Tra vecchia e nuova economia
2017 - 2018: la transazione

Le domande del 2017

All'inizio del 2017 era lecito interrogarsi sul significato dell'elezione di Donald Trump. La riflessione si è protratta per tutto l'anno mantenendo alta la curiosità, le aspettative e le preoccupazioni. Il nuovo presidente rappresenterà un cambio di paradigma come ai tempi di Ronald Reagan? Sarà il grande riformatore del sistema americano? E anche del ruolo degli Stati Uniti nel mondo? Queste domande, proprio agli albori dell'anno, avvenivano parallelamente ai timori sul futuro dell'euro e dell'eurozona. La Brexit poteva essere interpretata come l'inizio della disgregazione dell'Unione europea (UE) per mano di imperanti populismi che avrebbero potuto manifestarsi in Olanda e poi in Francia, Germania e, magari, Italia.

I timori riguardavano anche i paesi emergenti, che avrebbero potuto subire sia il ripiegamento geopolitico degli Stati Uniti, sia la sparizione dell'unica valuta, l'euro, in grado di svolgere un ruolo alternativo, o comunque di equilibrio, nella panoramica monetaria internazionale. In questa dinamica di paure e preoccupazioni, il dollaro americano sembrava destinato a riflettere gli egoismi dell'"America first", rafforzandosi potentemente, mettendo in difficoltà quei paesi che in questa valuta sono fortemente indebitati. I poli emergenti sembravano quindi destinati ad implodere, vittime della de-globalizzazione trumpiana: non avrebbero avuto neanche il sostegno dei petrodollari dei produttori di petrolio, perché il prezzo dell'oro nero era minacciato dalla sovra produzione e dalla nuova economia sostenibile, elettrificata e digitalizzata, a basso, o comunque tendenzialmente minor consumo di CO_2.

Nel 2017 si sono festeggiati i 10 anni dallo scoppio della grande crisi finanziaria partita dagli Stati Uniti, per poi coinvolgere il resto del mondo. Il ciclo di interventi monetari straordinari (Quantitative Easing, QE) con tassi a zero o negativi, acquisti di asset finanziari, obbligazioni in particolare, da parte delle banche centrali, era chiaro anche all'inizio del 2017, che non si sarebbe arrestato. Ma nelle attese erano incorporate anche le aspettative di un probabile e necessario contenimento di un attivismo sfrenato, visto che i bilanci delle banche centrali sono diventati enormi. Questi istituti stessi avvertivano che il loro ruolo di pompieri della grande crisi era destinato a ridimensionarsi. La configurazione in cui la politica sembrava voler confusamente riappropriarsi del suo ruolo, mentre le banche centrali avrebbero dovuto prepararsi a ridimensionare il loro, il tutto in un quadro geopolitico in trasformazione, avrebbe dovuto prospettare un 2017 all'insegna della volatilità, della "stagnazione secolare", con poca crescita e qualche segnale d'inflazione. Invece questi scenari non si sono verificati nel 2017. Le principali economie del mondo hanno iniziato a correre in maniera sincronizzata: per la prima volta dal 2010 i germogli di crescita economica

Centro Studi Monte SA — Via Bossi, 6 6900 Lugano - CH
www.centrostudimonte.com

sono sbocciati contemporaneamente sia nei paesi sviluppati, sia in quelli emergenti, mentre la liquidità, la linfa dei mercati finanziari, non è affatto diminuita. Anzi, questa ha toccato il massimo mensile a marzo, 182 miliardi di dollari, e si prevede che diminuirà a 53 miliardi al mese alla fine del 2018, per diventare negativa solo verso la metà del 2019. Queste facilitazioni monetarie hanno permesso alle borse di essere sostenute dall'aumento degli utili aziendali, delineando un anno da "Goldilocks".

Il senso delle politiche monetarie straordinarie

Per interpretare che cosa è successo nel 2017, ma soprattutto che cosa potrebbe succedere nel 2018, è necessario dare un senso alle politiche monetarie straordinarie delle banche centrali (QE). Queste sono solo lo strumento che, per ora, ha permesso di superare la più grave crisi economica, dopo quella del 1929, o sono altro? Sono una malizia della finanza per procrastinare un falso senso di benessere, alimentato solo da un incredibile bolla del debito, o sono anche uno strumento per traghettare il mondo verso nuovi paradigmi? O, visto che al centro del movimento c'è la Federal Reserve, servono soprattutto a preservare il ruolo egemonico degli Stati Uniti in un mondo dollaro-centrico?

È chiaro che se i QE fossero solo lo strumento per guadagnare tempo, accumulando debiti (c'è chi, con non poche ragioni, lo pensa), si andrebbe inevitabilmente verso la catastrofe o, comunque, verso un nuovo crollo dei mercati finanziari con una conseguente drammatica crisi economica peggiore di quella scoppiata dieci anni fa. Ma i segnali strutturali del nuovo mondo che emerge sono tanti; i QE diventano quindi lo strumento di trasformazione dell'intero apparato produttivo mondiale. Essi sono anche il tentativo di mantenere, o prolungare, l'egemonia degli Stati Uniti in questa fase di trasformazione degli equilibri geopolitici mondiali, con l'emergere della Cina e di altre potenze in divenire.

I nuovi paradigmi politici non potranno più basarsi solo sulle storiche contrapposizioni tra destra e sinistra, stato e mercato. Le multinazionali, in un mondo globalizzato e digitalizzato, hanno incrementato potentemente il loro ruolo. Tentando, di fatto, di diventare attori politici, puntando, dove riescono, sull'autoregolamentazione del sistema, per evitare che gli stati intervengano con regole troppo stringenti e con una burocrazia che non è adatta alla velocità delle trasformazioni in corso. Tutto ciò avviene parallelamente ad un'importante presa di coscienza dei rischi del cambiamento climatico e delle implicazioni che le economie basate sulla combustione fossile producono.

L'economia sostenibile

Il settore privato è diventato molto attento allo sviluppo sostenibile. Negli ultimi venticinque anni diverse iniziative volontarie sono sfociate in forme organizzate di sostegno ai concetti di sostenibilità, quali, per citare un esempio, l'United Nations Global Compact, lanciato nel 2000, per incoraggiare le aziende di tutto il mondo ad adottare politiche sostenibili per l'ambiente, nel rispetto della responsabilità sociale d'impresa e per sostenere la lotta alla corruzione in ogni sua forma. Nel 2005, l'allora

segretario generale delle Nazioni unite, Kofi Annan, coinvolgendo i grandi investitori istituzionali del mondo, provocò la nascita di alcuni principi, presentati alla borsa di New York nell'aprile del 2006, per spingere i gestori, in primis istituzionali, ad agire nell'interesse di lungo termine dei beneficiari: riguardano l'ambiente, l'impegno sociale e la governance, in inglese ESG (Environment, Social ad corporate Governance), per "allineare gli investitori con i più ampi obiettivi della società"[1]. Oggi i criteri ESG acquisiscono valenza qualitativa e quantitativa con rating che vengono proposti, a complemento delle informazioni finanziarie sulle società, da provider quali Reuters o Bloomberg.

Nel 2017 la finanza sostenibile ha aumentato esponenzialmente la sua presenza nei portafogli, sia con la nascita di nuovi fondi dedicati, sia per la scelta spontanea di gestori che vogliono investire in società con buon rating di sostenibilità poiché, a parità di capacità di generare utili, sono strutturalmente più stabili e meno volatili di quelle che non si preoccupano di valutare i rischi ambientali, sociali, reputazionali. Secondo le stime del Global Sustainable Investment Alliance, alla fine del 2016 le attività amministrate in modo professionale rispettando i criteri ESG, ammontavano a 22'890 miliardi di dollari nel mondo: cifra cresciuta del 25% rispetto al 2014. (Global Sustainable Investing Review 2016).

QE strutturali per traghettare i sistemi economici verso nuovi modelli operativi e finanza sostenibile sembrano promettere un mondo economico-finanziario, e non solo, nettamente migliore. Il 2017 potrebbe apparire come un anno cerniera in questa visione, tanto più che il contesto da "Goldilocks" è riuscito a controbilanciare l'impatto di due devastanti uragani negli Stati Uniti, di una serie di minacce geopolitiche, nonché delle ulteriori misure adottate da alcune delle principali banche centrali in direzione di una graduale rimozione degli stimoli monetari.

2017 anno record, grazie alla nuova economia

Il 2017 si è chiuso con un +18% per lo S&P, +30% per il NASDAQ 100, +12,8% per l'SMI, +6% per l'Eurostox (per gli investitori in Usd significa comunque +21,5%), +16,2% per il Nikkey, +21% per l'MSCI Emerging Market. In generale tutti gli asset finanziari sono saliti, alcuni, come i Bitcoin, anche in maniera esponenziale, restando in un quadro di volatilità contenuta. Queste crescite sono il risultato dei dati macroeconomici globali, ma hanno avuto come punto d'accelerazione le promesse del presidente Trump. Ciò ha permesso di portare ad alti livelli la fiducia dei consumatori, che ha raggiunto nuovi massimi in Germania, Giappone, Stati Uniti, mentre si è stabilizzata nel Regno Unito. La ripresa del commercio ha contribuito al recupero dei mercati emergenti in atto dalla metà del 2016.

Il nuovo mondo che emerge si è manifestato attraverso l'esuberanza dei titoli della digitalizzazione, dell'e-commerce, della robotica. I flussi finanziari sono stati intercettati da quelle aziende che sono in grado di imporre nuovi sistemi produttivi, commerciali, ma anche sociali. Non si tratta più solo di aziende americane (Apple, Amazon, Microsoft, Google, Facebook, ecc.), ora ci sono leader nel mondo asiatico, pronti ad agganciarsi alla crescita

emergente (Samsung, Tencent, Alibaba, ecc.). I titoli della vecchia economia, quella basata sul petrolio e sul know how manifatturiero, sono stati parzialmente dimenticati dagli investitori galvanizzati dalla nuova era che emerge.

Lo scontro tra vecchia e nuova economia ha carburato la fiducia nel futuro che avanza, sostenuta dalla grande massa di liquidità. Ma se Trump, pur non piacendo alla stampa mondiale, è riuscito a farsi eleggere, non è solo per la promessa di ridurre le imposte. L'idea di riportare in auge la vecchia economia del petrolio e della manifattura, con l'obiettivo di ricostruire le infrastrutture americane e i posti di lavoro a basso valore aggiunto, dove si trovano i perdenti della globalizzazione, non è estranea al suo successo. E forse anche le borse, cavalcando i titoli del nuovo mondo e approfittando della liquidità, hanno interpretato la necessità di raccogliere alcuni aspetti della vecchia economia, che solo Trump ha preso il rischio di rivalutare, intendendo così frenare la globalizzazione. Il passaggio verso la nuova era è solo nella fase iniziale. Temi quali l'inflazione, il petrolio, il ruolo del dollaro, la concentrazione della ricchezza e l'esplosione dei debiti pubblici, hanno forse bisogno, ancora per qualche tempo, di essere rivisti attraverso vecchi concetti, in auge quando il mondo era meno globalizzato.

L'inflazione

Nonostante il rafforzamento dell'economia mondiale, le spinte inflazionistiche sono rimaste eccezionalmente modeste nella maggior parte delle economie avanzate, compresi gli Stati Uniti, dove la variazione delle spese per consumi personali complessiva si è mantenuta in prossimità del 2%, mentre la componente di fondo ha segnato, durante l'anno, un calo. Crescita economica e bassa inflazione sono state il carburante dell'euforia del 2017, perché ciò ha permesso alle banche centrali di restare espansive. Negli Stati Uniti, nemmeno la disoccupazione al 4,1% è riuscita ad aumentare le pressioni salariali e quindi l'inflazione. Come mai? L'effetto della globalizzazione dei prodotti, dei capitali e del lavoro è sicuramente determinante, avendo aggiunto 1,6 miliardi di nuova forza lavoro, situata nei paesi emergenti. Parallelamente la nuova economia, con la tecnologia e la digitalizzazione, ha cannibalizzato l'intervento umano nelle attività a basso valore aggiunto. Ci sono anche aspetti di politica monetaria che tendono a contenere l'aumento dei prezzi: da anni l'annuncio del target del 2% d'inflazione, ha un effetto deflattivo perché scoraggia i mercati dallo sfidare le banche centrali, malgrado nel mondo ci sia un eccesso di risparmio, che quindi si indirizza verso l'economia finanziaria, dove non ci sono obiettivi dichiarati d'inflazione, a scapito di quella reale. Questo contesto mantiene schiacciati i tassi a lungo termine. Nel 2018 la situazione potrebbe cambiare in maniera anche significativa. Pressioni salariali e aumento dei costi per le nuove scorte avranno un incidenza sull'inflazione. Ma determinante sarà il prezzo del petrolio. Questo è già aumentato e, per ragioni macroeconomiche, ma anche di geopolitica, è destinato a volteggiare su alti livelli. E' questo un obiettivo indiretto della politica di Trump.

Il petrolio

L'attenzione, nel 2017, si è talmente concentrata sulla nuova economia, che ha

scoraggiato le analisi sul destino dei vecchi sistemi produttivi basati sul petrolio, il cui consumo continua ad aumentare. La scoperta di nuovi sistemi di perforazione (shale gas), il disaccordo fra produttori, i timori sulla crescita, avevano trascinato all'inizio del 2016 il prezzo dell'oro nero sotto i 30 dollari al barile, per poi risalire gradualmente nel corso del 2017. Il trend dovrebbe confermarsi anche quest'anno e avrà un impatto significativo sull'inflazione e quindi sui tassi. Il nuovo principe saudita punta a far risalire il prezzo del greggio perché intende quotare parte dell'Aramco, la più grande società petrolifera del mondo, in mano al governo. Con il ricavato finanzierà la trasformazione dell'economia saudita costruendo un nuovo polo tecnologico con ambizioni planetarie. Gli interessi del principe si intrecciano con la strategia di Trump, uomo vicino ai petrolieri americani, che vuole utilizzare i ricavi del petrolio e dei petrodollari per finanziare gli investimenti in infrastrutture. In questo disegno, il presidente degli Stati Uniti voleva inserire anche la Russia, malgrado il rifiuto della politica interna. Assieme ai sauditi vuole escludere Teheran dal mercato, proprio perché un suo rientro a pieno titolo avrebbe un effetto deflattivo.

Il dollaro

Il dollaro è fortemente correlato all'economia del petrolio. Nell'estate del 1974, l'allora segretario di Stato, William Simon, volò in Arabia Saudita per concludere segretamente un importante accordo. Gli Stati Uniti accettavano di acquistare il petrolio dei Saud, fornendo loro armi e garantendo la sicurezza del Regno. In cambio i sauditi avrebbero investito gli utili della vendita dell'oro nero in Treasury americani, finanziando quindi le future spese federali: il dollaro divenne la valuta del petrolio. L'accordo permetteva agli Stati Uniti di stampare dollari in gran quantità, potendo comunque contenere i tassi, finanziando quindi a basso costo la crescita. I paesi importatori di petrolio erano di fatto obbligati ad avere importanti riserve di dollari per finanziare gli acquisti di oro nero. Questo sistema, poi esteso al commercio internazionale, con l'emergere sulla scena di Cina, India, Brasile e altri paesi emergenti, ha contribuito a consolidare l'egemonia americana. Due mercati si sono quindi creati per il dollaro: quello domestico, negli USA, e quello off-shore, dove governi e aziende vanno a rifornirsi di "eurodollari" (così viene denominato il dollaro negoziato fuori dagli Stati Uniti).

Nel lungo termine il petrolio non avrà più solo il dollaro quale valuta di riferimento. Poiché questo fenomeno è già in corso adesso, è possibile che in un futuro non eccessivamente lontano, assisteremo alla fine del sistema finanziario attuale basato sul dollaro e sui capricci degli Stati Uniti. Ma nel 2018 questo sarà ancora la moneta del mondo, perché il passaggio tra vecchia e nuova economia poggerà su dollaro e petrolio. Se il prezzo dell'oro nero salirà, come vogliono sauditi, americani, russi e, più in generale, i paesi produttori, salirà anche l'inflazione, naturalmente a patto che i tassi di crescita economica siano quelli prospettati dalla Banca Mondiale. La FED continuerà a rialzare i tassi e a ridurre il proprio bilancio, manovrando anche i saggi a lungo termine, ma cercherà comunque di "restare dietro la curva" proprio perché, entro certi limiti, vuole l'inflazione per erodere il debito pubblico.

Gli Stati Uniti nel 2009 hanno deciso di regolare l'utilizzo del dollaro, non solo sul mercato domestico, ma ovunque, anche sul mercato degli eurodollari, dove c'era la massima produzione monetaria, da parte delle banche commerciali. Hanno quindi obbligato questi istituti a richiedere maggiori collaterali a garanzia. Questo fenomeno ha di fatto prosciugato il mercato degli eurodollari. Se i cinesi hanno deciso d'imporre, dove possono, il pagamento del petrolio nella loro moneta, non è solo perché vogliono emarginare il dollaro. Ma anche perché fanno fatica a trovarlo sul mercato off-shore. Il mercato inter-bancario dell'eurodollaro è stato sostituito da emissioni obbligazionarie. Ma se i tassi salgono, la domanda di eurodollari esploderà. E ciò potrebbe avvenire proprio quando le multinazionali, a seguito degli stimoli fiscali di Trump, riportano i dollari sul mercato domestico. Ecco perché il 2018 potrebbe essere l'anno in cui il dollaro rivedrà momenti di forza.

L'esplosione dei debiti pubblici

Il mondo è forse uscito dalla più grave crisi finanziaria del dopoguerra gonfiando i bilanci delle banche centrali (che hanno di fatto acquistato debito pubblico) e i debiti globali, cresciuti a 233 trilioni di dollari nel terzo trimestre del 2017, secondo gli ultimi dati rilasciati dall'Istitute of International Finance (+71 mila miliardi negli ultimi 10 anni). Dietro l'impennata del debito globale c'è una leggera nota positiva, portatrice di un'indicazione strategica: nel 2017 il rapporto debito/PIL è diminuito passando dal 321% al 318%. Ciò è successo grazie all'aumento del PIL. Per contenere i rischi di un eccessivo indebitamento ci vuole quindi inflazione e crescita. Quindi investimenti nelle infrastrutture e tassi sempre un passo "dietro la cura", cioè in salita, ma meno dei tassi di crescita. Si tratterà di giostrare un difficile e rischioso equilibrismo: i tassi non possono crescere troppo, mentre l'inflazione dovrebbe ripartire, ma senza esagerare. Per questa ragione il mondo obbligazionario sarà particolarmente difficile da affrontare. E' la politica che deve stimolare la crescita, attraverso la leva fiscale. Ma se non ci riesce, o temporeggia troppo a lungo, il PIL non riuscirà ad essere un passo avanti l'indebitamento.

La distribuzione della ricchezza

Un problema strutturale, soprattutto negli Stati Uniti, è che il mercato azionario non premia solo l'innovazione, ma anche la redistribuzione dal lavoro al capitale. Ciò si riflette nella quota degli utili rispetto al PIL, che è cresciuta dal 20% al 25% in un periodo in cui i salari hanno continuato a stagnare. L'aumento sarebbe ancora più alto se i bonus fossero considerati come profitti e non come stipendi. Per uscire veramente dalla crisi del 2007/8 vanno rivisti i salari, attraverso i quali può aumentare la domanda e l'inflazione.

Mercati finanziari nel 2018

Dopo un prodigioso anno borsistico nel 2017, periodo nel quale sono stati immessi livelli estremi di liquidità sui mercati, è lecito iniziare l'anno con qualche preoccupazione. Tanto più che i mercati sono molto compiacenti, come scrive la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI, rassegna trimestrale, dicembre 2017): "Ai livelli recenti superiori al 30, il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo (Cyclically Adjusted Price/Earnings ratio, CAPE) del mercato

azionario statunitense ha superato la media post 1982 di quasi il 25%, collocandosi chiaramente nel quartile più alto della distribuzione. Indubbiamente ciò è ancora inferiore allo straordinario massimo di 45 raggiunto durante la bolla dei titoli tecnologici della fine degli anni Novanta. Tuttavia, è quasi due volte la media di lungo termine calcolata nel periodo 1881-2017". Inoltre, fa notare ancora la BRI, i dividendi per azione delle società statunitensi sono aumentati a un ritmo molto più rapido a partire dall'inizio della grande crisi finanziaria del 2007/8, "destando interrogativi sulla loro sostenibilità di lungo periodo". Ciò è successo a causa del cambiamento della politica dei dividendi delle imprese, in quanto la quota di utile netto distribuita sotto forma di dividendi è aumentata di oltre la metà negli ultimi cinque anni; molte aziende hanno utilizzato la liquidità, per non dire l'indebitamento, per acquistare azioni proprie. Dalla metà degli anni Novanta l'utile netto delle imprese quotate è cresciuto molto più rapidamente del PIL statunitense. Difficilmente questo percorso potrà continuare a questi ritmi. Avremo quindi un 2018 difficile per le borse? Non necessariamente, anche se la volatilità tornerà, a tratti in maniera significativa. Due le ragioni.

La prima è che non tutti i settori sono eccessivamente sopravvalutati. Quindi potremmo assistere a rotazioni che rifletteranno la boccata d'ossigeno della e dalla vecchia economia: titoli del settore petrolifero, restati indietro per rapporto al corso dell'oro nero, titoli del settore finanziario, che non hanno ancora scontato un vero movimento nell'inflazione e nei tassi, titoli del settore industriale, ciclico, se partiranno le politiche d'investimento in infrastrutture da entrambi i lati dell'Atlantico: sono comunque sostenuti dalla crescita sincronizzata e globale. La seconda ragione è che le valutazioni dei mercati azionari appaiono meno esuberanti se confrontate con i rendimenti obbligazionari. Negli ultimi cinquant'anni i rendimenti reali dei titoli del Tesoro a uno e dieci anni hanno oscillato intorno al rendimento dei dividendi. Dopo essere sceso a quasi l'1% prima dello scoppio della bolla delle dotcom, il dividend yield è da allora aumentato continuamente e attualmente oscilla intorno al 2%. Ma, dallo scoppio della crisi finanziaria del 2007/8 i rendimenti dei Treasury sono scesi a livelli molto più bassi rispetto al rendimento da dividendo e sono stati di fatto spesso negativi. Il confronto – conclude la BRI – sembra indicare che le azioni statunitensi non erano particolarmente sopravvalutate se confrontate con i titoli del Tesoro. L'esuberanza ha quindi coinvolto più i mercati creditizi che quelli azionari, dove le obbligazioni societarie hanno registrato spread particolarmente compressi, specie nel segmento dell'alto rendimento: in questo ambito i differenziali europei hanno quasi toccato i minimi storici.

La politica delle banche centrale ha impedito al mercato obbligazionario di svolgere la funziona di controllore dei mercanti, reagendo agli eccessi d'indebitamento sia del settore privato, sia di quello pubblico. Sotto certi aspetti il mercato obbligazionario è stato nazionalizzato dopo lo scoppio della grande crisi. Denazionalizzarlo, visti i livelli dei bilanci delle banche centrali, non è un compito facile. Così come i QE sono avvenuti in maniera quasi

coordinata tra le principali banche centrali, anche il loro termine dovrebbe avvenire in armonia. Tutte le grandi banche centrali vorrebbero inflazione, ufficialmente non altre il 2%, anche se, per svalutare i debiti pubblici, hanno bisogno di saggi molto più alti. Ma un rialzo incontrollato dei tassi, distruggerebbe la crescita e provocherebbe il crollo dei mercati finanziari. Per questa ragione il processo di normalizzazione sarà modulato in buona parte attraverso i mercati valutari, che resteranno volatili nel 2018. Non è forse un caso che Claudio Borio, capo economista della BRI, ritiene che sia "desiderabile una maggior tolleranza per le deviazioni d'inflazione dai target fissati, mettendo l'accento sulla stabilità finanziaria". ("Through the looking glass", OMFIF Lecture, 22 settembre 2017). Se le sue parole hanno influenza fra i responsabili delle politiche monetarie, il franco svizzero continuerà a svalutarsi, ma attorno a 1.20 contro Eur, la Banca Nazionale (BNS) inizierà ad alleggerire il proprio bilancio. Quindi la borsa svizzera si muoverà nel quadro del trading range che si delineerà probabilmente nei primi mesi dell'anno. L'Unione europea, dopo quasi un decennio di assenza dalle dinamiche di crescita mondale, inizierà prima del previsto il processo di normalizzazione monetaria (l'obiettivo del QE era evitare la deflazione), ma in questa fase non può permettersi che l'euro si rafforzi troppo contro Usd, anche se tecnicamente l'Eur/Usd potrebbe toccare 1.25. Solo quando il mercato interno avrà confermato una solida domanda, trascinata da consumi e investimenti e con una moderata inflazione, Mario Draghi potrà ridurre l'eccezionale generosità. Le borse europee rifletteranno quindi la dinamica valutaria oltre che le valutazioni intrinseche dei titoli. Il dollaro e il petrolio saranno ancora il perno di questi movimenti.

Un dollaro debole fa comodo a tutti: in Europa permetterebbe di assorbire l'aumento del costo del petrolio, ai paesi emergenti anche di sostenere il loro indebitamento in Usd. E le aziende americane sono favorite nelle esportazioni. L'aumento dei tassi americani e la politica fiscale pro-crescita di Trump, porteranno nel corso dell'anno il dollaro a rafforzarsi: tramite il mercato off-shore ad un certo momento potremmo vederlo anche attorno a 1.10 contro euro, anche se, nel lungo termine, il suo destino è di destreggiarsi tra un'Europa che riprende il cammino d'integrazione e la Cina che imporrà lo Yuan nelle transazioni internazionali. Il Giappone, ancora troppo dipendente dall'esportazione, non potrà permettersi una rivalutazione eccessiva dello Yen. Tenderà a restare molto dietro la curva dei tassi, favorendo le sue aziende e quindi la borsa, anch'essa direttamente sostenuta dalla politica monetaria. Le "forward guidance" delle banche centrali dovrebbero aiutare i mercati ad anticipare i cambiamenti. Ma, nella realtà, ciò non sarà sempre facile ed automatico. Le borse del mondo sono destinate a restare su alti livelli, anche se con molta più volatilità, se il mercato obbligazionario riesce a contenere i sui aumenti. Il decennale americano sopra il 3%, segnerebbe un inizio di fine festa.