

## DAL PESSIMISMO DELL'INTELLIGENZA ALL'OTTIMISMO DELLA VOLONTÀ

Commento Gennaio 2023

Dal pessimismo dell'intelligenza all'ottimismo della volontà. Le borse, con gramsciana accondiscendenza, in questo modo hanno voluto salutare il primo mese del 2023 cercando con protervia di lasciarsi alle spalle l'*annus horribilis* targato 2022. L'estremo pessimismo di dicembre lasciava immaginare tassi d'interesse costantemente in salita e banche centrali incapaci di frenare l'inflazione, ma decise ad uccidere la crescita.

La Cina sembrava proprio di non saper immaginare come uscire dal pantano della politica "zero-covid", poiché i segnali d'apertura erano contrastati da nuove incontenibili ondate di virus. L'Unione europea (UE) aveva terminato l'anno cercando nuove forniture di energia in attesa di trovare un accordo per riuscire a calmierare i prezzi sui mercati internazionali, ben sapendo che dovrà fare i conti con i limiti posti agli acquisti della vecchia energia russa. I successi dell'esercito ucraino non erano ancora

sufficienti per consolidare le speranze di vittoria. E la Federal Reserve, pur vedendo segnali di rallentamento dell'inflazione, continuava a spaventare i mercati. Certo le estreme paure vissute nei minimi di ottobre sembravano non tornare con la stessa intensità. Ma non erano scomparse all'approssimarsi del nuovo anno.

Si sa che, come dice George Soros, i mercati sono riflessivi: quello che vedono, bello o brutto che sia, lo esasperano. E a dicembre non era proprio un bel vedere. I giornalisti, per deformazione professionale, sono come i mercati: si concentrano sulla notizia e se questa è negativa, tingono tutto di nero. Il pessimismo era comunque quello dell'intelligenza. E quindi ci si rendeva conto che i mercati nel 2022 avevano già anticipato tante difficoltà a venire. L'inflazione, soprattutto negli Stati Uniti, aveva iniziato a scendere. I rialzi dei tassi non sarebbero terminati, ma il loro ritmo avrebbe rallentato. La recessione nel 2023 era ormai un annuncio che si autorealizza.

Ma, pensavano molti operatori, nella seconda parte del nuovo anno le borse avrebbero ricominciato a correre proprio perché la frenata dell'economia, ben delineata anche dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), avrebbe obbligato le banche centrali a cambiare rotta riducendo i tassi. Intanto però, il *bear market rally*, il rimbalzo partito a metà ottobre, sembrava aver esaurito la sua spinta. Il nuovo anno doveva iniziare con una correzione che, tra alti e bassi, avrebbe caratterizzato i primi due trimestri. E invece no.

L'ottimismo della volontà ha cambiato gli scenari di gennaio. I prezzi dell'energia, e in particolare del gas, sono ritornati ai livelli precedenti lo scoppio della guerra in Ucraina, sulla quale si è poggiata anche qualche nota di ottimismo per la temperanza delle forze di Kyev. Non a caso le borse europee sono partite a tambur battente nel nuovo anno, con l'Eurostoxx che si è rivalutato del 10%. Un rimbalzo così importante ha spinto i "shortisti", quelli che speculano al ribasso, a dover chiudere le posizioni alimentando ulteriormente la cavalcata. Wall Street si è dovuta accontentare di un modesto +5.6% (S&P): i multipli delle società europee (P/E

12) sono più convenienti di quelli americani (18). La prospettiva della fine delle "restrizioni covid" in Cina dava, inoltre, un enorme beneficio alle società del Vecchio continente. Anche da un punto di vista valutario l'Europa sembrava più attraente degli Stati Uniti con l'euro che, malgrado il recupero, perdeva ancora il 15% contro usd dai massimi del 2021.

Dopo il 18 gennaio la situazione muta anche a causa delle ripetute esternazioni di vari membri della Banca centrale europea (BCE), a partire dalla presidente Christine Lagarde, che hanno scoraggiato i mercati. Per loro, i tassi devono salire in maniera significativa per arrestare l'inflazione: le aspettative sui prezzi al consumo per gennaio 2023, pur scendendo, erano ancora all' 8.9%, mentre negli USA si registrava il dato più basso da 14 mesi: 6.5%, su base annuale.

L'attenzione ora torna a concentrarsi sui tassi e i relativi effetti sulla crescita. Oltre Atlantico, si guarda meno alle valutazioni azionarie e più all'economia che sembra resiliente e lascia intravedere un *soft landing*. La Fed, contrariamente alla BCE, sembra più cauta nell'alzare i tassi. I mercati sognano addirittura un primo ribasso dei tassi già nell'autunno.

Il pessimismo dell'intelligenza cerca negli utili aziendali le ragioni per sostenere l'ottimismo della volontà. I dati parziali sono però contrastanti. In alcuni casi sono migliori delle aspettative. Ma non sembrano scontare nessuna vera contrazione: i rapporti prezzo/utili sarebbero più bassi. Gli investitori prendono spesso profitto dopo gli annunci; segno che hanno già scontato le attese e non hanno ancora sufficiente visione sul futuro. I dati macroeconomici sono più incoraggianti. Il Prodotto interno lordo (PIL) americano ha superato le attese (2.6%) con un 2.9% annualizzato. Nei tre mesi precedenti era però cresciuto del 3.2%. Il Fondo monetario internazionale non ha certo aiutato a far chiarezza. Ha continuato a rivedere al ribasso le sue previsioni e solo a fine gennaio, nel *World Economic Outlook Update*<sup>1</sup>, ha migliorato le sue aspettative di crescita dell'economia mondiale per l'intero 2023 di 0.2%, portandole a 2.9%.

Da un punto di vista tecnico l'Eurostoxx50 ha rotto al rialzo la tendenza ribassista del 2022 e non è lontano dai massimi. Sembra un indice pronto a consolidare a livelli comunque alti. Anche lo S&P non è lontano dai suoi massimi ed il Nasdaq deve confermare la rottura della media a 200 giorni. L'indice mondiale (MSCI World), aiutato dalla Cina, è ora in un *trend* positivo, mentre quello svizzero delinea una figura rialzista (testa spalla rovesciato), ma allo stesso tempo ha lasciato aperto un *gap* di circa un 10% sotto i livelli attuali. Anche l'indice faro, lo S&P americano, pur essendo attualmente in una dinamica positiva, potrebbe in futuro essere richiamato verso antichi minimi da indicatori tecnici (*gap*). Il mercato obbligazionario conferma questa incertezza: il *Treasury* americano rende il 4.2% a due anni, ma solo il 3.5% a dieci anni scontando di fatto una recessione.<sup>2</sup>

Le ultime indicazioni del FMI sono incoraggianti, in quanto le "prospettive sono meno tetre per rapporto alle

<sup>1</sup> *World Economic Outlook Update, Inflation Peaking amid Low Growth*, FMI, Gennaio 2023.

<sup>2</sup> La misura del rapporto tra tassi a breve e a lunga scadenza è un indicatore da prendere con le pinze. Anche se storicamente ha dimostrato di essere affidabile è difficile prevedere quanto lo sia ora, visto che il mercato obbligazionario è di fatto stato

"nazionalizzato" con i vari *Quantitative Easing*. Prima le banche centrali influenzavano i tassi a breve e il mercato quelli a lunga. Ora non è più così, anche i tassi a lungo termine possono essere modulati dalle banche centrali vendendo o comprando le scadenze lunghe.

previsioni di ottobre. Potremmo vedere un punto di svolta nella parte inferiore dell'onda e un'ondata d'inflazione in ribasso".<sup>3</sup> Ma il "livello della crescita resterà debole per rapporto alle medie storiche, le misure per combattere l'inflazione e la guerra della Russia in Ucraina pesano sull'attività economica".<sup>4</sup> È chiaro che molto dipenderà da quanto succede in Cina ed in India che assieme contribuiscono alla metà della crescita mondiale, mentre Stati Uniti ed Europa assieme ne coprono solo un decimo. Ma tutto sommato, per il FMI, le "prospettive restano orientate al ribasso, malgrado i rischi si siano attenuati da ottobre e che certi fattori positivi hanno preso il sopravvento".<sup>5</sup>

L'ottimismo della volontà ha molti elementi per intravedere miglioramenti sostanziali per rapporto a scenari particolarmente cupi registrati l'anno scorso. In particolare, il rientro della Cina nel commercio mondiale darà un impulso alla crescita. E probabilmente non avrà un effetto eccessivo sull'inflazione perché questo paese crescerà al 5.2% e non all'8.4%

come nel 2022 (stime FMI). Ma alcune delle paure dell'anno scorso, quali la guerra in Ucraina e la penuria di mano d'opera che spinge i salari, ci saranno anche nel 2023. E anche il prezzo del petrolio e di alcune materie prime è incerto. La forza del dollaro, che ha messo in difficoltà molti paesi l'anno scorso, sarà in ogni caso meno invadente quest'anno.

Da un'economia diventata estremamente finanziaria, dopo la crisi del 2008, digitalizzata e globalizzata, si sta andando verso nuove forme di produzione. Un contesto che porta a valorizzare l'economia reale, con la conseguenza che l'inflazione degli asset finanziari sarà costantemente costretta a confrontarsi con quella dell'economia reale, sostenibile ma geopoliticamente in guerra. Dopo anni di borse sempre in salita, forse ci aspetta un periodo di assestamento con alti e bassi in una lateralità che potrebbe durare almeno fino a quando non si chiariscono i contorni della nuova globalizzazione.

<sup>3</sup>

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/01/31/world-economic-outlook-update-january-2023>

<sup>4</sup> Ibidem.

<sup>5</sup> Ibidem.