

EUFORIA NOVEMBRINA

I mercati durante tutto il 2023 ci hanno abituato ad importanti ed improvvisi cambi di rotta. A solleticare le paure e a carburare le scommesse sono quasi sempre state le aspettative d'inflazione e quindi l'andamento futuro dei tassi d'interesse. Non poteva essere altrimenti, visto che dal 2022 l'esplosione dell'inflazione e la ferma decisione di riportarla all'obiettivo del 2% da parte delle banche centrali sono state, ed ancora sono, i temi dominanti della politica monetaria. Le esperienze storiche e la logica economica insegnano che, quando i tassi d'interesse salgono velocemente, l'inflazione scende. Il prezzo da pagare è spesso una brusca frenata della domanda che porta disoccupazione e magari anche recessione. I mercati sono quindi rimasti appesi ad ogni singolo dato, ad ogni singola parola di ogni singolo esponente degli istituti d'emissione nella speranza d'intuire il tracciato sul quale muoversi. L'anno scorso, nella difficoltà, c'era una indiscutibile certezza: i prezzi degli asset finanziari dovevano essere velocemente ricalcolati. Gli utili futuri delle aziende

erano scontati praticamente senza tener conto del costo finanziario, visti i tassi vicini allo zero o magari anche negativi. Così è crollato il mercato azionario e contestualmente anche quello obbligazionario. Il passaggio da un mondo centrato sulla paura della deflazione ad uno improvvisamente obbligato a lottare contro l'inflazione, a turbo-normalizzare i tassi d'interesse, non poteva essere indolore. Nel corso del 2023 non sono mancati gli avvertimenti: la crisi delle banche americane a marzo, poi quella del Credit Suisse e ora il fallimento di Signa, l'azienda dell'immobiliarista prodigio René Benko. Anche la prima causa scatenante dell'inflazione, la guerra in Ucraina, ha finito per assuefare i mercati. La guerra tra Israele e Hamas è ora derubricata a fenomeno locale. E i problemi dell'economia cinese, che impattano la crescita mondiale, preoccupano meno, perché frenano, sperano i mercati, le mire geopolitiche.

Novembre 2023 passerà alla storia per la potenza con la quale i mercati finanziari

hanno festeggiato loro stessi. L'indice delle borse mondiali (MSCI World) è salito dell'8.9%, il Nasdaq addirittura del 10.7%, lo Stoxx 600 del 6.4% e la Svizzera del 4.4% (MSCI). Il dato che ha scatenato la corposa esuberanza è stato quello sull'inflazione *core* negli Stati Uniti, cresciuta a ottobre dello 0.2% invece dell'atteso 0.3%: una piccola sorpresa che è stata sufficiente a convincere gli operatori finanziari sulla prossima fine del ciclo dei rialzi dei tassi. La Federal Reserve, che era stata accusata di aver atteso troppo nel normalizzare la sua politica monetaria, ha ora ritrovato credibilità agli occhi dei frastornati investitori. Una nuova fiducia non priva di immediate conseguenze. Chi scommetteva al ribasso è immediatamente corso a chiudere le posizioni ricomprando a piene mani azioni sul mercato. Poi è toccato ai fondi d'investimento e ai grandi investitori intervenire, spaventati dall'idea di perdere il treno della *performance*. In effetti, anche la crescita occupazionale si era attenuata ad ottobre (+150 mila nel settore non agricolo, l'incremento più basso da giugno), mentre la disoccupazione saliva ai massimi da due anni (3.9%), indicando che la forte domanda di lavoratori inizia a

raffreddarsi. Ciò nonostante, nel terzo trimestre l'economia americana è cresciuta del 5.2% (PIL annualizzato), invece dell'atteso 4.9%, poiché le aziende hanno riempito i magazzini e accumulato macchinari. Il sogno dei mercati di un *soft landing*, di un atterraggio morbido nel 2024, tale da non far crollare i consumi provocando la recessione, sembra a portata di mano. La Federal Reserve - pensano i mercati - si prepara all'inversione: finiti i rialzi dei tassi si passerà alla loro veloce riduzione, tutto carburante per l'economia, certo rallentata ma non tramortita. La probabilità di una recessione negli Stati Uniti, traino dell'economia mondiale o, per lo meno di quella occidentale, è passata al 46% nei prossimi dodici mesi contro il 70% immaginato durante l'estate, secondo la Federal Reserve di New York.

Gli operatori si sono posizionati addirittura per cinque riduzioni dei tassi dello 0.25% l'uno, il primo, con un 40% di probabilità, già a marzo dell'anno prossimo. Un bel cambio di narrativa rispetto a luglio, quando s'immaginava sì la fine della fase ascendente, ma restando a camminare a lungo in cresta sulla vetta. Nell'Eurozona, l'inflazione preliminare stimata a

novembre si ferma al 2.4% (atteso 2.8%). Inevitabile sperare che la Banca centrale europea (BCE) inizi a tagliare già il prossimo aprile. Questo nuovo contesto ha spinto le obbligazioni: il rendimento dei *Treasury* a 10 anni è sceso dal 5% al 4.2%, trascinando al rialzo anche i rendimenti delle obbligazioni più rischiose (*High yield*). L'ottimismo che sconfinava nell'euforia ha ridato fiato al meccanismo dei *buy back*, il riacquisto di azioni da parte delle aziende che, secondo Goldman Sachs, proseguirà al ritmo di 5 miliardi al giorno fino all'8 dicembre, quando scatterà il periodo regolamentato di sospensione.

Che cosa significa, in un disegno di più lungo respiro, l'euforia di novembre? E, soprattutto, è destinata a continuare anche nel 2024?

Se è vero che i mercati agiscono all'interno delle loro logiche finanziarie, è altrettanto vero che ci sono momenti nella storia in cui la politica può decidere deliberatamente di modificarle. Si tratta di operazioni rischiose perché i mercati, come scrive George Soros, sono essenzialmente riflessivi: i rischi impliciti alle decisioni politiche sono solo parzialmente prevedibili, soprattutto quando si sconfinano nella geopolitica. La guerra in Ucraina si è

trasformata in un terreno di confronto tra gli Stati Uniti e i loro alleati occidentali (europei, giapponesi e australiani) contro quelle realtà, con al centro la Cina, che vogliono un ridimensionamento di Washington e del dollaro. La nuova guerra fredda è stata innescata dalla Russia. Joe Biden, il presidente ottuagenario, l'ha interpretata come una chiamata per il suo paese a consolidare il ruolo di potenza egemone. Si tratta anche di distruggere quelle percezioni, acute dopo la crisi finanziaria del 2008, secondo le quali gli Stati Uniti sono una potenza in declino. La conseguenza finanziaria di quest'approccio è che l'inflazione deve essere imbrigliata proprio per dimostrare la forza e la coerenza che esprime il dollaro internazionale. La Federal Reserve ha quindi proceduto a rialzare potentemente e velocemente i tassi, proiettando il dollaro al rialzo e mettendo in difficoltà molte economie. Parallelamente, la politica, latitante negli ultimi trent'anni, ha ripreso, con Biden, il controllo dell'economia finanziando la reindustrializzazione interna (*reshoring*) e la digitalizzazione. I tassi alti e la forza delle aziende americane, quali Microsoft, Meta, Apple, Amazon, Alphabet, NVIDIA, hanno saputo catalizzare l'attenzione sulla

rivoluzione dell'intelligenza artificiale, mantenendo i flussi sul dollaro e verso gli Stati Uniti. La gestione del petrolio americano ha contribuito non poco a contenere l'inflazione a scapito di paesi quali l'Arabia Saudita, che invece avrebbe voluto trarne qualche ricco beneficio. Il clima da guerra fredda ha messo in difficoltà l'antagonista principale degli Stati Uniti, la Cina. I flussi finanziari verso questo paese, già contrastati da Donald Trump, si sono fermati, a conferma che l'egemonia di Wall Street condiziona anche il paese di Mezzo.

La "bidenomics", per ora, sembra essere un successo al quale i mercati hanno entusiasticamente brindato a novembre. Ma il prezzo è alto: l'indebitamento degli Stati Uniti è esploso, con un deficit di budget cresciuto del 23% nel 2023, rispetto all'anno precedente (6.3% del PIL). Si è ormai instaurato un clima da guerra fredda alimentato da politici che hanno l'età e l'esperienza per esserne condizionati, alimentando un confronto che diventa ideologico. Negli Stati Uniti si fa sempre più strada l'idea, almeno tra i potenti di Wall Street, che né Joe Biden, né Donald Trump sono adeguati a condurre il paese nel prossimo

quadriennio. Il democratico Jamie Dimon, a capo di JP Morgan, è stato molto esplicito: meglio votare la repubblicana cinquantenne Nikki Haley piuttosto che Biden (Dimon stesso potrebbe essere presidenziabile). Sulla medesima linea anche Ray Dalio, fondatore di Bridgewater, la quinta azienda privata più importante degli Stati Uniti, considerato da *Fortune* tra le cento persone più influenti del mondo. I capitani d'industria americani condividono il cambio di tono nei confronti della Cina e la fermezza nelle relazioni internazionali. Non vogliono però una guerra fredda che chiude i mercati e le possibilità di crescita: sono piuttosto per una nuova forma di convivenza internazionale che permetta di creare opportunità di *business* globale anche nel quadro della transizione energetica e digitale. I mercati l'anno prossimo saranno molto attenti e si spaventeranno facilmente se non vedranno presupposti costruttivi nella governance del paese. Saranno comunque pronti ad esaltarsi se vedranno nuovi leader capaci di motivarli.

Questo sarà un fattore di volatilità che verrà comunque amplificato nei movimenti, sia verso il basso sia verso l'alto, dalla liquidità che è ancora copiosa.

I bilanci delle banche centrali, gonfiati da anni di facilitazioni monetarie e dalle politiche di sostegno per superare l'emergenza Covid, difficilmente possono essere ridotti velocemente in un ricco anno elettorale, non solo per gli Stati Uniti, ma per più della metà della popolazione mondiale. Il mercato a novembre ha forse esagerato nell'anticipare la velocità dei tagli dei tassi d'interesse. Resta però il fatto che il lavoro delle banche centrali è al suo *pivot*, al punto di svolta. Ora la Federal Reserve, e di riflesso anche le altre principali banche centrali, dovranno solo temperare le esagerazioni per contenere fughe inflazionistiche. L'introduzione operativa delle dinamiche d'intelligenza artificiale può inoltre contribuire velocemente all'aumento della produttività e quindi a contenere i costi.

I presupposti per un 2024 positivo ci sono, ma anche i pericoli. Sarà comunque un anno volatile in attesa di nuovi leader capaci di aprire una nuova pagina di modernità. Nel frattempo, i mercati si godono i risultati di novembre e cominciano a metter in conto una correzione tattica magari in prossimità del 12 dicembre, quando arriverà l'aggiornamento sul dato dell'inflazione di

novembre e, il giorno dopo, la riunione della Fed.