

## I TIMORI DI GENNAIO

Se il buon giorno si vede dal mattino, il 2022 si annuncia come un anno difficile per gli investitori. Per i vecchi *trader* di Wall Street, l'andamento di gennaio è spesso considerato il termometro dell'intero anno. Lo S&P americano, che detta il ritmo di tutti gli altri indici, ha chiuso il mese con una contrazione del 6%. Ed il Nasdaq, dove sono quotati i titoli che racchiudono le più importanti speranze di crescita, si è ridotto dell'10%. Anche l'Europa non ha brillato, anche se, per certi versi, ha segnato una prima rivincita per rapporto ai blasonati concorrenti d'oltre Atlantico. L'Eurostoxx50 ha perso il 2,9%, mentre il Ftse 100 inglese ha addirittura chiuso in territorio positivo. Il conservativo SMI svizzero non è stato risparmiato, correggendo del 5%, mentre lo SMIM, con le società di media capitalizzazione, ha perso l'8,6%. Semplici prese di profitto dopo il rally di Natale del 2021? In parte sicuramente sì. Ma non solo. Le tensioni geopolitiche e le relative ripercussioni sui costi dell'energia, causati dalla sfida tra Russia e Ucraina, complicano sicuramente lo scenario. Ma il vero motivo

di preoccupazione riguarda la macroeconomia e la politica delle banche centrali con al centro la Federal Reserve americana.

Le aspettative di crescita per l'economia globale, secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), sono state ridotte dal 5,9% del 2021 al 4,4% per il 2022 (mezzo punto percentuale in meno per rapporto all'*Outlook* dell'ottobre scorso), considerando in particolare la frenata nelle due principali aree economiche del mondo. Negli Stati Uniti l'incertezza e il ridimensionamento del pacchetto fiscale *Build Back Better* mette in luce le difficoltà dell'amministrazione Biden ad affermare la sua visione di crescita del paese, che deve anche fare i conti con la carenza di offerta. In Cina le interruzioni indotte dalla pandemia legate alla politica di tolleranza zero nei confronti del COVID19 e il prolungato *stress* finanziario nel settore immobiliare, dell'educazione e del digitale, hanno ridotto le attese di un ulteriore 0,8%. Ma, ciononostante, le aspettative di crescita delle economie mondiali, anche

se riviste al ribasso, restano comunque ragguardevoli.

Il vero problema è la Federal Reserve che non crede più allo scenario che aveva con forza instillato nei mercati secondo il quale la crescita sarebbe stata consistente, grazie anche alla generosa liquidità, con inflazione moderata e transitoria. Con questa visione, costantemente confermata, le borse l'anno scorso hanno raggiunto vette significative con poca volatilità. Ma a dicembre i prezzi negli Stati Uniti sono saliti del 7%. Mentre l'inflazione core, PCE, (che esclude alimentari ed energia), riferimento principale dell'istituto d'emissione, sull'anno è cresciuta del 4,9%, il più importante incremento dal 1983. Questi dati hanno preso in contropiede la Federal Reserve, che ora prevede di terminare il *Quantitative Easing* (QE) a marzo (non acquisterà più obbligazioni sul mercato), quando inizierà ad aumentare i tassi. L'inflazione ha spaventato la FED; la FED ha spaventato i mercati. Ma siamo sicuri – si chiedono – che l'istituto d'emissioni abbia davvero il polso dell'economia americana? Di fatto Jerome Powell, il suo presidente, ha dovuto ammettere un errore di fondo: l'inflazione è molto più alta del previsto e

probabilmente non è nemmeno passeggera. I malumori aumentano come pure le pressioni. È un quadro pericoloso, dove lo *stress* può facilmente spingere a commettere errori. I mercati lo sanno e cominciano ad anticipare quattro rialzi dei tassi quest'anno, qualcuno addirittura sette. E per avere una curva più coerente bisogna anche prevedere di diminuire il bilancio della FED; quindi vendere obbligazioni (ritirando liquidità) e aumentando i tassi a più lungo termine. Il rischio che lo scenario diventi quello di crescita moderata e inflazione elevata ha sconvolto i mercati. Il tasso delle obbligazioni (*Treasury*) a 10 anni, da 1,5% d'inizio anno ha toccato nel mese un massimo di 1,88%, prima di ritracciare un pò. In un simile contesto i titoli con multipli elevati (rapporto prezzo su utili), che scontavano utili futuri con tassi molto bassi, hanno dovuto fare i conti con la nuova realtà. Il sottoindice dei titoli di crescita (*growth*) dello S&P ha perso il 14,5% nel mese, ma quello delle azioni *value* ha registrato una, seppur modesta, performance positiva. Il 77% delle aziende che hanno presentato i risultati dell'ultimo trimestre del 2021 hanno spesso superato le aspettative (dati Refinitiv), ma i titoli non sempre sono saliti. Segno che il mercato

ora pretende molto di più sapendo che la liquidità tenderà a ridursi e i tassi a salire.

Quindi ora che fare? I mercati tendono ad anticipare e ad esagerare i movimenti. È possibile che, tatticamente, sia il momento di acquisti selettivi: fino a marzo la FED continuerà a iniettare liquidità. Inoltre, due indicatori importanti di mercato quali gli ottimi utili di Microsoft e Apple lasciano ben sperare. Il presupposto è però che il COVID19 abbia davvero raggiunto un picco importante e Russia e Stati Uniti trovino un *modus vivendi* sull'Ucraina. Con l'inizio delle Olimpiadi invernali di Pechino è possibile sperare in una tregua, anche in termini geopolitici e di prezzo del petrolio.

Ma, strategicamente, il 2022 resterà un anno volatile, anche se non necessariamente negativo: l'importante è che i tassi reali restino negativi. Le notizie sull'inflazione saranno determinanti per tentare di anticipare le mosse della FED. Il contesto è comunque quello di una contrazione della liquidità e un aumento dei tassi nominali. Quindi qualsiasi notizia sul fronte dell'inflazione e della crescita, come pure dei risultati aziendali, deve essere particolarmente significativa per stimolare i mercati. Altrimenti questi si limiteranno a correggere i prezzi degli

asset a rischio. Ciò che i mercati ormai sanno è che la liquidità diminuirà, e presumono che pure l'inflazione scenderà, ma non tornerà probabilmente ai livelli pre-pandemici: la nuova economia costa e la geopolitica agisce sui prezzi delle materie prime come pure i colli di bottiglia nelle forniture e nei trasporti. Si sa anche, almeno negli Stati Uniti, che i salari sono aumentati (oltre il 4% nell'anno) e che la manodopera stenta a tornare al lavoro come un tempo. Ciò che non è ancora chiaro è quanto la produttività sia aumentata, grazie anche alla pandemia, che ha obbligato a fare di più con meno personale. I mercati, in questa prima parte dell'anno, resteranno nervosi, cercando progressivamente di digerire nuovi equilibri. Nella prospettiva delle elezioni di metà mandato (*Midterm Elections*) negli Stati Uniti è possibile che il presidente Joe Biden stia cercando di concentrare le difficoltà nella prima parte dell'anno, sperando poi di arrivare a novembre con un contesto macroeconomico e finanziario in ripresa. Il dollaro forte, che la FED provoca, è positivo per Washington, in questa fase, perché riduce l'inflazione importata. Mentre nella seconda parte dell'anno un indebolimento del biglietto verde aiuterebbe le esportazioni in un

mondo che, si spera, sia riuscito almeno in parte a domare la pandemia, e darebbe fiato ai paesi emergenti.

L'Europa è aiutata dall'euro basso nei confronti del dollaro. Sta lavorando su incentivi fiscali e uscirà dai QE dopo gli Stati Uniti. In termini relativi le borse europee sono ben posizionate, anche grazie ai bancari e all'energia e, più in generale, alla forte presenza di titoli *value*.

Il rischio macroeconomico principale sono i corsi di gas e petrolio, che una guerra in Ucraina aumenterebbe: la conseguente inflazione minerebbe la stabilità sociale.

La Cina sarà probabilmente costretta quest'anno ad aumentare la liquidità per rilanciare l'economia. La borsa cinese crescerà nella seconda parte dell'anno, come pure il corso delle sue obbligazioni.

Lo *yuan* resterà una moneta forte, in quanto i cinesi faranno di tutto perché diventi valuta di riserva mondiale.