

Riparare il tetto quando c'è il sole

Quadro macroeconomico

Mentre l'anno volge al termine, qualche strana sensazione di vertigine s'insidia nella tranquillità di chi da quasi dieci anni si è abituato ai successi della scalata, quasi senza rendersene conto. Chi ha avuto il coraggio di arrampicarsi su per i grafici dei principali asset finanziari ora è incerto se concentrarsi sulla vetta o guardare in basso. Ci vuole temerarietà per continuare, ma cercare il punto di partenza è ancora più pericoloso: la distanza sfuoca il campo base, e la miriade di reti protettive potrebbero trasformarsi in seri intralci se si volesse tornare indietro. Il fatto è che, con il senno di poi, la scalata è stata facile, talmente facile che molti hanno immaginato pericoli latenti, nascosti, come una parete che diventa argillosa, che non trattiene i chiodi di sicurezza: hanno preferito non partecipare, salvo riprendere scarponi, lacci e picozze, solo quando il cielo è apparso sereno, il clima amico e il percorso già ben tracciato da chi ci ha preceduto nella scalata. Quest'anno, in particolare, è stato difficile, anche per i più timidi, scegliere di non partecipare: il 95% dei giorni di trading in borsa si sono situati in un range inferiore all'1%. L'espansione economica negli USA continua da più di 100 mesi, di questo passo, all'inizio del prossimo anno, avrà battuto il record - 120 mesi - degli anni '60. Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) vede una crescita mondiale del 3,6% quest'anno e del 3,7% l'anno prossimo. Le ultime prese di posizione della signora Lagarde sottolineano che, per rapporto alle previsioni di ottobre, ora, la ripresa appare ancora più solida e sta consolidando in Asia, Europa, Stati Uniti e

Canada. In base al Prodotto interno lordo (PIL), il 75% dei paesi del mondo condividono questo successo.

A trascinare i mercati sono state le politiche monetaria straordinarie, *Quantitative Easing* (QE), delle banche centrali. Secondo uno studio di Deutsche Bank, la massa monetaria prodotta ha raggiunto il massimo mensile a marzo, 182 miliardi. Si prevede che questa diminuirà a 53 miliardi al mese alla fine del prossimo anno, per diventare negativa solo verso la metà del 2019. I timorosi hanno continuato a vedere questi interventi come esperimenti, che la teoria economica non ha mai veramente analizzato in questi termini: 700 tagli ai tassi d'interesse, 8 trilioni di dollari di stimoli, come pure interessi negativi. Ora però che le banche centrali sembrano voler rientrare da questi immensi regali, c'è chi afferma che sta partendo un secondo esperimento che si porta dietro le stesse incertezze del primo: che cosa succederà approssimandosi alla vetta, togliendo quell'ossigeno che ha permesso di affrontare paure e fatiche ad alta quota? Si passerà da una montagna all'altra, un saliscendi, comunque su alte vette, anche se inesplorate, o si cadrà rovinosamente, in picchiata? C'è chi è convinto che la crescita sia talmente forte e generalizzata che è in grado di autoalimentarsi, a *self-enforcing economic cycle*, secondo gli economisti di Barclays.

Qualche ragione per crederlo c'è. Nel 2017, contrariamente all'anno precedente, i mercati sono stati fondamentalmente trascinati dall'espansione dell'economia e in particolare dalla crescita degli utili, non dalla politica.

Anzi, neppure le follie nucleari della Corea del Nord e i pasticci nel Medio Oriente, sono riusciti a distogliere l'attenzione dei mercati dalla loro dinamica di crescita. Certo, ad inizio anno, l'Unione europea ha preoccupato. L'incertezza per le elezioni politiche in Francia e Olanda sembrava mettere in dubbio il futuro dell'euro, già provato dalla crisi greca degli anni precedenti.

Questa paura sembra essere rimossa. Il franco svizzero che, a partire dalla crisi greca, ha continuato a rafforzarsi, trascinando la Banca Nazionale Svizzera (BNS) in un forzato Quantitative Easing (ha dovuto scoraggiare l'acquisto di franchi stampandone e vendendone per deprimere la sua valuta contro le altre, in particolare l'euro) ora sembra prepararsi ad un processo di normalizzazione. Quanto succede in Svizzera in ambito valutario è la spia dei cambiamenti in atto a livello globale. In primo luogo c'è la ritrovata, almeno per ora, fiducia nell'euro. L'Eurozona, vittima delle sue incapacità progettuali, è stata troppo a lungo assente dalle dinamiche di crescita globali, dovendo addirittura sfidare la minaccia della deflazione. Certo, per lei i pericoli non sono finiti. Le prossime elezioni italiane, con il pasticcio politico che potrebbe risulterne, potrebbero spaventare i mercati. Il rischio sarebbe amplificato se la Germania non riuscisse al più presto a dar vita al nuovo governo. Per il momento questi timori possono motivare le politiche monetarie straordinarie di Mario Draghi. Il dollaro, malgrado i rialzi dei tassi, quest'anno ha deluso. Tutti o quasi lo davano vincente. In realtà la volatilità che molti si aspettavano sui mercati obbligazionari e azionari si è verificata là dove era meno attesa: su quelli valutari. Al centro dei rischi futuri ci stanno quindi ancora le Banche centrali, con logiche che non riguardano solo la politica dei tassi. Riusciranno a modulare in ²

maniera ottimale il ritorno verso la normalizzazione? In quanto tempo? E, soprattutto, essendo l'economia americana in una fase del ciclo diversa da quella europea, cinese e giapponese, c'è spazio per interventi capaci di bilanciare, negli equilibri regionali, gli eventuali contraccolpi? Per ora, i dati economici mondiali e il consenso generale sostengono le borse.

Politica d'investimento

Il comparto valutario è l'espressione diretta delle politiche monetarie delle banche centrali e delle relative aspettative. Chi ha pensato che il dollaro quest'anno si sarebbe rafforzato si è concentrato sull'effetto dei tassi: gli Stati Uniti sono il paese più avanti nel ciclo, un rialzo avrebbe dovuto portare al rafforzamento del dollaro. Pochi hanno pensato che il *Quantitative Easing* europeo avrebbe carburato la crescita, da anni frustrata dalle politiche deflazioniste volute dalla Germania. Il ritorno di fiducia ha reso superfluo il rifugio nel franco svizzero. Per il prossimo futuro, il rischio cambio, viste le variabili in atto, è meglio coprirlo. Il dollaro potrebbe avere almeno una fase di rafforzamento con l'atteso terzo rialzo e se le riforme fiscali di Trump supereranno lo scoglio del Congresso. Il rapporto rischio/rendimento suggerisce però di coprirlo. L'anno prossimo ci sarà tensione fra le ambizioni delle politiche fiscali americane, l'emergere di una politica europea che non riesce ancora a definirsi, il Giappone che non sa andare oltre le politiche monetarie (e quindi continuerà) e la Cina che, anche se non riuscirà a garantire i tassi di crescita del passato, ha una solidità politica che le permetterà di gestire con forza i momenti di tensioni.

La variabile "pazza" è l'inflazione. Più che dal rialzo dei salari, sarà il prezzo del petrolio a

provocarla. Per questa ragione è utile restare investiti nei titoli del comparto che, inoltre, pagano in media ottimi dividendi. Se inflazione ci sarà, gli istituti d'emissione mostreranno segni di preoccupazione: le banche attendono con trepidazione questo momento per aumentare la loro redditività. Inoltre, anche questo comparto potrebbe essere interessante, l'aumento di volatilità permette maggiori utili da trading. Sono entrambi settori ritardatari, con multipli ancora relativamente contenuti.

La Banca dei Regolamenti Internazionali ha espresso preoccupazione per i livelli attuali delle borse. Ma i gestori sono costretti a chiedersi in che cosa investire: le obbligazioni sono carissime, in particolare quelle high yield. Queste vanno monitorate attentamente perché saranno le prime ad indicare la fine della festa. Ma, come diceva il presidente di City Bank, Chuck Prince, a proposito della bolla dei subprime del 2007: fin che la musica c'è si continuare a ballare, con la differenza che, questa volta, almeno in parte, sono le banche centrali che possono staccare la spina. Ma sono gli Stati, come chiede la presidente del FMI, che devono preoccuparsi di crescita nell'economia reale e diminuzione dell'indebitamento, quindi "riparare il tetto", quando c'è il sole.

