

Giugno: Primo avvertimento dalle banche centrali

Quadro macroeconomico

In questa prima parte dell'anno le borse sono state portatrici di una fiducia irrefrenabile nell'andamento dell'economia mondiale. Ed in effetti, il ciclo macroeconomico positivo che ha coinvolto contemporaneamente le principali economie del mondo non poteva lasciarle indifferenti. Ma bisogna tornare al 2009 per ritrovare performance simili a quelle realizzate dall'azionario in questi primi sei mesi del 2017. Come scrive *Il Sole 24 Ore* (1.luglio 2017), la capitalizzazione globale delle borse è aumentata di 9 mila miliardi di dollari e viaggia oggi sui massimi di tutti i tempi a quota 75'770 miliardi. Dei trenta indici più significativi del mondo, solo quattro (Cina, Canada, Israele e Russia) hanno registrato performance negative. Anche nel reddito fisso l'investitore ha avuto soddisfazioni.

Ma più che i dati economici positivi, a condizionare l'effervescenza degli asset a rischio sono state le politiche espansive delle banche centrali e le aspettative di tagli fiscali promesse da Donald Trump. Se guardiamo all'Eurozona, le riserve bancarie in eccesso sono attorno a 1'600 miliardi, in linea con l'importo del *Quantitative Easing* (QE) di Mario Draghi. Questa liquidità solo in minima parte finisce in investimenti, segno che la fiducia nell'economia

reale non c'è o, nella migliore delle ipotesi, non è ancora pronta ad entrare nel sistema produttivo, a causa delle inefficienze del sistema bancario, o delle paure che la politica (Brexit, elezioni francesi, situazione italiana, ecc.) non ha mancato di trasmettere. Anche il piccolo investitore, privato dei buoni rendimenti obbligazionari cui era abituato, preferisce tenere una fetta importante dei suoi risparmi in liquidità che, visti i tassi negativi in Svizzera ed Eurozona, costa al sistema.

I bilanci delle banche centrali degli Stati Uniti, dell'Europa, del Giappone, del Regno Unito sono gonfi di titoli di stato, così da mantenere artificialmente bassi i tassi d'interesse favorendo paesi ultra indebitati come l'Italia. In questi anni spesso sono apparsi segnali di una forma di coordinamento importante fra le grandi banche centrali, i cui responsabili si riuniscono, con grande discrezione, una volta al mese a Basilea, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali. Quando gli Stati Uniti hanno annunciato la fine del loro QE, il Giappone ha incrementato il suo e, poco dopo, sfidando la Germania, è iniziato quello europeo. Il mercato si è assuefatto a questa droga monetaria, dimenticando a volte che, per uscirne, è necessario avere tassi di crescita delle economie reali importanti, con occupazione e inflazione da domanda.

Ma l'economia reale non ha mai ritrovato quelle accelerazioni nella crescita, stimolata da investimenti favoriti dalla riduzione dei tassi, che si sono manifestate dopo le precedenti crisi. Quella americana è comunque riuscita a riportare il tasso disoccupazione al 4,3% quest'anno, ma sul fronte della crescita le previsioni sono meno ottimiste: il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha tagliato le stime del PIL al 2,1% per il 2017 e per il 2018. Resta l'incognita inflazione, attesa attorno all'1,7%, faticando quindi a raggiungere i target della FED. E' forse quest'ultimo aspetto ad aver illuso i mercati che la FED avrebbe atteso molto prima di attuare altri rialzi dei tassi, come segnala il decennale americano.

In realtà la Federal Reserve(Fed) a giugno non solo ha alzato i tassi di un quarto di punto, ma ha annunciato che intende seguire il percorso della normalizzazione anche attraverso la riduzione, a partire da dieci miliardi al mese, del colossale portafoglio titoli da 4'500 miliardi accumulato in questi anni di crisi. Questa presa di posizione, assieme alla convinzione espressa da Janet Yellen, che i dati macroeconomici miglioreranno nel secondo semestre, avrebbe dovuto provocare il rafforzamento del dollaro. In realtà ciò non è avvenuto. Il mercato sembra non credere all'ottimismo della Fed preferendo condividere lo scetticismo del FMI, che ha rivisto le stime di crescita proprio perché il piano fiscale di Trump da 3,6 trilioni di dollari deve fare i conti

con un Congresso che sembra avere altre priorità. Non riuscendo a modificare l'*Obamacare*, Trump non ottiene i risparmi necessari per lo stimolo fiscale promesso.

Dall'altra parte dell'Atlantico, anche Mario Draghi ci ha messo del suo nel provocare un rafforzamento dell'euro e l'indebolimento delle borse, lasciando intendere che il rientro dal QE potrebbe avvenire prima di quanto il mercato si aspetti. L'indice dei prezzi al consumo in Germania (1,5%) e in Spagna (1,6%) è aumentato più del previsto a giugno, rendendo scomoda la posizione del Presidente della Banca centrale europea che, nell'ottica delle prossime elezioni tedesche, subisce le pressioni di Berlino, sensibile a qualsiasi sospetto d'inflazione.

Queste prese di posizione, assieme all'affermazione della signora Yellen che la ripresa ci sarà, l'inflazione aumenterà, ma le borse sono care, ha causato la correzione di fine giugno sia nell'azionario sia nell'obbligazionario. La flessione è stata esacerbata dal *window dressing*, il fenomeno che spinge i gestori di fondi d'investimento a liquidare le posizioni prima di fine mese e, in particolare, di fine semestre, per consolidare le performance. Gli indici azionari hanno probabilmente già scontato livelli di crescita dell'economia reale che negli Stati Uniti possono essere confermati solo dall'attuazione del piano fiscale di Trump,

mentre in Europa tassi contenuti sono ancora necessari per scongiurare lo scoppio di gravi crisi dell'euro, magari con epicentro l'Italia. Le banche centrali stanno inviando segnali ai mercati: non esagerate, prezzate meglio i rischi, altrimenti interverremo.

Strategia d'investimento

Anche per i migliori operatori finanziari è diventato difficile capire ed interpretare i dati economici e formulare previsioni attendibili. Sul petrolio molti avevano scommesso ad inizio anno: è passato da 54 dollari al barile a 45 (-16%), producendo una perdita superiore al 10% nel settore *Oil & Gas*. Come pure il dollaro, visto da quasi tutti in rialzo, in funzione della politica di rientro della *Federal Reserve*, è invece sceso a 1.14 contro euro (-8,5%). I cambiamenti in atto hanno natura geopolitica (in buona parte a causa di nuovi equilibri nel settore energetico), sociale (per la distorsione nella distribuzione della ricchezza e l'invecchiamento della popolazione), produttiva (con l'affermarsi della digitalizzazione). Nell'assenza di un disegno politico all'altezza delle sfide globali, le banche centrali continuano a inebriare i mercati con continue iniezioni di liquidità permettendo di prendere tempo. Nel frattempo i cicli produttivi cambiano, ma quelli del debito continuano a minacciare nel sottofondo la sostenibilità dei

mercati a lungo termine. Abbiamo negli Stati Uniti di Donald Trump il tentativo di chiudersi a riccio con "America first". Anche l'Inghilterra, ma con incerta convinzione, tenta di definire una via solitaria. In Europa, con Macron, Draghi e Angela Merkel, si sta forse preparando un nuovo progetto politico, ma è prematuro scommetterci, che deve fare i conti con il pericolo Italia. In Asia, la Cina cerca di consolidare il suo ruolo dovendo però razionalizzare un sistema societario in cui la politica ha permesso ai manager di non considerare il rischio del rapporto utili/indebitamento. In Russia si cerca di consolidare la potenza geopolitica e militare come contraltare alla percezione che l'era del petrolio volge al termine, mentre l'Arabia Saudita, quotando l'Aramco, vorrebbe utilizzare gli utili della vecchia risorsa, il petrolio, per modernizzare l'economia. Il Giappone continua a combattere la deflazione e a produrre robot!

Questo è lo scenario di fondo, che non va dimenticato nell'attività quotidiana. Gli equilibri sono precari, ma non vanno neanche sottovalutate le capacità di reazione nei momenti difficili, come è successo nel 2009: il sistema, con o senza Trump, sta imparando ad operare in maniera globale. Per questo, scegliere investimenti in società attente ai criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* è una priorità per rafforzare la stabilità del portafoglio. Poi bisogna leggere attentamente i messaggi delle banche centrali. Queste per ora,

coscienti che la liquidità sui mercati è enorme, ci dicono che intravedono il rischio bolla: i dati economici positivi, per loro, sono già nei prezzi. Per andare avanti ci vuole di più. Ci vogliono buoni risultati aziendali, che gli indici PMI per ora confermano, e che potrebbero dare ancora respiro ai mercati stimolando l'M&A (tipico delle fasi mature), in attesa di capire se gli Stati Uniti sono in grado di utilizzare la leva fiscale, con interventi nelle infrastrutture - come pure in Europa - necessari per aumentare la produttività, ma anche la domanda e l'inflazione.