

Le Borse hanno reagito con freddezza alla prospettiva reale di un'economia meno globalizzata, l'inflazione è tornata ai livelli del 1991 e le Banche centrali devono risolvere un dilemma diabolico: alzare o no i tassi mentre la ripresa rallenta?

SCENARI DEL GUERRA

di Ferruccio de Bortoli

Non eravamo preparati alla guerra. Ora è meglio non arrivare impreparati anche al dopoguerra. Non si tratta di illuderci su una fine imminente del conflitto in Ucraina. No, il cammino verso la pace sarà inevitabilmente lungo. Tra momenti di cauto ottimismo, com'è accaduto mercoledì scorso al termine dell'incontro di Istanbul, e successive smentite, soprattutto sul campo. Tra bombe, sangue e minacce sui contratti del gas. I mercati finanziari, tanto per cominciare, hanno avuto un atteggiamento più distaccato del previsto. Hanno mostrato un'inattesa freddezza che per certi versi stupisce visto che la guerra ha inferto una seria ferita alla globalizzazione ben più grave di quella, del tutto temporanea, della pandemia e accelerato i fenomeni di stagflazione.

Carmen Reinhart, chief economist della World Bank, parlando con il Financial Times in un'inchiesta sulla sorprendente (per ora) resilienza dei mercati, invita alla calma. Gli effetti di quello che sta accadendo non sono tutti visibili o incorporati nelle quotazioni. Inoltre, intere filiere produttive vedono minacciate tante vite aziendali. Imprenditori travolti da aumenti stratosferici dell'energia e delle materie prime. Un'inflazione che in Italia, sfiorando il 7%, non era così alta dal 1991. Eppure, nonostante tutto, è come se la finanza mondiale avesse scommesso su un rientro, a breve, in una sorta di nuova normalità, che però non sarà — ed è questo il punto — quella che ci siamo lasciati alle spalle il 24 febbraio, al momento dell'avvio delle operazioni belliche. Negli Stati Uniti — che vivono da lontano la guerra europea e ne hanno qualche vantaggio

I numeri

6,7

per cento
L'inflazione italiana

+14

per cento
La rimonta di Piazza Affari dal 7 marzo

(per esempio sulle materie prime energetiche) — le quotazioni azionarie sono già tornate ai livelli di fine '21. Al contrario, le piazze finanziarie europee sono ancora lontane e pagano un non trascurabile equity risk premium. «In Europa infatti il premio al rischio azionario, rispetto al rendimento reale a dieci anni — spiega Andrea Dell'Italia, responsabile dell'investment advisor di Pictet — che a inizio anno era all'8 per cento, oggi è sopra il 9. Una specie di choc aggiuntivo. Ovvero si pensa che l'Europa supporterà una perdita aggiuntiva dell'uno per cento in termini di minore crescita e di due punti percentuali circa in più sul versante dell'inflazione. Dunque, rendimenti reali più bassi e premi ovviamente maggiori. Nel nostro scenario tendiamo ad escludere una vera e propria

PREZZI, MERCATI SOSTENIBILITÀ COME GIRERÀ IL MONDO (E L'ITALIA)



Energia e investimenti per la Difesa sono due argomenti che andranno sviscerati in modo diverso
Per decidere in che termini la transizione verde andrà avanti e quanto sono «etici» gli sforzi della Ue
Intanto l'Italia, come il Messico, potrebbe anche beneficiare dell'accorciamento delle catene di valore...

DOPO



della Bce di Trichet nel 2008, motivata anche allora da aumenti di prezzi legati all'energia. E poi fu la recessione». Da allora la globalizzazione cominciò a fare passi indietro. E adesso ne farà altri.

Gli effetti

Non è detto però che questo abbia un risvolto sempre negativo. L'accorciamento delle catene del valore ha, per esempio, avvantaggiato il Messico come fornitore statunitense, preferito al Vietnam. In Europa, un movimento analogo è già in corso. Le aziende italiane, in alcuni settori, sono beneficiarie delle decisioni tedesche sulle catene del valore. Con la concorrenza temibile di polacchi, slovacchi, ungheresi. Inoltre, un po' di autarchia, per esempio nell'aumentare le produzioni agricole, recuperare terreni incolti (e a riposo come da orientamento di Bruxelles) non fa male. Anzi. La transizione energetica ha subito certamente un colpo d'arresto.

Ma forse la guerra in Ucraina ha reso più evidenti i costi nel passaggio alle rinnovabili e, nello stesso tempo, l'urgenza di non perdere altro tempo nell'approvare i progetti su eolico e solare. Con quale impatto sull'ambiente? Un capitolo a parte merita l'inevitabile cambiamento di percezione dell'importanza dei fattori Esg (Environmental, social and governance). Gli investimenti in ricerca nel petrolio e nel gas, di cui avremo bisogno ancora a lungo, non sono stati troppo penalizzati? E in quella S, come social, che importanza ha il fattore sicurezza? E come trattare, a questo punto, l'aumento degli investimenti nella difesa europea? La discussione sulla loro eticità è riaperta. E nella G, come governance, come dobbiamo aggiornare criteri e valutazioni alla luce della contrapposizione, più dura, tra democrazie e autocrazie? Già prima, a voler essere rigorosi con i fattori Esg, gli investimenti in Russia non si sarebbero dovuti fare. L'equivoco maggiore che chi gestisce i risparmi si trova ad affrontare con la propria clientela è la diffusa convinzione, indotta dall'andamento dei mercati finanziari, che la guerra in Ucraina

na si possa alla fine archiviare, come altre in passato, al pari di uno spiacevole, seppur sanguinoso, incidente della Storia.

Non è così. Non solo perché lo choc su prezzi di materie prime ed energetiche rischia di protrarsi nel medio periodo. Ma anche per altre ragioni, apparentemente secondarie. Se, per ipotesi, la guerra finisse domani, l'intera architettura delle sanzioni non verrebbe smantellata in breve tempo. E se anche, ulteriore ipotesi, le sanzioni scomparissero all'istante come uno squarcio di cielo sereno dopo la tempesta, avrebbero comunque lasciato nella contrattualistica internazionale una velenosa scia di sospetti, una coda di sfiducia a tutti i livelli. Per quanto sacrosante ed efficaci, le sanzioni hanno un costo elevato in termini di affidabilità tra le parti e introducono una vasta gamma di interrogativi. Non ultimo quello del cambio arbitrario della valuta dei pagamenti. «E non vanno sottovalutati — chiarisce Antonio Pedersoli che appartiene a uno dei più importanti studi legali italiani, specializzato in mergers and acquisitions — gli aspetti etici. Noi, per esempio, abbiamo deciso di non accettare incarichi da clienti russi, anche se non sono in blacklist. Cambia in ogni caso tra le stime del rischio ed è ovvio che tutto ciò che è accaduto avrà conseguenze sugli aspetti relazionali e non solo nella forma degli accordi e dei contratti».

La frase di Pedersoli anticipa lo scenario di una Guerra Fredda 2.0 come possibile esito di un cessate il fuoco e persino di un negoziato che inevitabilmente conterrà clausole dilazionarie nel tempo (per esempio sugli assetti della Crimea e del Donbass). Con una sostanziale differenza rispetto al secolo scorso. L'Occidente democratico non ha più, nella mappa del potere economico mondiale, una strategia centralità, ma - ed è ancora più grave - ritiene di averla, di conservarla. Quasi fosse un diritto inalienabile. La Russia di Putin sarà isolata ma i governi che rappresentano oltre la metà della popolazione mondiale (Cina e India soprattutto) non hanno votato all'Onu la risoluzione di condanna di Mosca. Nel frattempo il G20 è dato morente e il G2 tra Cina e Stati Uniti è di fatto congelato. Federico Rampini, nel suo ultimo libro (*Suicidio occidentale*, Mondadori), affronta il tema di quella che potremmo chiamare una «illusione ottica» alimentata dalla forza di gravità storica del Novecento. L'ex ministro degli Esteri portoghese Bruno Macaes, nel suo libro *The dawn of Eurasia*, Penguin, attribuisce a Russia e Cina una maggiore consapevolezza nel capire come cambierà, e con quali pesi, l'ordine mondiale. Siamo più piccoli, come europei e occidentali, più di quanto non pensiamo. E ci siamo a lungo illusi che gli altri volessero essere come noi.

stagflazione con le caratteristiche degli anni Settanta. Ma tutto dipenderà dal costo reale della pace. Sarà comunque un mondo meno efficiente e meno produttivo».

«Ormai ci stiamo rassegnando — è l'opinione di Alessandro Fugnoli, strategist di Kairos e autore di un'apprezzata newsletter tra economia e storia — a convivere con un'inflazione elevata. Pochi sperano ancora che rientri così facilmente. E la guerra ci lascia, tra le altre, anche questa scomoda eredità. Tra cui un dilemma diabolico per le banche centrali, in particolare per la Fed, ovvero scegliere tra lotta all'inflazione e sostegno all'attività economica. Alzare i tassi quando l'economia rallenta è molto, molto rischioso, come insegna la mossa al rialzo



Mario Draghi
Presidente del Consiglio

© RIPRODUZIONE RISERVATA