

4 ottobre 2021

Edward Altman

PREZZI E TASSI

UN CONSIGLIO AI BANCHIERI REALISMO, C'È UNA BOLLA

Oggi l'accendersi del costo della vita è il rischio più grande, dice l'economista, attenti al mercato dei bond

di **Federico Fubini**

Edward Altman, professore emerito di Finanza della New York University, direttore della ricerca su credito e debito al Salomon Center dello stesso ateneo e cofondatore della boutique milanese Classis Capital, ha capito che qualcosa sta cambiando dalle sue due nipoti. Una ha 15 anni, l'altra 19. Di recente sono entrate in un ristorante negli Stati Uniti per salutare il proprietario, un loro conoscente, e quello le ha assunte. Il mercato del lavoro negli Stati Uniti è così in tensione da contribuire a una nuova ondata inflazionistica, che può avere effetti imprevedibili sui mercati.

Davvero l'inflazione la preoccupa, professore?

«Seguo la situazione da tempo. Di solito quando si discutono questioni che potenzialmente possono essere problematiche, le banche centrali cercano di sminuire. Succede anche sull'inflazione. C'erano molti segnali che questa inflazione non sarebbe stata temporanea, come loro dicevano. Che salga da livelli molto bassi al 2% o al 3% non è un male, anche se magari va un po' più alto per un po'.

La Bce tiene un tappo

sui tassi, ma in Cina e negli Usa è impressionante come le aspettative siano cambiate in 6 mesi

Ma se sminuisci e improvvisamente quella risulta non più così temporanea, sul mercato lo choc è maggiore di quello che si sarebbe avuto che se dall'inizio non si fosse trattenuto uno scenario più realistico».

Quali fattori sospingono i prezzi?

«Ci sono problemi nelle catene di fornitura e nel mercato del lavoro, specie negli Stati Uniti. Non spariranno così in fretta. Se non si trovano i lavoratori, l'unico modo è pagarli di più. Sei mesi fa le aspettative sui tassi per il 2021, 2022 e 2023 erano estremamente basse e più o meno le stesse per i tre anni. Tre mesi fa hanno iniziato salire per il 2023 e 2024. Adesso tutti dicono che i tassi possono salire prima».

Sta parlando dei tassi ufficiali della Federal Reserve o di quelli di mercato?

«Parlo di tassi di mercato internazionali, in particolare a partire dagli Stati Uniti. E mi è difficile credere che gli

interessi non salgano anche in Paesi come la Cina. Non posso dire lo stesso dell'Europa: la Bce tiene un tappo sui tassi d'interesse, drasticamente, e offre un'incredibile quantità di sostegno. Ma in Cina e negli Stati Uniti è davvero impressionante come le aspettative sui tassi d'interesse siano cambiate negli ultimi sei mesi».

Perché questo la preoccupa tanto?

«Gli interessi sono stati molto bassi per un lungo periodo. Il risultante aumento della leva finanziaria, cioè del debito, è stato stupefacente. Di recente l'aumento della leva finanziaria a livello globale, anche se a bassi tassi d'interesse, è stato senza precedenti. Sono molto preoccupato. Stiamo arrivando a 340 mila miliardi di dollari di debito complessivo a livello globale. I maggiori aumenti sono nel settore delle imprese non finanziarie e dei governi. In particolare sto seguendo l'area corporate. E qui tutto va bene quando i tassi d'interesse sono bassi e le aziende sono sostenute dalle banche centrali e dalla politica di bilancio. Allora sembra tutto a posto. Ma cosa succede quando il sostegno delle banche centrali inizia a ridursi?».

Ritiene che le banche centrali saranno attente al forte debito e cercheranno di guardare oltre l'attuale ondata d'inflazione che potrebbe durare un anno, temendo le conseguenze del ritiro degli stimoli monetari e dell'aumento dei tassi? In altri termini, le banche centrali si sentono in trappola per la quantità del debito che c'è nell'economia?

«Esattamente. Ma allo stesso tempo adesso sono più preoccupate di prima dell'inflazione. Questo prepara la strada a tassi d'interesse più alti. Prima la Fed parlava forse di un rialzo nel 2022 e magari due nel 2023. Ora non sarei sorpreso se nel 2022 ne vedessimo più di uno».

Lei pensa che l'inflazione venga dall'economia reale, dai colli di bottiglia nell'offerta, dall'energia che rincara, dal costo della transizione verde? Oppure è l'enorme creazione di denaro degli ultimi anni a generare pressioni sui prezzi?

«Entrambe le cose, credo. Questa transizione in uscita da Covid ha cambiato drasticamente la percezione delle persone. Il numero delle nuove start up negli Stati Uniti è ai massimi di sempre. Questo è gran-

dioso per l'innovazione, perché tante persone sono ottimiste sul futuro. Ma implica anche un gran numero di fallimenti d'impresa nel frattempo, perché sappiamo che molte delle start up non decollano. Seguo con grande attenzione le tendenze nei fallimenti d'impresa e mi aspetto un grosso salto una volta che finiranno gli stimoli del governo e le moratorie sul credito. Le piccole e medie imprese sono le più sostenute dal settore pubblico oggi. E sono anche le più vulnerabili, perché in una stretta creditizia non

I governatori si sentono prigionieri della quantità di debito in circolazione e sono più preoccupati dei prezzi in salita

trovano la liquidità che avevano avuto prima. Credo che 2021 avremo tassi di default molto bassi e forse anche nella prima parte 2022. Dopo, entreremo in un periodo più difficile».

La reazione dei mercati del debito a una stretta delle banche centrali potrebbe essere acuta?

«Le attuali aspettative sulla crescita sono estremamente aggressive e i tassi continuano a essere bassi. Ciò ha sospinto i mercati obbligazionari. Non la definisco una bolla ma è qualcosa di molto simile, visto che le attuali valutazioni delle imprese presuppongono una crescita molto elevata. Il mercato riflette aspettative di aumento degli utili che definirei aggressive. Ma non è probabile che le previsioni più aggressive si confermino accurate. Dunque per molte aziende le quotazioni cadranno un bel po'. Non sono ottimista per il mercato del debito nel suo complesso, perché le previsioni sono troppo ottimiste. Per questo noi preferiamo concentrarci sulla parte di migliore qualità delle imprese ad alto rendimento».

I suoi timori riguardano solo il reddito fisso o anche i mercati azionari?

«Il mercato obbligazionario è stato sostenuto dal governo e il mercato azionario è sostenuto da gente che non vedeva altre aree in cui cercare rendimenti più alti. È difficile dire che cosa succederà ai mercati azionari, ma oggi il timore dell'inflazione è probabilmente il rischio più grande».



Economista

Edward Altman, 80, cofondatore di Classis