

Il crollo di ottobre non si ferma a novembre

Rischio Italia

Ottobre ha conosciuto la più pesante correzione delle borse (tra il -7 e il -10%) degli ultimi 6 anni trascinando anche le obbligazioni (attorno al -1%, ma molte classi specifiche, come bond emergenti e bond finanziari, hanno subito perdite da mercato azionario) e il mondo degli *Hedge Fund* (-3,5%). Pochi asset sono usciti vincenti dalla generale foga di vendere. Fra questi l'oro e il dollaro americano, che normalmente sono fra loro de correlati (l'oro si rafforza quando il dollaro si svaluta). La struttura della tipologia di correzione ci porta a pensare che bisogna andare oltre le analisi delle grandi banche, che sono commercialmente orientate a vedere sempre il bicchiere colmo o, alla peggio, mezzo pieno, per integrare un approccio più olistico. Ma prima d'introdurre un disegno di analisi globale, novembre, che ha conosciuto un primo rimbalzo tecnico, per poi sacrificare parte dei guadagni, ha riportato al centro dell'attenzione l'Italia, quale ago della bilancia dei delicati equilibri dell'Unione europea e, più in particolare, dell'Eurozona.

La resa dei conti per la Penisola

Salvini e Di Maio hanno ragione nel dire che l'Italia non può continuare con le politiche del rigore che l'hanno impoverita. Ma non volendo ricercare soluzioni attraverso un dialogo costruttivo con l'Unione europea hanno aperto il vaso di pandora del debito pubblico italiano. Che questo è importante i mercati lo sanno già da un pezzo. Ma non l'hanno mai veramente attaccato perché Draghi è riuscito, nel 2012, a scoraggiare la speculazione sul nascere con il suo "whatever it takes"; farò tutto il possibile (senza dire che cosa, senza proporre numeri) per salvare l'euro. Ora però la posizione di sfida dell'Italia è netta e lascia intendere, a proposito della finanziaria che ha depositato, che si tratta di prendere o lasciare. I mercati s'interrogano se ciò significhi l'uscita dall'euro. Probabilmente questo non è l'obiettivo: l'elettorato italiano non lo vuole. Sembra più una partita a poker tra il governo e la Commissione, che comunque ha il sostegno degli altri Stati.

Autorevoli membri dell'esecutivo italiano lasciano intendere che possono tener duro

fino a che lo *spread* non superi i 400 punti base. Qui sta l'errore (voluto?). Indicare un tetto ai mercati è come invitarli a nozze. La speculazione (se non verrà scoraggiata da decisioni fattuali), spingerà inevitabilmente a questo livello il differenziale dei tassi, esasperando i rischi intrinseci del grande debito italiano. E' possibile che la Commissione, se ciò avverrà, alleggerisca le sue richieste (legittime sulla base dei trattati). Ma allora il vero problema per l'Italia non sarà più la Commissione, la quale potrebbe accontentarsi di qualche ritocco e di tante promesse. Aperto il vaso di pandora è difficile richiuderlo: ai mercati non basteranno i proclami.

Quindi che fare? L'Italia ha 2'300 miliardi di debito pubblico e 4'300 miliardi di risparmio delle famiglie. Fino ad ora sono stati soprattutto i tedeschi, il cui popolo non è ricco come quello della penisola, a segnalare questa distorsione e a insinuare dove il governo italiano dovrebbe prendere i soldi per diminuire il debito.

Ma una volta partita la speculazione saranno i mercati a pretendere interventi in questo senso. Il governo ha già escluso la patrimoniale ed anche il prelievo forzoso, come fece Giuliano Amato. La speranza è forse quella di spingere gli

italiani a sottoscrivere più debito pubblico con la promessa di un'esenzione fiscale per chi lo tiene a lungo termine: difficilmente ci sarà una forte partecipazione spontanea.

I mercati potrebbero però obbligare Salvini e Di Maio ad imporre alle famiglie investimenti nel debito pubblico, remunerato (poco), ma bloccato per qualche anno (ci sono 1000 miliardi di liquidità sui conti correnti bancari). Non si tratterebbe né di una patrimoniale, né di un prelievo forzoso. Così facendo, il governo formalmente non tradirebbe le promesse elettorali. Ciò permetterebbe all'Italia di rientrare in gioco e all'Unione europea di riprendere fiato, soprattutto se ciò avverrà dopo una positiva conclusione dei negoziati della Brexit. Ma prima di andar meglio, si rischia di vedere il peggio! Il cittadino italiano dovrebbe valutare il rischio di tenere liquidità nei conti correnti bancari. Tanto più che anche il quadro globale è cambiato.

Un nuovo paradigma globale

In un recente incontro organizzato da una grande banca, il relatore ha voluto sottolineare che, in fin dei conti, quello che conta per gli investimenti è l'economia, i relativi dati economici e quindi le sue

analisi poggiano su questo presupposto. Ciò è corretto solo nelle fasi direzionali, ma non quando si è in presenza di sostanziali cambi di paradigma: allora è la politica che prende il sopravvento.

Nel 1989 la caduta del muro di Berlino ha permesso la nascita di un mondo globalizzato poggiato sull'ideologia liberale (liberista) con al centro la potenza americana, vincitrice della guerra fredda. Questo nuovo mondo ha provocato crescita nei paesi emergenti e deflazione nei paesi industrializzati, dove la classe media si è impoverita a causa delle delocalizzazioni. La crisi finanziaria del 2008 ha mostrato i limiti del sistema liberista e l'*America First* di Trump quelli degli Stati Uniti che hanno perso forza relativa per rapporto a nuove potenze emergenti, con al centro la Cina e i vecchi alleati (UE, NAFTA).

All'alba di una nuova rivoluzione tecnologica, per gli Stati Uniti, la sfida principale è data dalla Cina e dalla globalizzazione che non è più in grado di dominare in maniera assoluta. Trump sta ridimensionando la globalizzazione cercando di concentrare negli Stati Uniti quanto può dello sviluppo economico, finanziario e tecnologico. Finito il periodo

del QE (*Quantitative Easing*, la FED che immette grande liquidità nel sistema per produrre l'effetto ricchezza), Trump sta cercando di prolungare la crescita con gli sgravi fiscali e con investimenti interni, premiando le aziende che riportano i dollari a casa. Ciò ha rafforzato il biglietto verde, la borsa americana e spinto la FED ad alzare i tassi mettendo in difficoltà quei paesi, soprattutto emergenti, che sono indebitati in dollari. Gli Stati Uniti, quest'anno, sembravano l'unico porto sicuro per i risparmiatori del mondo.

La flessione dei mercati ad ottobre è stato il segnale, per Trump, che nella sua strategia ci sono delle pecche: l'indebitamento mondiale aumenta parallelamente ai tassi negli Stati Uniti e all'attesa fine dei QE in Europa e in parte in Giappone. Le tariffe doganali introdotte per le merci cinesi, che saliranno l'anno prossimo al 25%, e le minacce all'Europa, frenano la catena di produzione mondiale: gli Stati Uniti sono ormai dipendenti dall'estero nell'approvvigionamento di materie prime (la Cina è grande produttore di terre rare per i semiconduttori) e semi-lavorati.

Trump dovrà in parte riaprire un dialogo con la Cina, che non sarà risolutivo, ma

l'inizio di un lungo percorso. La crescita l'anno prossimo potrebbe rallentare, per il freno al commercio internazionale: non ci sarà ancora recessione perché gli effetti fiscali della *trumpenomics* saranno ancora attivi. La FED dovrebbe però rallentare il processo di rialzo tassi e Trump trovare altre vie per stimolare la crescita.

Le infrastrutture invece dei FAANG

Avendo perso la maggioranza alla Camera, Trump dovrà fare i conti con i democratici. Il campo bipartisan, dove può trovare consenso, è quello delle *infrastrutture*. Questo ambito si sostituirà alla tecnologia quale vettore di crescita delle borse. Ma le società che saranno coinvolte non hanno tassi intrinseci di crescita e marginalità paragonabili a quelli di Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google (FAANG). Quindi la borsa americana difficilmente produrrà nuovi massimi. Assisteremo probabilmente a rotazioni settoriali che ne manterranno la lateralità per qualche tempo. Gli Stati Uniti resteranno ancora, se non il porto sicuro, almeno il luogo strutturalmente più solido dove essere. Almeno fino a quando non inizieranno ad emergere le preoccupazioni sull'esorbitante indebitamento. Per certi versi i mali che hanno portato alla crisi del

2008 riposano sul fondo, ma aumentano d'intensità man mano che il ciclo avanza e che la FED reagisce. Tatticamente lo S&P, per fine anno, potrebbe riprendersi e il dollaro rafforzarsi ulteriormente contro eur. Nel 2019 ci sono diversi nodi difficili da sbrogliare.

L'Unione europea resta un cantiere pericoloso, anche se ci sono grandi potenzialità. La Germania è obbligata dagli Stati Uniti a rivedere il ruolo del suo *export* e potrebbe avere ancor più bisogno del quadro comunitario, mentre la banca centrale europea potrebbe permettere di prendere ancora fiato. Un compromesso per rilanciare la crescita condivisa potrebbe venire da un accordo sull'Unione bancaria (da monitorare attentamente) e da una decisione italiana di caricare parte del suo debito pubblico sulle famiglie.

La Cina, con le sue facilitazioni finanziarie, potrebbe in parte fornire, assieme al Giappone, quella liquidità che viene a mancare ai mercati a causa delle politiche della FED. E proprio una riapertura dei negoziati con Trump potrebbe dare quell'ossigeno per un parziale recupero di quando perso nel mese di ottobre.