

Un trimestre a dimenticare

Quadro macroeconomico

Si è appena concluso un pesante trimestre, uno dei peggiori da ricordare o, forse, da dimenticare. Sui mercati oggi più che mai regna la confusione e l'incertezza. Nuovi paradigmi ed equilibri stanno per delinearsi. Ma i lineamenti dell'emergente volto planetario sono ancora vaghi. La crisi scoppiata nel 2008 ha probabilmente accelerato il cambiamento forzando nuove forme d'intervento da parte soprattutto di quegli attori dell'economia mondiale capaci di agire con velocità, senza sottomettersi troppo ai difficili e lenti processi decisionali delle strategie politiche nazionali. Dal 2008 le banche centrali hanno assunto il ruolo di apprendisti stregoni, d'ad audaci forme d'intervento mai viste prima nella storia economica. Il rally delle borse iniziato nel 2009 ha colto molti operatori di sorpresa, poiché questi non riuscivano a capire come si potessero inflazionare gli *asset* finanziari stampando moneta (i *Quantitative Easing*) senza creare i germogli di una pesante inflazione nell'economia reale. Per questa ragione inizialmente non tutti hanno saputo approfittare della crescita dei mercati. Poi l'assuefazione ha portato a sottostimare i pericoli che si sono manifestati negli ultimi mesi. Non c'è mai stato un mondo così interconnesso con il sistema finanziario come quello attuale; per questa ragione oggi vanno analizzati i dati macroeconomici, ma anche la dinamica dei flussi.

A livello macro economico nel corso del mese di marzo si sono registrati segnali di

miglioramento. Gli indici PMI sulla manifattura e sui servizi in Cina sono migliorati, come pure, in maniera anche più definitiva, quelli dei paesi europei. Negli Stati Uniti l'attività manifatturiera è aumentata ben oltre le attese. Nel motore dell'economia mondiale sono stati assunti più lavoratori del previsto (aumentata anche la partecipazione al lavoro), ed è cresciuta la fiducia dei consumatori. Ma nell'insieme gli Stati Uniti stanno perdendo forza, la crescita prevista è attorno all'1,5%, tasso al di sotto dell'oltre 2% medio degli ultimi tre anni. Gli Stati Uniti, dopo sette anni di crescita, ma con un'economia che non è mai riuscita a riprendere i tassi del 3-3,5% precedenti lo scoppio della crisi finanziaria, sembrano entrare in una fase di rallentamento ciclico, proprio dopo aver manifestato a più riprese l'intenzione di procedere nella normalizzazione finanziaria.

Ma anche la crescita globale è in difficoltà: "Siamo in stato di allerta – ha detto di recente la presidente del *Fondo Monetario Internazionale* (FMI) Christine Lagarde -, non di allarme. La crescita ha perso spinta. La ripresa è troppo lenta, troppo fragile". La bassa crescita mondiale (3,4%) avviene inoltre in un contesto di elevati rapporti debito/PIL. Il motore che dovrebbe affiancare gli Stati Uniti è quello europeo, il più grande mercato del mondo. Ma da questa parte dell'Atlantico c'è sempre qualche cosa che non va, anche se le pressioni sulle società finanziarie si sono in parte attenuate dopo l'intervento di Mario

Draghi e le conseguenti possibilità di rifinanziamento a lungo termine, offerte dalla *Banca centrale europea* (BCE). Il mercato non ha ancora valutato se concentrare le sue paure sui tassi negativi, che minano i conti economici delle banche, o se puntare sulle opportunità che questi offrirebbero, almeno in linea teorica, all'economia reale. Tassi d'interesse negativi si traducono in tassi di finanziamento più bassi per le banche, per i consumatori e per le imprese. L'effetto, in un sistema bancario come quello europeo, dovrebbe essere enorme. Non riuscendo a ridurre i debiti (pubblici e privati) attraverso l'inflazione, ci pensa la BCE a contenere il fardello. Ma le banche sono molto regolamentate e gli Stati sono prigionieri dei parametri di Maastricht. L'Europa si è quindi abituata a sopravvivere grazie alle esportazioni: l'indebolimento dell'euro iniziato nel 2014 ha aiutato a prendere fiato.

Ma per rilanciare l'Europa bisogna liberare la domanda interna anche attraverso la leva fiscale e le politiche strutturali. Il solo sostegno monetario non basta: sono le banche private a modularlo, e queste stimoleranno i crediti solo alla luce di un *trend* di crescita che ancora non si vede a sufficienza. L'*input* deve venire dallo Stato economicamente più forte d'Europa, che più di ogni altro ha beneficiato degli aspetti monetari, stimolando le esportazioni verso i *partner* del continente come pure nel resto del mondo. Ma questo paese ha prima sabotato le politiche di allentamento monetario della BCE chiedendo rigore (come il presidente Hoover negli Stati Uniti degli anni '30) e ora continua a chiedere

fermezza e, parallelamente, stimola il suo *export*. Fin che la Germania frenerà i suoi *partner*, sarà difficile che l'Europa riparta davvero. Anzi, imprigionati nel rigore, i popoli dell'*Unione europea* (UE) stenteranno a capire il senso di appartenenza al disegno comunitario. Questo squilibrio interno sta trascinando l'Inghilterra verso la porta d'uscita e se ciò avverrà, la nube di pericoli sul Vecchio continente si addenserà sempre più, vista la mole di problemi irrisolti (Grecia, migrazioni, ecc.). Ma il quadro potrebbe non essere necessariamente negativo. Sta alla politica trasformarlo: la Germania dovrà comunque investire per gestire oltre un milione di rifugiati e le pressioni anche da oltre Atlantico, che chiedono politiche di crescita attive, saranno sempre più difficili da eludere.

La situazione in Cina sembra per il momento stabilizzarsi. Il deflusso di capitali dal paese rallenta. Gli interventi delle autorità a sostegno dell'economia sembrano dare qualche frutto. Là dove la politica è in grado di operare velocemente, i risultati sono presto visibili: il rilancio della spesa pubblica, l'aumento di nuovi finanziamenti e di cantieri edili sono forse pericolosi per il futuro, ma nell'immediato concedono una tregua che aiuta anche i paesi emergenti. Non a caso il *Baltic Dry Index*, che misura i noli marittimi, quindi una parte del commercio internazionale, ha iniziato a salire dal minimo di metà febbraio. Questa ripresa coinvolge anche i paesi emergenti che hanno beneficiato di un cambiamento a livello di flussi finanziari.

Dollaro e petrolio sono al centro della dinamica dei flussi finanziari, assieme allo yen. Gli Stati Uniti, un po' per favorire il loro *export* e un po' perché, pur essendo un polo di crescita, danno segni di affaticamento, hanno deciso di rallentare la normalizzazione monetaria, presentando ragioni non solo di carattere interno (inflazione e occupazione), ma anche geopolitiche. Un forte apprezzamento del biglietto verde obbligherebbe la Cina a svalutare e metterebbe in difficoltà i paesi emergenti indebitati in dollari (a livello pubblico e privato). Questa dinamica è stata frenata dopo l'ultimo G20 a regia cinese. Anche se non ci sono state dichiarazioni d'impegni, i capi di stato e di governo hanno però individuato con determinazione le minacce più importanti. La prima riguarda la forza del dollaro. Dopo l'incontro non sono mancati i segnali di una coordinazione in questo senso: la signora Yellen ha rinviato il rialzo dei tassi; Mario Draghi, pur sparando un *bazooka* monetario che avrebbe potuto indebolire l'euro, ha annunciato che non andrà oltre con i tassi negativi. Come dire: non approfitterò della manovra per indebolire ulteriormente l'euro. Per l'Europa è un sacrificio, vista la sua dipendenza dall'*export*. Ma al G20, essendoci probabilmente stato un accordo monetario, si è deciso che è meglio frenare l'apprezzamento del dollaro che avrebbe messo in ginocchio i potenziali consumatori cinesi, piuttosto che provocare una guerra valutaria foriera di recessione mondiale. Il compito che si è assunto l'Europa, vista la

natura dell'intervento di Draghi, riguarda il rilancio all'interno dell'Unione europea.

Ma ciò che è stato particolarmente significativo nella dichiarazione del G20 è l'importanza attribuita all'uscita dell'Inghilterra dall'Unione europea, definito uno dei pericoli più importanti che corre il mondo! Sembra di ritornare all'800, quando sua Maestà regnava su un quinto delle terre emerse del globo e la sterlina era riconosciuta come un bene planetario. Ma in realtà la vera preoccupazione non detta è l'*Unione europea*. *Brexit* in questo contesto di debolezza politica ed istituzionale (di fatto governa solo la BCE), significherebbe un possibile inizio di caos, non per la sterlina, ma per l'euro: si tratta di un pericolo nelle mani del popolo inglese, che non può essere gestito dalla diplomazia. I flussi finanziari tornerebbero sul dollaro e, dopo un primo smarrimento, magari anche sulla sterlina, sul franco svizzero e sullo yen (il referendum facoltativo dell'Olanda contro la ratifica del trattato di associazione dell'Ucraina all'UE la dice lunga sul *sentiment* dei popoli).

Resta l'incognita petrolio e l'inflazione. Se la signora Yellen ha potuto ritardare il secondo aumento dei tassi, è grazie all'inflazione contenuta. Se questa non rialza la testa nemmeno negli Stati Uniti, dove almeno si muove, è perché la domanda resta sostanzialmente contenuta. Ma anche la debolezza del prezzo del petrolio ha la sua valenza. La guerra che ha coinvolto Arabia Saudita, Russia e Stati Uniti sta probabilmente arrivando ad un epilogo.

Ryad ha tentato di distruggere l'industria d'estrazione americana dello *shale gas* inondando il mondo di petrolio. Così facendo ha messo in difficoltà la Russia, che si finanzia con l'esportazione di oro nero, ma proprio per questa ragione ha contenuto la rabbia americana. Ma ora gli Stati Uniti utilizzano la Russia per il lavoro sporco in Medio Oriente (di fatto sono nemici-alleati). E hanno permesso all'Iran – nemico storico dell'Arabia Saudita – di rientrare sul mercato. I margini di manovra dei sauditi si sono ristretti: hanno testato a gennaio i loro limiti quando sono probabilmente stati costretti a rientrare sulle loro operazioni allo scoperto, amplificando il crollo borsistico di gennaio. Il petrolio deve la sua debolezza alle tattiche diplomatiche. Ma è destinato a risalire: i sauditi vogliono quotare l'Aramco (la più grossa azienda del mondo) e diversificare le loro fonti di reddito investendo a livello globale con un fondo sovrano di due mila miliardi di dollari. Si tratta di definire i termini dei nuovi equilibri. E' solo una questione di tempo prima che ripartano nuovi importanti flussi finanziari.

In questo contesto, ci sono grandi opportunità potenziali, enormi rischi reali e molta confusione.

Politica d'investimento

L'effetto Draghi, sul quale poggiavano le speranze di un forte impatto positivo sul mercato azionario, è durato poco. Ne ha beneficiato soprattutto la parte obbligazionaria *investment grade*. Le azioni delle banche, invece, dopo un primo rimbalzo, hanno registrato perdite

significative. Il mercato ha concentrato la sua attenzione sui tassi negativi che, per il settore finanziario, se sommati a curve dei rendimenti piatte, modulano un aumento del rischio. In Svizzera i tassi negativi sono riusciti ad impedire la recessione, stabilizzando il franco, e sono probabilmente riusciti a contenere la disoccupazione. In Europa il problema è più complesso. I tassi negativi, in mancanza d'inflazione e di domanda, non possono produrre gli effetti voluti da Draghi, anche se allentano le tensioni sull'indebitamento pubblico e privato. Possono produrre effetti significativi se combinati con la politica fiscale. Per il momento il mercato non vede queste evoluzioni, mentre l'euro si è rafforzato contro il dollaro. Siamo quindi in una fase di attesa. Gli strumenti della politica monetaria sono in atto, ma quelli della politica no. L'indice Nikkei si delinea con quello europeo: le politiche monetarie hanno permesso il rimbalzo dai minimi di febbraio, ma poi la forza dello yen e i dubbi sulla *Abenomics* hanno riportato in basso i livelli.

Negli Stati Uniti la situazione macroeconomica è sicuramente migliore. Ma i prezzi delle azioni sono alti, con P/E attorno a 18,5. Il sondaggio settimanale dell'Associazione degli investitori individuali segna i *bull* al 32.19%, i *bear* al 21.46% e i *neutral* al 46.35: segnali d'incertezza così forti l'anno scorso hanno anticipato la correzione di giugno (la quota di neutrali era vicina al 50%). Il mercato sembra comunque operare all'interno di un *trading range*, 1810-2050 per lo S&P: siamo ora nella fascia superiore.

La Cina si è stabilizzata e i paesi emergenti hanno recuperato grazie all'indebolimento del dollaro. Ma i fondamentali restano incerti.

Il petrolio e i relativi titoli potrebbero rappresentare la sorpresa del secondo semestre, ma è ancora presto per esagerare nella sovra-ponderazione, anche se i ribassi sono occasioni di accumulo.

Nel contesto totale d'incertezza, almeno fino a che non si chiariscano alcune variabili fondamentali, si deve operare diminuendo i rischi e diversificando gli investimenti ponendo grande attenzione alle correlazioni fra le *asset class*.