

Disoccupazione e incertezza politica L'eredità della crisi è in mezzo a noi La prospettiva? Crescita a ritmi lenti

Dieci anni fa, con il crollo di Lehman Brothers, iniziava la Grande recessione: un'eredità pesante di cui il mondo non si è liberato ancora.



di **PASCAL BLANQUET** (*)

PARIGI

SONO PASSATI dieci anni da quando il crollo di Lehman ha segnato l'inizio della Grande Recessione. L'eredità della crisi appare in quattro paradossi, con conseguenze di breve e lungo termine per l'economia globale e i mercati.

La mancata riduzione della leva finanziaria

Nonostante questo sia stato uno dei cicli più lunghi mai registrati, persistono ancora squilibri: una combinazione di classici elementi della 'stagiazione secolare' (persistenti bassa crescita e bassi investimenti) e un super-ciclo del debito. Anche con il rallentamento del ritmo di accumulo del debito, la riduzione della leva finanziaria in termini assoluti è avvenuta a malapena.

Le due facce della liquidità

Nonostante l'eccesso di liquidità a livello macro, come evidente dai livelli dei bilanci delle banche centrali, stiamo assistendo a un deterioramento della liquidità del mercato a livello micro, con distorsione della struttura dei detentori dei titoli. Questa è una conseguenza della regolamentazione post crisi e il risultato del ritiro delle banche dalle operazioni di *market-making*. Le autorità di controllo si sono concentrate sulle banche (liquidità, solvibilità) e sulla protezione dei clienti. Le banche sono forse meno rischiose, ma è possibile sostenere che i rischi si siano solo spostati altrove: vale a dire, dalla parte *sell side* (le banche) alla parte cosiddetta *buy-side* (investitori) dell'equazione. Questo ha anche alimentato l'azzardo morale in diversi segmenti del mercato, portando a una maggiore esposizione con la convinzione che ci sarà sempre un compratore di ultima istanza (Banche centrali) che verrà in aiuto in caso di tensioni. Inoltre, i rischi classici (per inciso, i meccanismi di crescita che si traducono in aumento di inflazione e tassi) non sono i soli che dovrebbero maggiormente preoccupare



pare i risparmiatori in questa fase: i rischi endogeni - relativi alla struttura del mercato, dove gli investitori sono scarsamente equipaggiati e i cambiamenti nei premi per il rischio sono difficili da leggere - sono davvero le incognite chiave. Per gli investitori, c'è molto più da scoprire su questi aspetti e la sfida per i gestori è implementare le strategie per affrontare questo paradosso della liquidità.

Effetti collaterali incerti

La risposta di politica macroeconomica alla crisi è rappresentata dagli ampi stimoli (ciclici) alla crescita, principalmente attraverso politiche monetarie a cui sono seguiti interventi fiscali, anche



Importante carriera accademica

Economista ed esperto finanziario, Pascal Blanquet è Group Chief Investment Officer di **Amundi**. Autore di diverse pubblicazioni, ha alle spalle un intenso lavoro di ricerca su materie monetarie, sul funzionamento dei mercati finanziari e sui fondamenti filosofici dell'economia. Ha insegnato e svolto attività di ricerca all'Ecole Normale Supérieure, l'Ecole Polytechnique e l'Università Paris-Dauphine

I DIPENDENTI LICENZIATI IN TRONCO

Una dei dipendenti di Lehman Brothers esce con lo scatolone della propria roba in mano: il crollo della banca Usa, dieci anni fa, segna l'inizio della Grande Recessione che ha coinvolto tutto il mondo

nell'Eurozona. La natura della crisi ha limitato in modo significativo l'efficacia del trattamento e gli effetti collaterali sono ancora incerti.

Questo è quello che abbiamo imparato nel periodo post crisi: (1) l'impatto della crisi è durato più a lungo di quanto ci si aspettava inizialmente; (2) il congelamento del credito, a seguito dello scoppio della bolla del credito, ha sottratto una componente importante dei tassi di crescita gonfiati artificialmente dal debito; (3) il regime in cui abbiamo vissuto è stato di natura deflazionistica. Va aggiunto che l'inflazione classica non può trovare la sua strada nel sistema (il capitalismo basato su patrimoni ereditari/ricchezza, invece di imprenditorialità e investimenti, non produce facilmente inflazione), ma piuttosto gli squilibri hanno assunto la forma di inflazione dei prezzi delle attività, una (in)attesa conseguenza della crisi e delle azioni intraprese per affrontarla.

Possibili due esiti diversi

Un ritorno a trend di lungo termine di crescita (e potenziale di crescita) inferiore e inflazione più bassa, bassi tassi di equilibrio e un più alto valore di equilibrio delle cosiddette attività rischiose; o un passaggio a una nuova fase di investimenti produttivi alimentati dall'innovazione, offuscata nella manifestazione da ritardi temporali e errori di valorizzazioni. Per gli investitori, il risultato che prevale fa la differenza: nel primo caso, i mercati tenderanno a riaggiustare i loro fondamentali (ad esempio, il ritorno del mercato azionario alla crescita degli utili a lungo termine) e gli investitori vedranno rendimenti attesi inferiori; nel secondo caso, potremmo ve-



Oltre 1.466 miliardi di masse gestite.

Con 1.466 miliardi di masse gestite, **Amundi** - dopo l'integrazione con **Pioneer Investments** - è il più grande asset manager in Europa e tra i primi dieci a livello globale. **Amundi** offre ai propri clienti in Europa, Asia-Pacifico, Medio Oriente ed Nord e Sud America l'accesso a competenze distinte sui mercati e una gamma completa di soluzioni d'investimento

dere un ulteriore rialzo delle azioni, grazie a una crescita degli utili strutturalmente più elevata. Riteniamo che il primo, conservativo scenario sarà l'esito più probabile.

Ineguaglianze e instabilità

Le conseguenze sociali e politiche della crisi finanziaria sono state rilevanti. Tassi di disoccupazione molto elevati (specialmente per le generazioni più giovani) e i lavoratori meno specializzati hanno impiegato molto tempo per essere assorbiti e permangono aree di debolezza. Nonostante i dati positivi del mercato del lavoro americano e il solido miglioramento dell'occupazione in Europa, non si è vista inflazione salariale. Con la ripresa che ha riguardato più l'ambito finanziario piuttosto che l'economia reale, le implicazioni della crisi dal punto di vista sociale sono state negative.

Il fallimento dei sistemi politici nell'offrire una crescita inclusiva e l'allargamento delle ineguaglianze hanno preparato il terreno per i partiti populistici e nuove agende politiche. Questo può essere una sfida per gli investitori: l'imprevedibilità delle politiche, piccoli progressi nell'integrazione politica o nella gestione delle sfide secolari, il cambio degli equilibri di potere, con l'avvento della Cina come attore globale, aggiungono ulteriore incertezza e volatilità nei mercati finanziari. L'aumento delle tendenze protezionistiche viste di recente è un'altra conseguenza di questa nuova attitudine politica, più chiusa, e mette ora in dubbio il concetto tradizionale di globalizzazione. Poiché gli investitori sono sovraesposti al commercio globale e inconsapevolmente correlati a tale fattore nella loro strategia di diversificazione internazionale, c'è molto da fare in questo nuovo scenario. È cruciale adottare un approccio attivo globale per identificare le nuove tendenze/dinamiche e accedere alle opportunità che possono emergere in questo nuovo scenario.

(*) **Group Chief Investment Officer Amundi**
 © RIPRODUZIONE RISERVATA