



**ALLARME/2** Le ultime crisi sono l'effetto di una mancanza di fiducia che viene da scelte di decenni fa verso le quali si è troppo spesso rimasti indifferenti. Come vanno gestiti i nuovi rischi? Parla Fugnoli (**Kairos**)

# Un problema d'inerzia



di Marco Capponi

**D**ifficilmente qualcosa, in economia ma non solo, succede senza che avvenga qualcos'altro a innescarla: azione e reazione. In altre parole, tutto è connesso, anche se a volte è difficile rendersene conto. Lo stesso vale per quello che sta accadendo sui mercati: crisi bancaria, inflazione, strette monetarie, sono tutte conseguenze di scelte effettuate 30, 40, 50 anni fa, che hanno innescato contro mosse, reazioni e aggiustamenti, a volte giusti, altre sbagliati. Il risultato è il mondo di oggi, alle prese con crisi di liquidità, inflazione galoppante, crack bancari, panico. Come navigare in questa nuova idea di rischio? Una regola generale non c'è, secondo lo strategist di **Kairos** Partner sgr, Alessandro Fugnoli. Ma una cosa è certa: «L'inerzia non è

più un'opzione».

**Domanda. Dopo gli eventi degli ultimi giorni siamo in presenza di un nuovo concetto di rischio?**

**Risposta.** Innanzitutto bisogna capire che tipo di crisi c'è stata. È stata una crisi di fiducia, niente di nuovo rispetto all'intera storia del capitalismo, ma qualcosa di diverso dal 2008: in quell'occasione il tema era la solvibilità. Stavolta si parla di liquidità, spesso innescata dal panico. Una crisi di fiducia nasce dalle notizie, che possono essere fondate o meno. D'altronde, per anni le banche hanno spostato i clienti verso l'home banking: prima quando c'era panico si andava di persona dal proprio consulente, ora si fa tutto con lo smartphone. Più veloce, certo, ma è

*Entrato in **Kairos** Partners sgr nel 2010, Alessandro Fugnoli è oggi strategist della società di gestione e autore del settimanale di strategia "Il rosso e il nero", punto di riferimento per l'informazione sul risparmio gestito in cui l'attualità economica e finanziaria viene affrontata con linguaggio divulgativo, ricco di spunti storici e riferimenti culturali. Milanese, laurea in Filosofia in Statale, prima di approdare a **Kairos** ha ricoperto il ruolo di head of research e strategist in Abaxbank (poi incorporata al Credem quanto lui se ne era già andato).*

anche più facile che circolino notizie infondate.

**D. Come si gestisce una crisi di fiducia?**

**R.** Regulatori e autorità sono stati tecnicamente molto pronti nel definire i giusti strumenti per circoscrivere il fuoco e non farlo diventare un incendio. Nel 2008 non era stato così: alcuni sistemi di risk management in contesti di crisi di fiducia sono stati acceleratori, versando benzina sul fuoco che ardeva. Per questo è importante porre molta attenzione a come vengono scritte le regole.



## **D. C'è una regola generale nella gestione del rischio?**

**R.** Donald Rumsfeld, segretario della Difesa di George W. Bush, parlava di *unknown unknowns*, cioè i rischi imprevedibili che avvengono in aree che non si pensa possano generare dei rischi. Per due anni si è parlato sempre di rischio inflazione o recessione: i riflettori non erano puntati sul sistema bancario, che sembrava ben ricapitalizzato. Poi è arrivata la sorpresa.

## **D. Cioè?**

**R.** Alcune banche si erano sbilanciate su duration lunghe quando si pensava che l'inflazione fosse transitoria, e se anche ci fossero state flessioni nei prezzi di mercato si affidavano all'idea di poter fare arrivare i titoli a scadenza e valutarli alla pari. Poi però alcune banche hanno registrato perdite importanti sul loro portafoglio titoli e si è innescato un nervosismo imprevedibile. Per rispondere alla domanda di prima quindi no, non c'è una regola generale.

## **D. Cosa si può fare quindi?**

**R.** Il regolatore è stato bravo su un punto: lotta all'inflazione e stabilità finanziaria sono due cose diverse, e si affrontano con strumenti diversi. Due battaglie che, in buona sostanza, si possono combattere contemporaneamente.

## **D. Dal punto di vista degli investitori invece?**

**R.** I rischi vanno minimizzati prima. Se in una giurisdizione i depositi sono garantiti fino a una certa cifra, questi vanno diversificati. Se sappiamo che gli At1 possono essere trasformati in equity o azzerati dal regolatore, dobbiamo essere più selettivi nella scelta degli stru-

menti. Insomma, mettere in atto comportamenti preventivi di buon senso, riconoscere rischi che magari tante volte sembrano astratti, ma poi se diventano concreti fanno male al portafoglio.

## **D. Come affrontare il rischio in portafoglio?**

**R.** Le regole generali sono note: rivolgersi a chi è in grado di valutarlo; diversificare gli investimenti in modo che un incidente possa essere assorbito in modo efficiente. Poi però c'è il contesto specifico, e vorrei essere chiaro su un punto: il mondo di oggi è molto diverso da quello in cui abbiamo vissuto negli ultimi 40 anni.

## **D. Sta parlando dell'inflazione?**

**R.** A partire dagli anni Ottanta si è voluto ricomporre quello che era andato deteriorandosi nei decenni precedenti: la globalizzazione, l'azione sull'offerta anziché sulla domanda, sono tutti fattori che hanno compresso l'inflazione. Ora la ten-

denza si è invertita di nuovo: si chiudono i confini, gli Stati si riarmano, le banche centrali monetizzano i disavanzi pubblici. Così torna l'inflazione, che è un rischio serio e come tale va trattato. Quello che noto è che ancora non abbiamo sviluppato gli anticorpi per affrontarlo: si parla di inflazione transitoria, destinata a scendere. Insomma, vedo un'inerzia passiva. È una storia simile a quella degli anni Settanta.

## **D. Cosa è successo in quell'occasione?**

**R.** Gli investitori accettarono tassi reali negativi pensando che l'inflazione sarebbe finita presto. Poi però si resero conto che così non era, e chiesero tassi reali positivi. Attenzione però: adesso c'è la possibilità di inserire nel contesto un altro fatto-

re, cioè la repressione finanziaria. Le autorità potrebbero arrivare a voler regolare la curva, anche con la regolamentazione, ad esempio imponendo alle istituzioni finanziarie di comprare più titoli governativi, gonfiandone il prezzo e abbassandone il rendimento. Anche se c'è inflazione i tassi vengono tenuti forzatamente negativi in termini reali, e questo è un rischio per il portafoglio, perché il potere di acquisto si erode.

## **D. Volendo fare la conta dei caduti, chi sarà il primo a perire? In molti parlano degli investimenti alternativi, come private equity e venture capital.**

**R.** Gli alternativi hanno una loro ragion d'essere in portafoglio, ed è giusto che una parte di esso venga allocata in questo modo. Ci sono però delle avvertenze: se ad esempio il mercato subisce un repricing improvviso, gli strumenti d'investimento alternativi devono in tempi ragionevolmente brevi allinearsi. Lo abbiamo già visto in alcuni fondi americani: asset che sul mercato valgono meno di quanto dichiarato nei bilanci dei fondi possono provocare riscatti, che a loro volta creano crisi di liquidità, che a sua volta crea avvitamamenti. È importante che i gestori di investimenti alternativi siano tempestivi e correggano il pricing dei loro portafogli in linea con gli orientamenti generali del mercato per mantenere la fiducia dei loro sottoscrittori.

## **D. Il settore immobiliare invece?**

**R.** In un contesto di inflazione può essere un buon investimento, ma anche qui ci sono elementi di novità e rottu-



ra, ad esempio l'imporsi dell'e-commerce. Il real estate commerciale, che nell'ultimo decennio ha registrato un eccesso di offerta, adesso perde terreno perché i consumatori preferiscono comprare online. Questo è un rischio nuovo che va considerato.

**D. Infine, ma non per importanza, le società molto indebitate. Sono a rischio?**

**R.** C'è debito e debito: bisogna vedere se è a lungo termine e a che tassi è stato fatto. Molte società che hanno ben interpretato il momento hanno fatto il pieno di fondi a tassi bassi e

ora sono tranquilli. Altre non sono state così attente. In generale, un profilo di debito ben distribuito nel tempo fa meno paura. Dal punto di vista delle società un contesto di inflazione può essere positivo se queste possono fare leva sul loro pricing power, cioè possono alzare il prezzo di prodotti e servizi. Anche qui però c'è una riflessione di fondo da fare.

**D. Quale?**

**R.** Siamo in una situazione strutturale più incline a creare nuovo debito, perché i governi devono gestire una serie di obiettivi,

tra cui la transizione energetica. E attenzione: il ciclo disinflazionistico dei passati decenni non è riuscito a contenere la crescita dell'indebitamento non è stato sgonfiato del tutto. L'inflazione diventa una grande tentazione: gonfiandola i governi riducono l'impatto del loro debito. Gli investitori devono prestare attenzione a questo problema: l'inflazione chiede di mettersi in movimento, di essere attivi, di muovere il portafoglio, di fare sempre attenzione a quello che succede. (riproduzione riservata)