

Ancorati alle aspettative, aspettando il Giappone

Quadro macroeconomico

Gli attesi capricci di agosto quest'anno non si sono manifestati. I mercati hanno preferito attendere o agire in ordine sparso: l'*Eurostoxx50* ha guadagnato poco meno del 2% (come il *Nikkei225*), la Svizzera l'1% mentre l'*MSCI World* e lo *S&P* sono rimasti invariati. A brillare ci hanno pensato gli indici dei paesi emergenti, con l'*MSCI Emerging Market* in ripresa di quasi il 3%. Sul fronte obbligazionario i rendimenti hanno contenuto la volatilità, riflettendo l'incertezza sul rialzo tassi (il *Bund* da -0.12% è salito a -0,06%), mentre il rendimento del *Treasury* ha oscillato tra l'1,4% e l'1.63%. L'oro ha registrato una flessione, mentre il petrolio si è rafforzato in attesa di un accordo dell'OPEC. Il VIX, l'indice della paura, è rimasto sui minimi. La relativa tranquillità estiva è da imputare all'attenzione dei mercati al prossimo rialzo dei tassi negli Stati Uniti. Ormai da qualche tempo le politiche monetarie delle banche centrali hanno perso la forza propulsiva che hanno giocato dallo scoppio della Grande crisi nel 2008. Ma la *Brexit* ha avuto il merito di ridarle smalto. Tutte le paure, esasperate dagli annunci del Fondo Monetario Internazionale (FMI), dal mondo politico e da varie istituzioni internazionali, di un crollo della finanza e dell'economia inglese, sono state mitigate dalla disponibilità della Banca centrale inglese e, più in generale, delle banche centrali, pronte a irrorare liquidità sui mercati. A parte la prima reazione di paura, la borsa londinese è ripartita a razzo ed oggi, con un +9.5% è la migliore in Europa. Certo dietro il successo c'è anche la svalutazione della sterlina: ma questi sono proprio gli effetti dei *Quantitative Easing* (QE). Grazie alla paura delle conseguenze dell'uscita dell'Inghilterra dall'Unione europea, i mercati si

sono trovati con molta liquidità a disposizione proprio all'inizio del periodo estivo, quando il carburante finanziario scarseggia. La paura inglese ha anche contribuito ad ammorbidire le politiche restrittive di Bruxelles: la Commissione ha deciso di non imporre sanzioni a Spagna e Portogallo per aver superato la soglia massima del deficit, ma anche il Cancelliere dello Scacchiere ha voluto porre fine all'austerità sostenuta dal suo predecessore George Osborne.

L'attesa della riunione di Jackson Hole, dalla quale ci si aspettavano prese di posizione chiare da parte della *Federal Reserve (FED)*, ha tenuto i mercati al guinzaglio, evitando eccessive prese di rischio. I membri del più importante istituto d'emissione del mondo, in un gioco delle parti, sembra abbiano voluto confondere le idee. Alcuni esponenti influenti, come il vice presidente Stanley Fischer, hanno lasciato intendere che il rialzo dei tassi sia ora giustificato, quasi inevitabile e imminente. Mentre Janet Yellen ha ancora una volta preferito affidare la decisione ai futuri dati economici. Negli Stati Uniti la disoccupazione è scesa sotto il 5%, ma nei primi due trimestri dell'anno la crescita è stata addirittura inferiore a quella dell'area euro: +0,2% e +0,3% sui trimestri precedenti, rispetto al +0,6% e +0,3% europeo. A livello globale, il PIL mondiale, fino al 2010, cresceva intorno al 5% l'anno, mentre ora galleggia sul 3%. In questo contesto, gli Stati Uniti possono ancora essere economia trainante se il dollaro si rafforza grazie al rialzo dei tassi? E le aziende americane sarebbero ancora in grado di pensare ad investimenti, per ora rimandati, se aumenta il costo del denaro?

Che cosa succederebbe ai paesi emergenti spesso fortemente indebitati in dollari? Sono probabilmente queste le domande che motivano le incertezze della *FED*, oltre alla paura di trovarsi invischiata nella campagna presidenziale americana. Lo spettro della “stagnazione secolare” non è probabilmente estraneo ai tentennamenti della *FED*. Come non lo sono gli errori della politica monetaria giapponese che, a più riprese, ha rialzato prematuramente i tassi convinta di essere di fronte a crisi congiunturali, mentre doveva e deve affrontare una pesante trasformazione strutturale.

Politica d’investimento

L’attenzione si sposta ora sulla prossima riunione del *FOMC* il 20-21 settembre per capire le intenzioni della *FED*. Attualmente le probabilità di un ritocco prima delle elezioni presidenziali sembrano basse. Questa prospettiva pone le basi per un *momentum* positivo dei mercati. Ma le valutazioni negli Stati Uniti sono alte; lo S&P con *P/E* a 20.52 e stime per fine anno a 18.52 è sopra le medie storiche. Più interessante in questo ambito i paesi emergenti (MSCI Emerging, *P/E* 13.21) e le stime per l’Europa (14,6) e il Giappone (16.8). Ma per ora l’impressione è che i mercati vogliano salire perché si stanno convincendo che la politica monetaria resterà espansiva almeno fin che non partiranno altri tipi di sostegno.

La riunione dell’ultimo G20 è passata in sordina. Forse perché non sono state prese decisioni operative immediate. Ma i 48 corposi paragrafi del comunicato finale sono troppo articolati per essere una mera lista di vacue intenzioni. La chiara affermazione che i venti paesi più importanti del mondo ritengono che la crescita sia troppo debole e che questa è anche minacciata dalla volatilità dei mercati finanziari, dalle fluttuazioni del prezzo delle

commodity, dai bassi investimenti, dalla debole produttività e, in certi paesi, dal preoccupante tasso di disoccupazione, la dice lunga delle loro preoccupazioni, raramente così chiaramente espresse in un comunicato ufficiale. A questo contesto economico, dice il comunicato, vanno aggiunte anche le minacce della geopolitica, dei flussi dei rifugiati, del terrorismo. Per questa ragione si dicono pronti a “interventi coordinati di politica monetaria, fiscale e strutturale per una crescita sostenibile, bilanciata ed inclusiva” sostenendo i progetti di sviluppo multilaterale in infrastrutture di undici banche.

E’ difficile affidarsi solo alle dichiarazioni del G20, ma la sensazione è che le politiche dei *QE* e dei tassi bassi, o negativi, da sole non bastino a creare inflazione (da domanda). Anzi, sotto certi aspetti spaventano il consumatore. Bisogna intervenire nell’economia reale attraverso investimenti pubblici e privati, modificando anche la distribuzione della ricchezza (crescita inclusiva). Lo dice il comunicato del G20, ma da tempo lo scrive anche il FMI assieme ai presidenti delle principali Banche centrali. Se dietro queste dichiarazioni c’è anche la volontà politica di attuarle lo vedremo nei prossimi mesi. Ma il G20 sembra essersi impegnato a sostenere i mercati (un loro crollo sarebbe troppo pericoloso per la crescita) e a promuovere interventi strutturali. E’ quindi ragionevole valutare investimenti nei settori legati alle infrastrutture. I *QE* si moduleranno in funzione degli investimenti nell’economia reale. E’ probabilmente l’unica maniera per scongiurare i rischi di deflazione mondiale. La Cina, presidente del G20, sta facendo la sua parte. L’Europa può muoversi solo al traino della Germania, che è in condizione, se vuole, di fungere da motore per l’intero continente, mentre i rischi politici per l’intero progetto europeo si intensificano: l’Italia

potrebbe essere l'epicentro della prossima crisi. Gli Stati Uniti sanno che possono e devono alzare i tassi solo se ripartono gli investimenti (ripartirebbe l'inflazione). Ma, forse, il primo forte input potrebbe arrivare dal Giappone, dove appare chiaramente che i *QE*, senza un forte intervento politico strutturale e infrastrutturale, non producono gli effetti sperati. Abe e l'*Abenomics* hanno ancora un forte appoggio a Tokyo.