 al 2020 ha fatto un saldo del 12% giungendo al 392%!](#)

Questo debito è favorito dal fatto che le banche centrali hanno da prima portato i **tassi d'interesse a breve termine prossimi allo zero** e successivamente hanno manipolato anche quelli a lungo termine attraverso gli acquisti diretti dei titoli sui mercati finanziari attraverso denaro creato dal nulla. In questo contesto l'inflazione è rimasta molto bassa.

Molti operatori (compreso chi scrive) hanno vissuto con stupore questa fase dei mercati.

Nessuno degli operatori aveva mai sperimentato una fase del genere, eppure non era la prima volta che ciò accadeva. Semplicemente l'ultima volta che è accaduto qualcosa di paragonabile è stato a cavallo delle due guerre mondiali e nessuno degli operatori ne aveva una memoria personale.

Nel libro di Ray Dalio si descrivono, con un elevato livello di dettaglio, alcuni esempi storici di crisi legate all'ultima fase del ciclo del debito di lungo termine compreso quella che ha incluso "la grande depressione" e che ha visto il suo punto di culmine il 9 Marzo 1933 quando il Congresso USA approvò l'Emergency Banking Act con il quale si permise alla FED di emettere dollari garantiti da asset bancari anziché da oro.

Tutti i fenomeni hanno una loro certa ciclicità, il problema è che quando i cicli durano di più della vita media delle persone (almeno quella lavorativa) è molto difficile riconoscerli anche perché si declinano in modi sempre nuovi legati alle specificità dell'epoca. E' evidente, ad esempio, che tutta la tecnologia dell'epoca moderna porta con sé delle particolarità che non potevano essere presenti nei casi simili del passato.

Il ciclo del debito a breve termine e le "Politiche Monetarie di primo tipo"

L'economia tende ad avere dei cicli naturali di qualche anno collegati essenzialmente alla disponibilità di credito.

Quando il ciclo del debito di lungo termine è ancora nelle fasi gestibili, esistono fluttuazioni più di breve termine, cioè di qualche anno (tipicamente 3-5 anni), che le banche centrali tendono ad orientare abbassando o innalzando i tassi d'interesse.

Quando siamo nelle prime fasi del ciclo del debito di lungo termine, ogni volta che si completa un ciclo più breve, ci si trova con un debito complessivo leggermente inferiore al momento di picco del ciclo del debito di breve termine, ma comunque superiore rispetto all'inizio dello stesso ciclo di breve.

Le politiche monetarie di primo tipo sono sostanzialmente legate al controllo dei tassi d'interesse. Sono politiche estremamente efficaci, solo che devono esserci le condizioni giuste. Mano a mano che il ciclo del debito di lungo termine avanza, il debito complessivo diventa sempre più spropositato in rapporto al reddito complessivo e le banche centrali, una volta che hanno generato stimoli all'economia abbassando i tassi, fanno sempre più fatica ad alzarli di nuovo (perché c'è troppo debito in giro). Questo fa sì che si entri nel nuovo ciclo con meno margini per tagliare i tassi fino a quando non c'è più spazio.

Politiche monetarie del secondo tipo

Quando non c'è più spazio per tagliare i tassi, le banche centrali iniziano a "stampare moneta" comprando asset finanziari, tipicamente obbligazioni governative, ma poi si fanno prendere la mano e comprano un po' di tutto (comprese obbligazioni di aziende poco solvibili e azioni).

Questo genere di politiche vengono adottate verso la fine del ciclo del debito di lungo termine. Sono meno efficaci e più problematiche delle politiche monetarie tradizionali.

L'acquisto di titoli, spesso, si accompagna con la monetizzazione, almeno parziale dello stesso (significa che le obbligazioni acquistate vengono annullate, non devono essere ripagate). Il problema principale di questo genere di politiche è che genera un disequilibrio tra la quantità di asset finanziari e la quantità di asset reali.

Gli asset finanziari sono convenzioni, non sono cose realmente esistenti, così come il denaro è una convenzione. Se c'è troppo denaro (in senso lato, compresi gli asset finanziari) rispetto ai beni e servizi disponibili, questo genera una situazione analoga ad uno schema Ponzi.

Alla lunga, continuare a comprare titoli sui mercati non ha quasi più effetti come stimolo all'economia.

Gli acquisti sui mercati rimangono molto efficaci per prevenire o controllare le crisi dei mercati finanziari (come abbiamo visto anche nell'ultima crisi), ma lo scollamento che si genera fra mercati finanziari ed economia reale alla lunga diventa insostenibile. E' ciò che è accaduto ad esempio negli USA nel 1937-38 e ciò che sta accadendo attualmente con gli ultimi QE.

Politiche monetarie di terzo tipo

Quando comprare asset finanziari non è più funzionale, le banche centrali ed i governi si convincono che l'unico modo per far ripartire l'economia è mettere direttamente soldi nelle tasche delle persone, specialmente quelle che hanno pochi o nessun risparmio.

Ci sono moltissimi modi diversi per farlo ed in genere si usano combinazioni di varie tecniche.

In questa epoca tecnologica, è possibile che si finisca per utilizzare **moneta digitale delle banche centrali**. Una sorta di e-Euro, o e-Dollaro utilizzabile attraverso un'applicazione dentro uno smartphone. Sempre più ricerca di alto livello si sta producendo sul tema. L'ultimo paper interessante è stato pubblicato la settimana passata sul sito della Banca Internazionale dei Regolamenti (considerata la "banca centrale delle banche centrali") e si può

consultare [a questo indirizzo](#).

Il modo più tradizionale si ispira al *new deal* roosveltiano che risollevò gli USA dalla grande depressione. In sostanza si tratta di spendere a deficit per finanziare attività nell'economia reale, possibilmente investimenti utili nel lungo termine.

Un esempio presente nelle cronache attuali è sicuramente il superbonus che rimborsa il 110% di alcune spese per le ristrutturazioni edilizie legate all'efficientamento energetico e sismico.

I modi per applicare queste politiche monetarie sono limitate solo dalla fantasia, si possono tutte far rientrare sostanzialmente in due categorie:

- le banche centrali mettono direttamente soldi in tasca ai cittadini (chiamato anche "helicopter money");
- i governi spendono direttamente o indirettamente attraverso incentivi fiscali.

Alla fine bisognerà comunque trovare una qualche forma per far scomparire l'enorme debito nominale che si viene a creare.

La forma più graduale per far "sparire" il debito è generare un livello di inflazione controllato, ma sostenuto, nell'ordine del 3-5% per diversi anni, mantenendo, possibilmente, tassi d'interesse nominali bassi (possibilmente inferiori all'inflazione stessa).

Ci sono però forme anche più veloci e senza effetti a catena diretti nell'economia come la creazione di grandi "bad bank" o l'acquisto del debito da parte delle banche centrali e la successiva cancellazione. Sono forme "moderne" di giubileo del debito.

Conseguenze sui portafogli finanziari

Coloro che hanno la bontà di seguire le cose che scrivo da diversi anni, sanno benissimo che uno dei "mantra" che ripeto spesso è che ***i mercati finanziari sono imprevedibili***.

Questa è una profonda convinzione che ho maturato con l'esperienza nel trading personale e con lo studio accademico sull'infinito dibattito in tema della così detta "*ipotesi dei mercati efficienti*".

E' impossibile conoscere prima quali mix di politiche monetarie del terzo tipo verranno poste in essere nei vari Paesi e come verrà gestito l'enorme stock di debito che abbiamo generato al termine di questo ciclo di lungo termine che è iniziato negli anni '40 del secolo scorso.

Per quanto a mio avviso improbabile, potrebbe anche essere che le cose continuino a "vivacchiare" per qualche anno senza decisioni drastiche.

In tutti gli scenari, la considerazione che possiamo trarre a seguito dei comportamenti delle banche centrali e dei governi in risposta alla crisi innescata dai problemi sanitari mondiali, è che le obbligazioni a tasso fisso governative (o comunque con alti rating) hanno di fatto dismesso completamente il ruolo che storicamente hanno avuto per decenni nei portafogli.

Non forniscono più **né una diminuzione del rischio, né una stabilizzazione del rendimento**.

Se vogliamo raccogliere la sfida di costruire portafogli finanziari che tengono in considerazione la specificità della fase storica che stiamo vivendo, dobbiamo **ripensare completamente il ruolo dell'obbligazionario governativo a tasso fisso**.

Storicamente è sempre stato la parte più sicura del portafoglio ma adesso andrebbe riconsiderato come la componente più problematica, sostanzialmente da sostituire.

In astratto le banche centrali potrebbero continuare a comprare obbligazioni a lunga scadenza anche a tassi pesantemente negativi.

Nessuno impedisce, tecnicamente, di vedere il decennale tedesco scambiare a rendimenti del -2% all'anno. Ma la storia del ciclo del debito di lungo termine sta ormai puntando verso uno scenario opposto. L'ipotesi di una ripresa dell'inflazione nei prossimi lustri è ormai chiaramente auspicata dalle banche centrali. Continuare a mantenere questo genere di obbligazioni in portafoglio è un rischio che non ha senso correre.

Con cosa la sostituiamo? Con la consapevolezza

Il tema di cosa fare della componente obbligazionaria dei portafogli non è certo nuovo.

Dopo i fatti accaduti negli ultimi sei mesi, a mio avviso, acquista una centralità ed una priorità ancora più marcata, ma sono molti anni che chi, professionalmente, costruisce portafogli finanziari si trova a bersagliato da due fuochi:

1) si è sempre ritenuto che l'obbligazionario fosse la "base sicura" del portafoglio e non si possono costruire portafogli senza obbligazioni governative e 2) guardano i prezzi sul mercato si verifica che le obbligazioni governative sono un non-senso finanziario (e adesso stanno diventando un potenziale pericolo molto significativo).

Di fatto c'è una sola soluzione a questo apparente dilemma, si chiama **consapevolezza**. E' indispensabile che l'investitore comprenda che il mondo finanziario che attraverserà in futuro sarà molto diverso sia da quello che abbiamo vissuto negli ultimi 10 anni, sia da quello vissuto nei dieci anni ancora precedenti.

Non ci sono "soluzioni magiche", strumenti particolari, tecniche miracolose.

Ci sono enormi spazi di soluzione al problema dei portafogli finanziari, ma non risiedono nei mercati finanziari, bensì nella consapevolezza degli investitori.

Per esperienza diretta so molto bene che gli investitori sottostimano **enormemente**

il loro reale orizzonte temporale semplicemente perché non sanno pianificare le loro finanze.

Solo adeguando l'orizzonte temporale del portafoglio a quello reale (con tutti gli accorgimenti per la flessibilità del caso) il fabbisogno di obbligazioni in portafoglio potrebbe essere ridotto moltissimo e quel poco in essere potrebbe magari essere sostituito in parte con obbligazioni legate all'inflazione.

La gestione della componente volatile del portafoglio necessita di tanta consapevolezza per non generare problemi, ma i prossimi lustri nei mercati finanziari potrebbero generare problemi ancora maggiori agli investitori inconsapevoli che ritengono di avere portafogli prudenti perché sono pieni di obbligazioni.

CHI PAGA ADUC

l'associazione non **percepisce ed è contraria ai finanziamenti pubblici** (anche il 5 per mille)

[La sua forza sono iscrizioni e contributi donati da chi la ritiene utile](#)

DONA ORA (<http://www.aduc.it/info/sostienici.php>)