

Quando il serpente si morde la coda

Quadro macroeconomico

Nel mese di ottobre, l'andamento di crescita sincronizzata, a livello mondiale, ha dato carburante alle borse, che hanno voluto anticipare i dati positivi sul Prodotto Interno Lordo (PIL) del terzo trimestre. Ma anche le aspettative sugli utili societari hanno esaltato l'ottimismo. Le ultime stime, sulla base dei conti già presentati, danno una crescita degli utili superiore all'8% per le società americane presenti nello S&P 500. A Wall Street, a far da traino, sono state le società del comparto tecnologico che hanno riportato aumenti attorno al 30% e rappresentano quasi il 25% dell'intera capitalizzazione di borsa. Gli investitori sono diventati euforici dopo i numeri pubblicati da Apple, Google, Microsoft, Amazon e Facebook, ma, più in generale, l'89% delle aziende del settore tecnologico ha annunciato ricavi superiori alle attese. Negli Stati Uniti la quota di chi ha stupito con i profitti (67%) è andata oltre la media storica (59%). Le aziende d'oltre Atlantico hanno beneficiato dell'indebolimento del dollaro, che ha aiutato le esportazioni. Non brillanti sono stati gli utili del comparto finanziario che in media ha annunciato flessioni di poco superiori al 10%. La frenata è stata soprattutto causata dalle grandi banche d'investimento, i cui risultati hanno risentito del rallentamento dei ricavi legato alla bassa volatilità dei mercati finanziari. L'America quando corre, trascina. Anche le borse europee hanno approfittato della generale positività dei mercati finanziari.

In Europa, dopo i due bei primi trimestri dell'anno, con una crescita a doppia cifra degli utili (in media +15,5% per periodo), è arrivata la battuta d'arresto: le stime indicano una crescita del 2,4% nel terzo trimestre. Dal 2011, in media, più della metà delle quotate ha battuto le stime sugli utili, mentre nel terzo trimestre 2017 questa percentuale si è fermata al 46,6%. Ad incidere su questa flessione è stato sicuramente il fattore valutario. L'euro forte mette in difficoltà società quali Henkel o Sap, non a caso tedesche. Ciò nonostante le borse del Vecchio Continente sono salite in ottobre, ritoccano i massimi dell'anno, sostenute dai dati macroeconomici. Inoltre, un euro che si rafforza è accolto positivamente dalle borse: anche se penalizza gli esportatori, obbliga la Banca Centrale Europea (BCE) ad essere più prudente nella sua espressa volontà di ridimensionare il *Quantitative Easing* (QE). Non a caso, in Germania, le ormai abituali critiche a Mario Draghi si sono stemperate, riconoscendo che, in fin dei conti, l'agire del banchiere centrale è tutto sommato oculato. Certo, l'euro, diventando una valuta di *carry trade*, speculativa, a causa del differenziale dei tassi, crea volatilità: questa piace al settore finanziario, poiché sul mercato valutario ritrova, almeno in parte, gli utili che perde a causa della bassa volatilità che limita il trading sui titoli azionari. Anche Deutsche Bank, solitamente critica, loda ora Mario Draghi.

In Asia, sostenuta dai dati economici, la situazione appare ottimale. La Cina è uscita dall'atteso Congresso del partito comunista con un leader rafforzato e un disegno egemonico

solido. Non a caso ha annunciato una maggiore apertura del suo mercato interno. Anche in Giappone, Abe, ha confermato la sua leadership e quindi l'*Abenomics*: ci sarà liquidità in abbondanza per un mercato meno caro di altri e che dà segnali di risveglio.

Al centro dei grandi giochi si trovano ancora le banche centrali. Non è il momento di ridimensionarle dopo 10 anni di denaro facile che ha, forse, permesso di uscire dalla più grande crisi finanziaria del dopoguerra? Resteranno decisive anche nei prossimi anni perché la conseguenza del loro agire è un generale aumento dell'indebitamento, che impiegherà tempo a ridimensionarsi. Saranno chiamate a modulare i rialzi dei tassi in base non solo a criteri di lotta all'inflazione, ma quali tutori della stabilità finanziaria planetaria. Il denaro facile potrà diminuire solo se ci sarà crescita economica ad un tasso superiore all'inflazione. Ma saranno anche costrette ad intervenire, quando possibile con l'informazione, quindi influenzando le aspettative, non escludendo però interventi diretti e magari sorprendenti, come è successo all'inizio del 2015 con l'annuncio a sorpresa della Banca Nazionale Svizzera (BNS), di togliere la soglia di contenimento al franco.

Il contesto macro e micro economico sembra quindi da *Goldilocks* (da favola, da Riccioli d'oro), come scrivono alcuni commentatori americani. Siamo in piena transizione verso un mondo digitalizzato, che sta assorbendo le novità ad una velocità che non ci lascia neanche più il tempo per sorprenderci. Fino a pochi anni fa, a titolo d'esempio, per non dire mesi fa, ci si poteva meravigliare quanto poco le automobili siano cambiate negli ultimi 50 anni.

Certo sono più sicure, più scattanti, più comode, ma strutturalmente identiche a quelle dei pionieri; hanno ancora il motore a scoppio, la pompa d'iniezione, le bielle, i pistoni, ecc. Non sarà più così fra pochissimi anni: avremo auto digitalizzate che si guidano da sole. L'exasperata politica monetaria che ci ha accompagnato in questi anni può essere l'acceleratore del cambiamento in corso? A giudicare anche solo dai risultati di questo trimestre di Apple, Amazon, Microsoft, Google, Facebook, ecc. sembra proprio di sì.

Le nuove tecnologie penetrano anche la finanza con un'intensità e velocità che ci sorprenderà solo quando scoppierà la prossima crisi. I classici strumenti per misurare il rischio, si sono travestiti con l'abito di Riccioli d'oro. I tassi d'interesse sono talmente bassi da non rappresentare più un premio per l'investitore. E la volatilità dei mercati azionari, ai minimi storici, veste i panni di un'assicurazione sulla vita.

Le banche centrali hanno, forse, una discreta esperienza nell'influenzare e determinare, come e quando i tassi devono muoversi. Per questo si pone molta attenzione a quanto farà la Federal Reserve, prima, la BCE dopo, e la Banca centrale giapponese per ultimo. C'è tra loro una forma di coordinamento che le porta ad agire per rapporto alle aspettative d'inflazione e alla crescita che, sperano, essere riusciti a provocare in questi anni. Sono probabilmente meno preparate a gestire gli shock di volatilità: sarà probabilmente da questo fronte che dovremo attenderci la prossima correzione. Non direttamente dal debito, come sembra a tutti scontato, in quanto è a livelli planetari stratosferici e, quindi, il supporto delle banche centrali nel modulare i rialzi dei tassi sarà

enorme. Il rischio è l'inflazione, che potrebbe ripartire dagli Stati Uniti, dove la contraddizione tra crescita economica e salari potrebbe risolversi a favore di questi ultimi. E nel petrolio, con i leader della vecchia economia, Trump, Arabia Saudita, Russia, decisi al *reflation trade* grazie alla geopolitica dell'oro nero. La combinazione di questi fattori potrebbe favorire l'inaspettata inflazione, che si esprimerebbe sulla volatilità prima ancora che sui tassi.

Quanto misteriosa è la volatilità? Uno studio di Artemis Capital Management L.P. (ottobre 2017) la paragona all'Uroboro, il mitologico serpente che si mangia la coda. I mistici egiziani hanno derivato il simbolo da un fenomeno reale in natura. Nel calore estremo un serpente, incapace di auto-regolare la temperatura corporea, sperimenterà un picco fuori controllo nel suo metabolismo, al punto da non essere più in grado di differenziare la propria coda dalla preda, e si attaccherà, auto-cannibalizzandosi fino a morire. In natura e nei mercati, quando la casualità si auto-organizza in una simmetria troppo perfetta, l'ordine diventa fonte di caos.

La volatilità tra le classi di attività è ai minimi generazionali. Esiste ormai un pericoloso circuito di feedback tra il tasso di interesse ultra-basso, l'espansione del debito, la volatilità degli attivi e l'ingegneria finanziaria che ripartisce il rischio in base a tale volatilità.

In questo circuito di riflessività, la volatilità si autoalimenta a seconda delle posizioni prese, al rialzo o al ribasso, acquistandola o vendendola, attualmente la si vende. In un mercato in cui i titoli azionari e obbligazionari sono entrambi cari, l'alchimia finanziaria è l'unico modo per nutrire la fame globale di rendimenti. Il pericolo

di un'esplosione di volatilità che metterebbe a rischio molte strategie non è probabilmente imminente, in quanto sarà derivato dall'andamento dei tassi, quindi dall'inflazione. Visto che questa è ai minimi c'è da attendersi che la volatilità continuerà a scendere (VIX a 9?) quest'anno. Poi bisognerà considerare in che contesto verranno rinnovati tra i 200 e 300 miliardi di **debito high yield americano** che verrà a scadenza tra il 2018 e il 2020. **Sarà questo il mercato anticipatore da monitorare.**

Politica d'investimento

Una correzione a novembre, terminata la stagione dei risultati aziendali è naturale. Ma il sostegno dei dati macro è forte e continuerà ad accompagnare gli asset a rischio ancora per qualche tempo. Avvicinandosi la fine dell'anno, assisteremo molto probabilmente a fenomeni di *window dressing* (gli investitori istituzionali abbelliscono i portafogli vendendo le azioni in perdita e aumentando quelle con buone performance), che potrebbero ulteriormente aiutare i titoli tecnologici, i quali si autoalimenteranno anche grazie alle vendite natalizie, vedi in particolare Apple e Amazon. I pericoli vengono dalla geo politica. Forse non tanto dalla Corea del Nord, strumento operativo della Cina. Quanto piuttosto dal Medio Oriente, con il tentativo saudita di contrastare il dominio di Tehran nella regione. Lo snodo delle manovre in corso passa dal Libano. Non è da escludere che i sauditi vogliano spingere Israele ad una guerra contro gli Hezbollah (sciiti filo iraniani). I rischi sono grandi. Le dimissioni del primo ministro, avvenute a Riad, dove poi è rimasto, sono un segnale pericoloso. Ma la diplomazia internazionale ha capito l'urgenza.

Quali interessi primeggeranno, quelli della vecchia economia del petrolio o quelli di una ripresa che potrebbe scoraggiare avventure difficilmente contenibili? In Europa la politica aumenterà l'incertezza. Germania, Spagna e, soprattutto Italia sono i mercati da sorvegliare.