

Germogli di crescita e rischi politici

Quadro macroeconomico

Per la prima volta dal 2010 i germogli di crescita economica sbocciano contemporaneamente sia nei paesi sviluppati sia nelle economie emergenti. Sono ormai diversi mesi che i segnali in questo senso si sovrappongono, coinvolgendo i paesi asiatici votati all'esportazione, ma anche l'Europa, gli Stati Uniti e perfino realtà che hanno sofferto molto nel 2016, quali la Russia e il Brasile. L'indice *JPMorgan Global Manufacturing* è a 53, superando i massimi del 2014. I sondaggi fra i direttori degli acquisti nella manifattura (PMI) sembrano sensori di un risveglio condiviso del ciclo economico. A titolo d'esempio, le esportazioni da Taiwan sono cresciute del 28 per cento rispetto al 2016 segnalando la forte richiesta di semiconduttori. Ma anche le esportazioni cinesi e coreane sono salite in maniera sensibile. Negli Stati Uniti a febbraio sono stati creati 235 mila posti di lavoro. La Banca centrale europea, da parte sua, stima nel suo ultimo bollettino mensile, un incremento del Prodotto Interno Lordo (PIL) per la zona euro dell'1,8% nel 2017 e dell'1,7% nel 2018. Anche l'istituto d'emissione del vecchio Giappone ha rivisto le sue previsioni di crescita portandole dall'1% all'1,4%.

L'ottimismo che questi dati suscitano è però anche la conseguenza di quanto successe alla fine del 2015, quando la paura che circondava l'economia cinese fece temere l'esportazione di deflazione da questo paese, costretto, si temeva, a svalutare la sua valuta. Quel timore provocò il crollo delle materie prime e, in particolare, del petrolio, che scese sotto i 30 dollari, costringendo forti tagli negli investimenti. Quella crisi si manifestò subito a livello

borsistico, mostrando le correlazioni che la globalizzazione ha quasi istituzionalizzato e provocando la risposta protettiva delle banche centrali: la *Federal Reserve* ha rimandato ulteriori rialzi dei tassi, Mario Draghi ha potuto continuare quasi indisturbato il suo *Quantitative Easing*, la Cina bruciò 300 miliardi delle sue riserve in valuta, l'Inghilterra, anche a causa della *Brexit*, non si è ritirata affatto dalle sue politiche di allentamento monetario, come pure il Giappone.

Crisi cinese e deflazione, le due paure del 2015, sembrano alle spalle. I consumi che si erano contratti, ora danno nuovi segnali di vita. A livello globale un po' d'inflazione ha contribuito all'aumento dei profitti aziendali, poiché i prezzi nel manifatturiero sono tradizionalmente bloccati d'anticipo, mentre quelli alla vendita sono adattabili. Su questa fase di ripresa si è sovrapposto Donald Trump. Le sue promesse reflazioniste hanno esaltato il mondo finanziario: taglio alle tasse, deregolamentazione, l'aspettativa di rimpatrio di un trilione di liquidità che le aziende potrebbero riportare negli Stati Uniti, e conseguenti investimenti infrastrutturali, non potevano lasciare indifferente Wall Street.

Ma nel mese di marzo il mercato ha mitigato il suo ottimismo, dopo il rifiuto del Senato di accettare la riforma Trump dell'*Obamacare*, temendo che l'inesperienza negli affari di Washington del nuovo presidente gli impedisca d'implementare le politiche pro-crescita tanto sbandierate: lo S&P 500 ha registrato, per la prima volta dopo cento giorni, un calo giornaliero dell'1% per cento (non succedeva dal 1995), il dollaro ha perso la metà dei guadagni e il decennale americano, che il 13 marzo ha toccato il 2.62%, si è riportato a

rendimenti attorno a 2.37%. Il ridimensionamento di fine trimestre non sembra però ancora minare il *sentiment* positivo che attraversa i mercati mondiali: l'*MSCI World* da inizio anno registra una performance positiva di oltre il 5%. Ed anche la correzione del 27 marzo, quando gli investitori reagirono al fallimento della riforma sanitaria di Trump, impiegò poco più di dieci minuti, prima che la fiducia ritornasse a manifestarsi: in fondo, quel voto ha anche allontanato le paure di chi vedeva nel *trumpismo* una minaccia al sistema democratico americano.

Politica d'investimento

E' particolarmente significativo che, malgrado il parziale ridimensionamento delle aspettative, nessuno abbia riesumato il fantasma della *stagnazione secolare*. Due sono gli indicatori da valutare quando la festa sui mercati finanziari volge al termine: il primo, di medio-lungo termine, è appunto il riemergere di convinte analisi sull'impossibilità di rivedere importanti tassi di crescita; il secondo è prettamente finanziario e riguarda le banche centrali e i tassi d'interesse, con particolare riferimento al decennale americano. Quest'approccio è supportato anche da analisi teoriche.

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) introduce l'ipotesi di "Financial Cycle Drag" in alternativa a quella di "Secular stagnation" (Claudio Bosio, *Secular Stagnation or financial cycle drag?*, Conferenza, 5-7 Marzo 2017, Washington DC). L'idea di stagnazione secolare, riproposta da Larry Summer, rileva innanzitutto la deficienza della domanda aggregata, come presupposto per una crescita fiacca dopo la crisi del 2007/2008, causata dall'invecchiamento della popolazione, dalla mancanza di diffusione della ricchezza, che crea forti ineguaglianze e scoraggia gli

investimenti. Il quasi pieno impiego, che esisteva prima della crisi, nell'epoca della "grande moderazione", era sostenuto dalla bolla degli asset finanziari. In questa visione, vista la deficienza strutturale della domanda, i tassi reali (aggiustati per l'inflazione) devono essere negativi per permettere il pieno impiego ed evitare la spirale deflazionista (la caduta dei prezzi provoca di fatto il rialzo dei tassi d'interesse reali).

Nell'ipotesi sostenuta dalla BRI di un "trascinamento, coinvolgimento del ciclo finanziario", che coinvolge direttamente il credito, il mondo si caratterizza ormai dall'incapacità di restringere i boom finanziari che, quando scoppiano, creano profondi e duraturi danni economici, con recessioni che si protraggono nel tempo: non gli 8-10 anni dei normali cicli, ma 15-20 anni, come ha illustrato anche Kenneth Rogoff). L'equilibrio naturale dei tassi d'interesse è positivo e considerabilmente più alto che nel contesto della stagnazione secolare, mentre i danni al sistema del credito sono altrettanto duraturi.

Negli Stati Uniti ci si interroga su quanti saranno i rialzi dei tassi d'interesse e quando la *Federal Reserve* inizierà a restringere il suo bilancio. È quindi utile tener presente l'approccio della BRI, la banca delle banche centrali, soprattutto valutando che la produttività è inusualmente bassa e l'indebitamento globale a livelli storicamente estremi. Ciò permette di meglio interpretare i balbettamenti della FED che continua ad ondeggiare tra la necessità di una normalizzazione dei rendimenti, che sarebbe imposta dalla condizione di un classico ciclo economico, e la scelta di mantenere ancora una situazione anomala della liquidità, pensando al "financial cycle drag". I mercati sono quindi in attesa di capire che direzione prenderà la FED. Per questa ragione *le borse e gli asset a rischio*

terranno livelli alti fin che i tassi sul decennale americano si avvicineranno alla soglia del 3% (trading range con correzioni quanto i rendimenti sono attorno al 2,65% e rimbalzi a 2.35%).

Sarà la politica delle banche centrali sui tassi a determinare la sostenibilità dei multipli attuali, altissimi negli Stati Uniti, un po' meno in Europa, interessanti nei paesi emergenti. La propensione al rischio sarà sostenuta dal miglioramento delle prospettive di utile e dal continuo adattamento del sostegno monetario, se l'approccio del "financial cycle drag" entra nelle dinamiche operative degli istituti d'emissione. Se invece i tassi torneranno a salire, tentando di anticipare i rischi d'inflazione, assisteremo a correzioni importanti, soprattutto negli Stati Uniti. L'impressione attuale è che sia la FED sia la Banca centrale europea (BCE) vogliano contenere le esasperazioni del mercato attraverso la comunicazione: non intendono anticipare ipotetici aumenti dei prezzi, proprio perché non vedono i presupposti per un'esplosione della domanda aggregata.

I rischi politici e geopolitici avranno sicuramente un peso nelle prossime settimane e mesi, soprattutto per quanto riguarda l'Unione europea. Ed è per questo che si assiste ad un aumento importante di acquisto di *put* (protezioni) *out-of-the money*, vista anche la bassa volatilità. Il pericolo principale è rappresentato dall'Italia, sia per il debito pubblico sia per la confusione politica, anche se la Commissione cercherà di accontentare il più possibile le richieste del paese. In Francia non è affatto da escludere che Marine Le Pen sia il prossimo presidente. Se ciò avverrà (al secondo turno), le borse ne risentiranno, probabilmente in maniera più prolungata che nel caso *Brexit*, anche se Draghi interverrà con potenti *Bazooka*, coordinandosi con le altre

banche centrali. I francesi che vogliono manifestare il dissenso sulla povertà della loro politica europea potrebbero votare la candidata del Front National, ma non ratificheranno l'uscita dall'Unione europea. Pretenderanno però un nuovo equilibrio nel rapporto franco-tedesco, dove né Hollande né Sarkozy sono riusciti a scongiurare una sottomissione alla Germania; sottomissione che contrasta con lo statuto di unica potenza nucleare nel Continente. Potrebbe essere questo il vero punto di svolta per l'Europa, e non sarà necessariamente negativo.