

INTERVISTA Didier Saint-Georges Managing Director **Carmignac**

«Tassi ultrabassi? Negativi anche per la crescita»

«Il rischio maggiore oggi è che i mercati perdano fiducia nelle banche centrali»

Isabella Bufacchi

■ I tassi ultrabassi fin sotto lo zero per cento e la curva dei rendimenti piatta «hanno effetti collaterali negativi per le banche ma anche per la produttività e la crescita». Le banche centrali «solo ora hanno iniziato a capire che la politica dei tassi negativi è controproducente» ma per fermare da questo circolo vizioso il QE da solo non basta, c'è un'unica via di uscita: le banche centrali devono riuscire ad alzare le aspettative sull'inflazione e «i mercati non devono perdere fiducia nei banchieri centrali». C'è luce in fondo al tunnel ma il tunnel è lungo per Didier Saint-Georges, managing director di **Carmignac**, con un passato in Citigroup, Merrill Lynch e JP Morgan.

I tassi negativi continueranno a scendere?

Le banche centrali hanno capito che non possono averle tutte vinte. Da un lato abbassano il costo del denaro, e questo è positivo per l'economia, ma dall'altro i tassi negativi o attorno allo zero per cento e la curva dei rendimenti piatta distruggono i margini di profitto delle banche, mettono in crisi il loro modello di business. Negli Usa, le banche tirano già la cinghia, tagliano l'esposizione al credito dove la crescita dei prestiti è stata più forte. Inoltre un costo del denaro troppo basso tiene in vita le imprese decotte che non sono produttive e che in un ciclo normale sarebbero uscite di scena. Anche questo abbassa la produttività.

La curva dei rendimenti piatta è dannosa quanto il tasso negativo?

Per il sistema bancario sì. Nonguardiamo solo ai livelli assoluti. Le banche raccolgono a breve e prestano a lungo termine e lo spread tra i tassi a 2, 5 e 10 anni è il loro margine. Dovrebbe essere un gap ampio, di 200, 300 punti invece questo spread è in decine di punti.

Investite in asset bancari?

In azioni bancarie no, anche se bisogna ammettere che alcune hanno prezzi molto convenienti. Resta il problema della redditività: e inoltre ai tassi negativi e la curva piatta le banche sono soffocate da una regolamentazione eccessiva, nello specifico quelle italiane hanno il problema delle sofferenze, altre banche come Deutsche bank hanno sanzioni e multe... Ma investiamo in obbligazioni bancarie, senior e subordinate, perché le banche non sono rischiose, evitando quelle in cattive acque, sono più capitalizzate rispetto al periodo pre-crisi.

La Banca del Giappone intende irripidire la curva dei rendimenti con il target allo 0% sui titoli di Stato decennali: può funzionare?

La BoJ ha capito che la curva piatta sta uccidendo le banche commerciali. Ma in un contesto di crescita fiacca e bassa inflazione, far irripidire la curva è molto difficile. Ma la grande sfida per le banche centrali in Europa e Giappone è un'altra, è rialzare le aspettative sull'inflazione. È questa la chiave di tutto. Se le aspettative sull'inflazione salgono, i tassi reali scendono. Al contrario, i tassi reali salgono e questo equivale a una stretta della politica monetaria... Negli Usa è diverso.

Diverso in che senso?

Nel senso che l'inflazione sta risalendo, la core inflation è vicina al 2%. Ma secondo me è un'in-

flazione "cattiva" perché il rialzo è dovuto in buona parte dai prezzi degli affitti in risalita, che però assorbono denaro che altrimenti farebbe salire i consumi. Stesso può dirsi quando sale il prezzo del petrolio.

Quindi saliranno i tassi Usa oppure no?

Janet Yellen è in una posizione difficile: deve vedersela anche con la pressione deflazionistica globale, la crescita modesta, l'alto debito, le sfide demografiche e al tempo stesso con un'inflazione che viaggia verso il 2%.

Esiste un game changer per uscire da questo stallo?

Vedo un game changer negativo potenziale: la perdita di fiducia dei mercati nelle banche centrali. In questo momento tutto si tiene grazie all'opera dei banchieri centrali. Le banche centrali rappresentano adesso un'enorme rete di sicurezza per gli investitori. Questo, fintantoché avranno fiducia in loro.

È un game changer positivo?

Una politica fiscale con maggiori investimenti pubblici nell'economia.

... aiutata dall'helicopter money?

Se mai si dovesse arrivare all'helicopter money, dovrebbe essere fatto con un'azione coordinata delle banche centrali. Ma quel che vedo invece è un ritorno del protezionismo, e questo è dannoso per l'economia.

[@isa_bufacchi](https://twitter.com/isa_bufacchi)

isabella.bufacchi@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Il gestore. Didier Saint-Georges

