

Quadro macroeconomico

Il violento crollo d'inizio anno ha contaminato anche la prima parte del bisestile mese successivo con lo S&P che, l'11 febbraio, ha ripreso il minimo del 20 gennaio perdendo oltre il 12 per cento e con l'Eurostoxx che ha rivisto i livelli del 2013; destino condiviso con la solitamente conservativa borsa svizzera. Gli elementi che avevano scatenato le vendite si sono ulteriormente avvitati: dati sul rallentamento economico e paura di recessione, frenata dell'inflazione, dubbi sulla sostenibilità della crescita cinese e sulla capacità degli Stati Uniti di fungere da motore trainante. L'andamento delle materie prime, in particolare il prezzo del petrolio, correlato ai movimenti degli asset a rischio, ha accentuato i timori di un'imminente recessione. In questo contesto, non nuovo ormai da qualche tempo, si è aggiunta la forte sensazione che le banche centrali stiano terminando le loro munizioni, come ha titolato *l'Economist*.

Chi è stato il cattivo che ha venduto in maniera esagerata armando le paure planetarie? L'Arabia Saudita potrebbe essere uno degli imputati. Il prezzo del petrolio sotto i 30 dollari mette in difficoltà anche l'economia del paese dove ogni mussulmano dovrebbe andare in pellegrinaggio una volta nella vita: la contrazione dei flussi di cassa ha probabilmente obbligato il rientro su operazioni finanziarie. Il movimento ha coinvolto altri paesi emergenti che, approfittando negli anni passati dei

Quantitative Easing (QE) americani, si sono indebitati in dollari. La forza di questa valuta, e soprattutto la prospettiva di un suo ulteriore rafforzamento, che l'aumento dei tassi potrebbe provocare, li mette in ginocchio, obbligandoli a svendere i loro asset finanziari e a bruciare riserve. Il centro del problema è proprio la forza del dollaro alla quale non corrisponde una altrettanto solida capacità di crescita economica: il PIL degli Stati Uniti del 2015 sarà ridimensionato per rapporto alle aspettative, scendendo probabilmente sotto il 2 per cento. Ma la Federal Reserve non sembra essere rientrata dalla sua volontà di normalizzare i tassi.

Le principali banche centrali (Stati Uniti, Inghilterra, Giappone, Europa), ancora di salvezza dalla crisi del 2008, potrebbero diventare un problema per l'economia mondiale. Il loro intervento è servito a salvare il sistema finanziario, ma poi si sono spinte oltre l'emergenza. Purtroppo, o per fortuna, nel sistema globalizzato rappresentano le uniche entità capaci di agire con la velocità che la libertà dei flussi monetari richiede. I politici, incagliati nelle diatribe locali, faticano a tenere il passo con il ritmo dei cambiamenti. Questo contesto le ha caricate di una responsabilità che le allontana dai disegni democratici delle società occidentali. La Federal Reserve è stata perfetta nel dare linfa ad un sistema morente. E Bernanke, come scrive nelle sue memorie, non ha mancato di segnalare al Tesoro e alla Presidenza, la necessità d'interventi strutturali a fianco di quelli monetari.

Ma non è stato sufficientemente ascoltato (e lui non ha insistito molto). Quando poi ha iniziato le manovre di rientro, con la fine dei QE, si è reso conto di essere ricattabile dai mercati.

La signora Yellen, subentrando, non ha avuto il coraggio di attuare il primo rialzo mentre l'economia era ancora nel ciclo ascendente. L'aver aspettato fino a dicembre 2015 la espone ora a scelte molto dure: ritardare il processo di normalizzazione monetaria, ufficializzando i problemi economici degli Stati Uniti, o continuare ad alzare i tassi. In quest'ultimo caso il dollaro dovrebbe rafforzarsi e le difficoltà delle economie emergenti, ma anche dell'industria d'esportazione americana, potrebbero diventare incontrollabili. Ad uscire dall'imbarazzo potrebbero aiutarla i dati economici (su questo fronte i segnali sono modesti), una maggiore coordinazione internazionale e l'Unione europea, potenzialmente primo mercato mondiale.

L'ultimo G20, il primo con presidenza cinese, non aveva alimentato grandi aspettative, quindi non ha deluso. Non si è raggiunto, come qualche giornale ha indicato, un nuovo accordo tipo quello dell'Hotel Plaza del 1985, in cui i cinque grandi di allora coordinarono l'indebolimento del dollaro. Nella risoluzione finale i paesi partecipanti si sono comunque impegnati a consultarsi prima di qualsiasi intervento monetario al fine di scongiurare guerre valutarie. La risoluzione non ha valore giuridico, ma ha un forte peso politico. I tempi delle decisioni del G20 hanno dimostrato di essere veloci

solo di fronte all'estrema emergenza, come successe nel 2009. Quindi su questo fronte bisogna aspettare, ma il lavoro degli sherpa sicuramente continua.

L'aiuto più immediato dovrebbe giungere dall'Unione europea. La credibilità di Mario Draghi è ancora molto alta. Ma anche lui è in difficoltà. Che cosa proporrà il 10 marzo? L'Europa, diversamente dagli Stati Uniti, ha un sistema finanziario banco-centrico: il rilancio dell'economia del Vecchio Continente passa necessariamente attraverso il rafforzamento del sistema bancario. Ma su questo fronte il processo di deleveraging e i crediti incagliati bloccano i flussi finanziari verso l'economia reale (l'Italia è uno dei casi estremi in questo vitale ambito). Draghi da tempo progetta di trasformare il ruolo delle banche europee favorendo la creazione di strumenti finanziari in cui il rischio passi al sottoscrittore di titoli di debito, quali per esempio gli Asset Backed Securities (ABS). Ma per provocare questo mercato ci vuole tempo. Che fare nell'urgenza? Agire sui tassi negativi (già attualmente al -0,3 per cento) metterebbe ulteriormente in difficoltà le banche. Ma in questo ambito una formula d'azione dovrà probabilmente essere proposta (tasso negativo maggiorato solo dopo una certa soglia di deposito?). Aumentare il QE sembra la via più classica, anche se l'effetto positivo marginale diminuisce ad ogni operazione. Il mercato si aspetta comunque molto il 10 marzo e questa volta non basteranno le parole.

L'Unione europea sta attraversando uno dei periodi più difficili della sua storia. La prospettiva dell'uscita dell'Inghilterra ha già minato la sua struttura istituzionale: concedendo a questo paese la possibilità di non sottomettersi all'obiettivo di partecipare ad "un'unione sempre più stretta", l'UE ha di fatto posto le basi per la "spoliticizzazione" del suo processo, proprio mentre Draghi proclama la necessità di maggiore Europa. La Germania resta al centro del meccanismo di rilancio. La sua paura dell'inflazione paralizza l'Europa da molto tempo e l'accento messo sull'export disturba gli americani. A che condizioni è disposta la Germania a sacrificare un po' del mantra sull'austerità per politiche di rilancio non solo monetarie ma anche fiscali? Fin che non si chiarirà la risposta a questa domanda i problemi dell'Europa resteranno aperti. La Germania si è sempre proclamata federalista in ambito europeo. Punterà sull'approfondimento politico del processo d'integrazione in cambio della fine dell'austerità? Sembrano domande lontane dai mercati. Ma al punto in cui si trova l'Europa Draghi da solo non basta più.

La Cina, per evitare ulteriori fuoriuscite di capitali, punta probabilmente ad una svalutazione controllata della sua valuta e ad una combinazione di stimoli fiscali e interventi monetari. Ha riserve importanti ma non infinite. Un ulteriore apprezzamento del dollaro l'obbligherebbe a svalutare accentuando il suo ruolo di esportatrice di deflazione obbligandola ad attuare controlli sui movimenti di capitale, quindi mettendo a

repentaglio la sua ambizione di essere riconosciuta come economia di mercato.

In conclusione le banche centrali sembrano avere ancora margini di manovra, ma il mercato non si accontenta più del solo sostegno delle politiche monetarie. Il dollaro è troppo forte in quanto gli Stati Uniti, pur confermando la crescita, anche se ridimensionata, non sono abbastanza solidi da trascinare il resto del mondo. I problemi dell'Europa sono irrisolti: Brexit, pressioni dell'immigrazione, Grecia, Italia, sono sempre fronti aperti. Dopo l'11 febbraio le borse hanno recuperato parte delle importanti perdite scommettendo su Mario Draghi, su Janet Yellen e sulla volontà della Cina di operare per sostenere il suo mercato. Se nel corso del mese di marzo queste promesse saranno almeno in parte mantenute avremo ancora un po' di carburante a sostegno degli asset a rischio. Ma i soli interventi monetari, di allentamento in Europa e di rinvio negli Stati Uniti, necessitano del sostegno della politica che agisce velocemente solo quando è messa alle strette. Quindi ci aspetta ancora un periodo di volatilità, anche se a marzo potremmo assistere ad ulteriori recuperi, almeno fino alla riunione della BCE e poi della FED.

Politica d'investimento

La visione per il primo semestre dell'anno non è ancora positiva, non essendoci segnali di ripresa economica. Ma le aspettative d'interventi da parte delle banche centrali sostengono per ora le borse assieme al recupero del prezzo del petrolio.

L'andamento dell'oro nero sarà monitorato con attenzione per la forte correlazione con gli asset a rischio in quanto rivela le pressioni sui paesi emergenti. In assenza di dati sulla crescita i sostegni possono essere solo di natura monetaria e politica. A livello politico un nodo importante riguarda i nuovi equilibri attorno ai paesi produttori di petrolio. Per l'Arabia Saudita la soglia del dolore della sua deliberata scelta di far crollare i prezzi è ormai evidente. Intende quotare l'Aramco e chiede l'aiuto della finanza statunitense. Da questo momento in avanti deve quindi operare per il rialzo dei corsi del petrolio (ogni correzione dei titoli dell'energia è da considerare un'occasione d'acquisto).

La Russia è riuscita ad imporsi nel gioco medio-orientale. Gli Stati Uniti, non volendo intervenire direttamente, hanno lasciato spazio alle ambizioni di Putin, che mai avrebbe rinunciato allo sbocco della Siria sul Mediterraneo. Ma la crisi economica lo mette in difficoltà e ha bisogno del rialzo dell'oro nero. Ci sono qui gli elementi per un compromesso, tanto più che la Russia non interverrà oltre in Ucraina lasciando la situazione incancrenirsi lentamente. Il non rinnovo delle sanzioni a luglio darebbe respiro a lui e all'Unione europea. In Europa la paura del Brexit condiziona l'operato della politica e anche di Mario Draghi, sul quale per ora si concentrano tutte le aspettative. Le pressioni sull'UE, interne ed esterne, sono enormi e il livello delle risposte non è all'altezza delle necessità. Se l'Europa si costruisce nelle crisi, come diceva Monnet, i prossimi mesi saranno il periodo

giusto per dimostrarlo. Nel dubbio, viste le esasperazioni attuali, la debolezza della sterlina favorisce la borsa inglese, che va acquistata, mentre la valuta di sua Maestà va accumulata su ulteriori ribassi.

La Cina approfitterà della sua posizione di presidente del G20 per stabilizzare la sua moneta, quindi cercherà di favorire accordi che evitino l'apprezzamento del dollaro. Siamo venditori di dollari, anche se esiste il rischio che gli americani non abbiano fretta di svalutare aspettando che la Cina bruci ancora un po' di riserve.

La congiunzione di varie forze può delineare forme di coordinamento importanti. Ma probabilmente prima che si dischiudano bisognerà attraversare momenti di volatilità. Errori o sorprese potrebbero forzare gli equilibri precari. Vanno osservati i supporti tecnici: una rottura dei minimi di quest'anno (1810 per lo S&P) provocherebbe un'accelerazione molto significativa che, per il momento, grazie alla tenuta dei consumi, non si giustifica.

Siamo inoltre in un anno di elezioni presidenziali negli Stati Uniti. Probabilmente la FED ha interesse a testare le soglie del dolore in questa prima parte dell'anno, per non essere troppo coinvolta nella campagna elettorale. Il fenomeno Trump sta rivelando il malessere di Main Street e la rabbia di una classe media che già prima della crisi vedeva il suo potere d'acquisto erodersi. Restiamo quindi prudenti, intervenendo soprattutto a livello di trading, in questo primo semestre dell'anno.