

## DEL BERE MOLTA ACQUA

2 aprile 2009

### Che succederà quando i cavalli riprenderanno a bere?

Nel mondo dei cavalli capita a volte che un animale, benché disidratato, si rifiuti di bere. Potete condurlo a un ruscello, potete mettergli davanti tutta l'acqua che volete ma lui non beve. Che non sia un caso così infrequente lo dimostrano i siti dedicati al problema.

Fra i suggerimenti più frequenti c'è quello di proporre al cavallo acqua fresca e pulita da un recipiente ben colmo (il recipiente mezzo vuoto demotiva). Se non funziona si può provare ad aggiungere zucchero o, per gli animali più esigenti, succo di frutta e un pizzico di sale. Nei casi di rifiuto ostinato si consiglia di far correre l'animale per qualche minuto e di iniettarli in gola, con una siringa, qualche liquido sciropposo in modo da creargli una patina sulla lingua.



Non sono infrequenti i casi di disidratazione fra gli equini..

Colpisce il fatto che, nel mondo degli allevatori e dei veterinari, venga dato per scontato che gli animali non sappiano sempre regolarsi da soli. Anche tra gli umani, del resto, succede di non accorgersi di essere disidratati e di non avvertire la sete. I gerontologi, in particolare, raccomandano a chi ha una certa età di bere spesso, anche se non si ha sete.

Un ecologista radicale, di quelli che affermano che la natura è buona e l'uomo è cattivo, dirà che il fatto che alcuni cavalli non bevano abbastanza, fino magari ad ammalarsi e a morire, è comunque cosa buona e giusta, perché rientra nell'ordine naturale delle cose. L'intervento umano, anche quando si dà dell'acqua a un animale che ne ha bisogno, è comunque un'interferenza nell'armonia della natura (ecologismo romantico) o nella selezione naturale

(ecologismo darwinista). Un po' come gli economisti di scuola austriaca quando dicono che un salvataggio di un paese, di una banca o di un'impresa è comunque un'interferenza sacrilega nell'armonia del mercato e ne indebolisce i processi di selezione naturale.

Nella cultura medica popolare il fatto che bisogna bere molto è noto da tempo. Meno noto è che non bisogna bere troppo. L'anno scorso una radio americana ha organizzato una gara a chi beveva più acqua in meno tempo e un giovane ha perso la vita. Scompenso elettrolitico.

Nella cultura popolare economica e di mercato accade il contrario. E' molto noto il fatto che stampare molta nuova moneta fa male (per alcuni anche stamparne una modica quantità è deprecabile), mentre è meno noto che in certe circostanze tenere la moneta che c'è senza crearne di nuova può fare morire il sistema per implosione.

Sta di fatto che da qualche tempo capita di cogliere nei mercati più inquietudine per l'inflazione (che non c'è e sta calando) che non per la crescita (che è stata in caduta libera per sei mesi e solo adesso mostra qualche timido segnale di possibile stabilizzazione). Perfino le borse, scese a un certo punto del 60 per cento dai massimi, sembrano creare meno preoccupazione dell'inflazione.



Johannes Vermeer. Donna che beve e gentiluomo. 1658

Tra le spiegazioni che vengono in mente c'è quella abbastanza ovvia che chi investe in azioni ha in partenza maggiore disponibilità al rischio e sa perdere con più stile rispetto a chi ha titoli di stato. Una spiegazione forse leggermente meno ovvia è che l'inflazione, esattamente come una tassa (cui concettualmente assomiglia molto), è vista come una perdita definitiva e quindi particolarmente angosciata. Sull'azionario, invece, chi compra da giovane riesce prima o poi ad andare in pari. E se non ci riesce può sempre sperarlo.

La paura dell'inflazione nasce dal fatto che i disavanzi pubblici stanno salendo molto in tutto il mondo e dal fatto che i bilanci delle banche centrali (e in particolare il loro passivo, cioè la base monetaria) stanno crescendo ancora più velocemente.

Questi fenomeni sono collegati ma distinti. Di per sé nessuno dei due, preso singolarmente, porta necessariamente all'inflazione. Anche quando si presentano insieme può benissimo non accadere nulla.

Una prima prova è sotto gli occhi. L'inflazione non c'è. Si obietta naturalmente che basta avere pazienza, qualche mese, massimo due-tre anni. Anche qui non è detto. In Giappone il disavanzo pubblico, anno dopo anno, ha creato uno stock di debito che è da 5 anni sopra il 160 per cento del Pil e si avvia ora, con rinnovato slancio, a raggiungere il 200 per cento. Quanto alla

politica monetaria, dal 1998 al 2004 la banca del Giappone ha provato di tutto (incluso l'acquisto di due trilioni di yen di azioni ogni anno). Il suo bilancio è triplicato e in particolare le riserve delle banche presso la BoJ sono passate da 5 trilioni nel 2001 a 32 nel 2004. Inflazione? Sono passati gli anni, sono passati i decenni e non ce n'è mai stata neanche l'ombra.

A chi vuole approfondire, con un raffronto tra il Giappone degli ultimi 15 anni e l'America di oggi, suggeriamo di dare un'occhiata al materiale del convegno che il Fondo Monetario ha organizzato sul tema il 19 marzo (imf.org). Molto interessante.

Si osserverà che i giapponesi hanno una straordinaria capacità di sopportare il dolore con compostezza. Il loro altissimo debito pubblico genera un decimo delle polemiche che sta creando nel mondo il passaggio dello stock del debito pubblico americano dal 41 per cento del Pil un anno fa all'83 per cento previsto per il 2019 (stime di Goldman Sachs molto vicine alle previsioni ufficiali dell'OMB, cioè dell'amministrazione).

Quell'83 per cento (che a onore del vero esclude i titoli in mano alla Fed) non sarà molto lontano dai livelli di Francia e Germania, già oggi, nel caso francese, superiori al 70 per cento e in rapida crescita.

Il raddoppio del debito americano in dieci anni sarà il risultato di disavanzi



Claudia Eve Kleefeld. Drinking Woman

annuali enormi (13 per cento quest'anno e in lenta discesa fino al 2019). Attenzione, però. Quasi tutto il disavanzo aggiuntivo (rispetto a quello cui eravamo abituati fino a un anno fa) andrà a compensare il maggiore risparmio privato, quello delle famiglie che non spendono e delle imprese che non investono. Tanto che l'effetto netto, che si manifesta nel disavanzo delle partite correnti (che sono la somma del risparmio creato o distrutto da famiglie, imprese e governo) non indicherà un deterioramento, anzi. Il disavanzo, arrivato due anni fa al 6.5, è ormai sotto il 3 e lì resterà quanto meno nei prossimi due anni.

Del resto, se i consumi sono il 70 per cento del Pil e il risparmio dei privati passa da 0 a 10 i conti sono presto fatti. Se poi si aggiunge il crollo degli investimenti (tanto le case quanto gli investimenti produttivi) si capisce come la voragine pubblica vada a compensare in sostanza il nuovo risparmio privato.

Quanto al lato monetario, ovvero l'ampliamento della base monetaria, il problema non è adesso e non sarà nemmeno, presumibilmente, nei prossimi due anni. La base monetaria è l'acqua che si mette davanti al cavallo. Non importa se se ne mettono 10 litri o un milione, finché al cavallo non viene sete non cambia nulla e non si crea un'oncia d'inflazione.

In pratica per tutto quest'anno non ci sarà inflazione in nessuna parte del mondo (anche lo Zimbabwe sta cercando di normalizzarsi). Nel 2010 ce ne sarà ancora di meno. Nel 2011 probabilmente continuerà a non essercene, ma a un certo punto ci troveremo tutti, in particolare i governi e le banche centrali, di fronte a un bivio.

La prima grande scelta sarà a fine 2010, quando amministrazione e Congresso dovranno decidere se confermare Bernanke, l'ultimo baluardo dell'indipendenza della Fed, o se mettere al suo posto qualcuno più docile di lui. L'amministrazione si guarda bene dallo scoprire le sue carte e continua a ritardare le nomine per le posizioni vacanti al vertice della Fed. E' un modo evidente per tenere sotto pressione Bernanke già adesso. E' abbastanza normale che sia così, ma non è una cosa bellissima, come del resto ripete ogni giorno Greenspan, che è libero di parlare e che vede seri pericoli per l'indipendenza futura della Fed.

Dicevamo che l'ipotesi di uscita inflazionistica dalla crisi non discende dalla situazione attuale ma sarà frutto, nel caso, di una scelta politica. Questa scelta spetterà alla Fed, non al Congresso e non all'amministrazione. La Fed, a un certo punto, sarà sottoposta a pressioni fortissime di ogni tipo. Sarà quando il cavallo inizierà a mostrare interesse per l'acqua che avrà davanti.

A quel punto tutto accelererà. La Fed, se vorrà agire in base al manuale del bravo banchiere centrale, dovrà iniziare a ritirare velocemente l'acqua in eccesso. Se non lo farà nei tempi giusti l'inflazione, dopo qualche tempo, prenderà a salire.

L'acqua verrà ritirata vendendo i titoli del Tesoro e gli asset più o meno tossici accumulati in precedenza. La vendita dei titoli comporterà una distruzione di base monetaria. La Fed brucerà i dollari stampati nei due-tre anni precedenti. Per dimostrare fin da adesso che ne sarà capace, la Fed ha distrutto 100 miliardi alla settimana per sei settimane di seguito tra gennaio e febbraio.

Vendendo i titoli la Fed ne abbasserà il prezzo, facendone salire il rendimento. Avrà parecchi scrupoli nel farlo e in più avrà il Congresso che griderà a gran voce per carità di non farlo, di aspettare, di accertarsi prima che la ripresa sia davvero solida.

Per qualche tempo si vivrà di rendita. I milioni di disoccupati e le migliaia di impianti fermi permetteranno alla domanda di crescere senza provocare tensioni nell'offerta e nei prezzi (con la probabile eccezione delle materie prime). Negli anni dal 2008 al 2011 si sarà infatti accumulata un'enorme capacità inutilizzata.

La capacità inutilizzata è come la frutta che si può cogliere comodamente senza chinarsi o senza alzarsi. Finita quella bisogna cominciare a faticare.

Succede però alle volte che la frutta a portata di mano dopo un po' va a male. Almeno una parte. Gli impianti inutilizzati, se passa molto tempo, quando si va a riaprirli li si ritrova arrugginiti o superati. Quanto ai disoccupati, dopo due tre anni cominciano a essere poco aggiornati e non all'altezza delle nuove esigenze. In pratica, non bisogna sopravvalutare la capacità inutilizzata come deterrente dell'inflazione.

Kenneth Rogoff, che ha studiato le crisi bancarie dell'ultimo mezzo secolo, da tempo fa notare che nella maggior parte dei casi finiscono con una fase d'inflazione brillante. L'esito non è scontato e quasi in nessun caso si registra iperinflazione, ma la tentazione di dare una sistemata ai debiti (non solo pubblici, anche quelli delle imprese) oggettivamente si presenta. Come diceva Wilde, il modo più sicuro per disfarsi di una tentazione è cedervi. Soprattutto se non si ha la tempra dei giapponesi.

Rogoff dice che il rischio è di vedere, fra tre-cinque anni, un'inflazione americana all'8-10 per cento. Con la sua abituale perfidia aggiunge che il massimo effetto lo si avrà se si riuscirà a tenere tassi e inflazione assolutamente tranquilli nei prossimi due-tre anni per poi fare esplodere tutto all'improvviso.

Ripetiamo che non c'è nulla di scontato. Il grande dibattito che c'è già oggi sul tema può indurre il mercato a una vigilanza attentissima. Il problema dei vigilantes, tuttavia, è che per i prossimi due anni ci sarà poco da tentare di alzare preventivamente i rendimenti reali, perché è ben possibile che le banche centrali comprino i titoli snobbati dal mercato, inducendo continuamente quest'ultimo a piegare la testa e a rassegnarsi a comprare per guadagnarsi il carry. Forse non sarà difficile addomesticare il mercato, ma ci sarà comunque un vivace dibattito accademico e politico sull'exit strategy inflazionistica. La Fed, dal canto suo, continuerà a proclamare la sua opposizione a ogni forma d'inflazione e dovrà stare attenta a non giocarsi la sua credibilità per molti anni.

La partita è dunque molto aperta. Per il 2009 si può restare sui titoli lunghi e guadagnare carry senza rischiare l'osso del collo. L'anno prossimo sarà prudente iniziare a ridurre gradualmente le posizioni, ma senza troppo affanno. I titoli indicizzati all'inflazione saranno da comprare per tempo. Oro, materie prime e, da un certo punto in avanti, azioni saranno meglio del cash.

Una ragionevole dose d'inflazione, dice Rogoff giustamente, sarà meglio del marcire alla giapponese della crisi e di un'ondata di default. Tutto sta, aggiungiamo, a come si faranno le cose. Due-tre anni di cura inflazionistica moderata, se terminati per tempo, potrebbero permettere al mondo di ripartire con la crescita avendo smaltito molto del debito in eccesso.

Il problema dell'inflazione, naturalmente, è come quello delle guerre. Si sa come si parte e non si sa come si va a finire. Per completezza, in ogni caso, ricordiamo che le stime attuali del mercato nonché quelle delle maggiori case americane, ipotizzano un'inflazione molto bassa per tutti gli anni Dieci. Alla fine, quindi, potrebbe anche non succedere nulla, ma nel dubbio è meglio rimanere mentalmente aperti e prepararsi, senza eccedere nei timori.

Alessandro Fugnoli ++39 02 77426.1

Abaxbank SpA. Corso Monforte 34, Milano.

La presente pubblicazione è stata prodotta da Abaxbank. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Abaxbank affidabili, ma l'accuratezza e la completezza delle stesse non può essere in nessun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo peraltro la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto nella sua interezza solo citando il nome di Abaxbank. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Abaxbank ma non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Abaxbank ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Abaxbank può occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.