

ED ORA, UN NUOVO BEAR MARKET RALLY?

Sembra proprio che i mali del 2022 abbiano trovato conforto nelle incertezze che solitamente caratterizzano il mese di settembre. La guerra in Ucraina continua, ma con le forze di Kiev che - pare - riescono a riconquistare territori. L'inflazione fatica ad arrestarsi, minacciando la stabilità finanziaria globale. Quasi tutte le banche centrali del mondo sono state costrette a seguire la Federal Reserve e ad alzare i tassi d'interesse, proprio mentre la ripresa arranca. Il mercato prende sempre più coscienza che la combinazione di inflazione elevata, inasprimento della politica monetaria e persistente incertezza geopolitica avrà un impatto negativo sulla crescita economica mondiale. Per l'ultimo trimestre del 2022 è purtroppo facile immaginare che i governi a Nord del mondo potrebbero essere costretti a ridurre o addirittura razionare il consumo di energia, soprattutto in caso di temperature anormalmente basse, mentre a Sud i prezzi elevati di cibo ed energia e

l'aumento dei tassi d'interesse saranno terreno fertile per disordini sociali, politici e crisi finanziarie.

Per l'OCSE, la crescita mondiale rimarrà debole nella seconda metà del 2022 e rallenterà ancora nel 2023, con un aumento di poco meno del 3% quest'anno e del 2,2% il prossimo. Rispetto alle proiezioni fatte nel dicembre 2021, prima della guerra in Ucraina, la produzione globale nel 2023 potrebbe essere più bassa di 2'800 miliardi di dollari (2% del Pil mondiale). Le nuove stime esprimono le conseguenze della guerra in Ucraina, combinate con l'impennata dei prezzi, la stretta delle banche centrali e l'onda lunga della politica "zero covid" in Cina. Tra i paesi più colpiti c'è il motore economico dell'Europa, la Germania, che l'anno prossimo avrà una contrazione del PIL dello 0,7% (a giugno la previsione era di +1,7%), mentre quest'anno si fermerà all'1,2%. L'Eurozona crescerà ancora del 3,1% quest'anno, poi stagnerà nel 2023 (0,3%) e la situazione potrebbe

peggiore, trascinata eventualmente al ribasso dal modularsi delle forniture di gas. Per il Regno Unito la crescita sarà del 3,4% quest'anno, prima di azzerarsi nel 2023. La frenata sarà sostenuta anche negli Stati Uniti (1,5% quest'anno e 0,5% nel 2023). L'espansione a due zeri, alla quale ci aveva abituati la Cina in un recente passato, finirà per fermarsi al 3,2% quest'anno, a causa delle misure d'emergenza anti-covid e della persistente crisi del mercato immobiliare. L'anno prossimo dovrebbero prendere corpo le misure di sostegno varate dal governo di Xi Jinping (valgono il 2% del PIL), che potrebbero tradursi in una crescita del 4,7%.¹

Le borse non si sono lasciate certo sorprendere dalle revisioni contenute nel rapporto dell'OCSE di fine settembre. Durante il mese sono infatti riuscite ad accelerare la loro contrazione. L'indice mondiale MSCI World ha perso a settembre il 9.5%, totalizzando da inizio anno una perdita di oltre il 26%. L'indice faro statunitense, lo S&P, ha lasciato sul terreno quasi il 25% da inizio anno (-8.63% a settembre), il Nasdaq il 32% (-9%),

l'Eurostoxx quasi il 23% (-6.38%), lo SMI il 20% (-5.73%).

All'origine di questi movimenti, sia in ambito macroeconomico sia in quello borsistico, c'è l'emergere dell'inflazione e la conseguente azione delle banche centrali. Il rapporto dell'OCSE rileva che anche "prima dell'invasione russa dell'Ucraina, l'inflazione era al di sopra degli obiettivi delle banche centrali nella maggior parte delle economie del G20, trainata dall'aumento iniziale dei prezzi dell'energia con la riapertura delle economie dopo la pandemia, le strozzature nelle catene di approvvigionamento, l'aumento dei costi di trasporto e il cambiamento nella composizione dei consumi privati verso le merci. Anche i prezzi dei generi alimentari sono aumentati fortemente in molti paesi. La guerra in Ucraina ha rafforzato queste pressioni sui prezzi".²

Di fatto l'economia del covid è sopravvissuta alla pandemia. E le banche centrali, come pure la politica, non hanno avuto il coraggio d'intervenire per tempo. La responsabilità maggiore e più evidente è da attribuire alla Federal Reserve, che

¹ *Paying the Price of War, OECD Economic Outlook, Interim Report, settembre 2022.*

² *Ibidem.*

fino a pochi mesi fa continuava a sostenere che l'inflazione era transitoria. I modelli sui quali si basano le previsioni sull'andamento dei prezzi futuri cercano di essere macro-economicamente misurabili, quindi stimabili e concreti. Ma la pandemia ha modificato la maniera di consumare e di lavorare. Un giovane che lavora da Starbucks figura nelle statistiche dell'occupazione. Ma se guadagna postando video su TikTok no, anche se ha un impatto positivo sulla crescita contribuendo a renderla più resiliente di quanto può apparire dalle proiezioni delle banche centrali. Anche la geopolitica ha solo un peso relativo nei modelli. Questi possono stimare l'aumento del prezzo dell'energia e delle materie prime a causa principalmente della guerra in Ucraina e della sfida Stati Uniti-Cina. Ma difficilmente riescono a fotografare l'aumento dei costi delle delocalizzazioni e del *reshoring* (produrre in patria): le aziende tendono a riportare sul loro territorio parte dell'attività che prima avevano concentrato in zone a basso costo di manodopera, soprattutto in Cina. Quando non ci riescono cercano comunque di diversificare la produzione in più paesi (India, Vietnam, etc.). Quale è

l'impatto di questi nuovi fenomeni sui costi di produzione e di vendita?

La ricalifica dei parametri delle banche centrali è particolarmente complessa e lenta perché si tratta di rivedere l'intero paradigma che li sostiene. Come misurare la fine di quella globalizzazione che negli ultimi trent'anni ha contribuito a trascinare i prezzi verso il basso? E come definire l'impatto deflattivo della digitalizzazione che ora deve fare i conti anche con i grandi costi della cybersicurezza? Infine, quanto costa il nuovo interventismo statale in economia, dopo l'ubriacatura neoliberale?

Queste revisioni hanno anche un forte impatto culturale. Le banche centrali ci hanno messo anni prima di prendere in considerazione i postulati della *Modern Monetary Theory*, che di fatto invita a provocare crescita stampando moneta. Ma questa teoria ha due limiti: il primo è che riguarda gli stati che hanno una propria valuta indipendente e ben accreditata; il secondo è che non ci sia inflazione. In questo contesto è maturata anche l'idea che la transizione energetica, tanto proclamata prima dello scoppio della guerra in Ucraina, era magicamente possibile finanziarla proprio stampando moneta (*Quantitative Easing*), perché

l'impatto sulla produttività avrebbe contribuito a ridurre i costi futuri, quindi a mantenere bassa l'inflazione. Anche l'enorme quantità di debito pubblico, in questa traiettoria, non suscitava grande preoccupazione, perché il debito è reso sostenibile dalla possibilità di spingere il PIL. Ma lo scoppio dell'inflazione scompagina tutto quest'approccio.

Nelle stime dell'OCSE, riviste al rialzo, l'inflazione nei paesi del G20 si attesta all'8.3% per il 2022 e al 6.6% nel 2023. Negli Stati Uniti, quella *core*, è stimata al 6.2% quest'anno e scenderà al 3.4% l'anno prossimo, mentre nell'Eurozona l'8.1% si ridimensionerà al 6.2% nel 2023. La Federal Reserve, che rappresenta il paese più avanti nel ciclo economico, ha deciso di stroncare l'inflazione tramite un poderoso aumento dei tassi. Nella fase in cui il dubbio insinua i suoi modelli, ha scelto di passare da un estremo all'altro: dall'inflazione transitoria a quella persistente, appiccicosa (*sticky*). Quindi i tassi dovranno salire fino a che l'inflazione non invertirà la sua tendenza. Non basta qualche timido segnale di contenimento dei prezzi. Il cambio di rotta deve essere solido e ben delineato prima di allentare la pressione sul rialzo dei tassi. Questa

politica ha, per ora, costi sostenibili per l'economia americana che ha un tasso di disoccupazione al 3,4% e due impieghi liberi per ogni persona in cerca di occupazione. Ma la violenza del rialzo dei tassi, passati dallo 0.25% di inizio anno all'attuale 3.25%, comincia a dare segnali preoccupanti. Tra i tanti esempi, FedEx ha avvisato che i suoi volumi sono in discesa (i pacchi viaggiano al ritmo dell'economia), Nike crolla in borsa a causa dello stock di invenduto e Apple ricalibra la produzione di smartphone.

Il peggio è che il ritmo di rialzo dei tassi del dollaro obbliga le banche centrali di altri paesi ad allinearsi, anche se partono da contesti macroeconomici più deboli e con l'inflazione provocata soprattutto dai prezzi dell'energia (come in Europa) e non dalla vitalità della domanda. Il dollaro forte, valuta con la quale si prezzano le materie prime e buona parte del fatturato internazionale, vuol dire aumento dell'inflazione importata per buona parte delle economie mondiali. Inoltre, come sottolinea il rapporto dell'OCSE, "in un certo numero di paesi, compresi gli Stati Uniti, anche le condizioni finanziarie si stanno irrigidendo a causa delle continue riduzioni dei bilanci delle banche centrali.

L'aumento delle pressioni sui prezzi in tutta l'economia ha portato a rialzi dei tassi ufficiali più energici di quanto suggerito dalle precedenti indicazioni prospettiche per ridurre al minimo i rischi che un'inflazione elevata si radicasse nelle aspettative e si alimentasse nella crescita salariale in mercati del lavoro storicamente rigidi. Ritardare l'azione avrebbe accresciuto il rischio che alla fine fossero necessarie misure ancora più energiche per ridurre l'inflazione".³

I tentativi di intraprendere percorsi alternativi a quello della Federal Reserve non mancano, anche se non sono molti. Un esempio è la Turchia di Erdogan, disposta a tollerare il 55% d'inflazione pur di registrare un 4,5% di crescita del PIL. Un caso che non mette comunque in pericolo gli equilibri della finanza internazionale. Diverso è il caso della scelta ribelle inglese. Il mini-budget presentato dal neocancelliere dello scacchiere Kwasi Kwarteng non è proprio piaciuto ai mercati. Per rilanciare la crescita il ministro ha annunciato il maggiore pacchetto di tagli fiscali degli ultimi cinquant'anni: è stato immediatamente sanzionato dai mercati

che hanno precipitato la sterlina nel crollo giornaliero più rapido dal lontano 1870. A soffrire sono stati anche i buoni del tesoro inglesi, i Gilt, che si sono ripresi solo dopo la promessa della Banca centrale inglese di interventi senza limiti a sostegno. L'esperienza d'oltre Manica ha svelato ai mercati il vero rischio di non combattere fino in fondo l'inflazione. Che cosa succederebbe se i mercati si convincessero che, nel nuovo contesto inflazionistico, il debito non è più sostenibile?

Questa paura è apparsa evidente vedendo la preoccupata reazione otre Atlantico. Le pressioni sull'Inghilterra sono arrivate da più fronti. Ma allo stesso tempo qualche membro della Federal Reserve ha lasciato trasparire che, forse, la politica repressiva americana, che rafforza eccessivamente i tassi e il dollaro, mette molti in pericolo. Compreso uno storico alleato come l'Inghilterra che, di fatto, probabilmente senza volerlo, ha mostrato quanto il sistema finanziario internazionale sarebbe a rischio (anche per gli Stati Uniti) se, magari per ragioni elettorali, altri paesi scegliessero di rilanciare l'economia con ulteriore debito. C'è quindi da sperare che

³ Ibidem.

l'OCSE abbia ragione quando afferma che l'inflazione dovrebbe raggiungere il picco nel trimestre in corso nella maggior parte delle principali economie e diminuire nell'ultima parte dell'anno e per tutto il 2023. Anche se l'anno prossimo rimarrà al di sopra degli obiettivi delle banche centrali.

La Federal Reserve, pur restando fedele alla sua traiettoria, è possibile che ora sia più propensa a lanciare qualche, seppur modesto, segnale di moderazione nella volontà di rialzare ulteriormente i tassi. Che Jerome Powell in questa fase non ritenga Wall Street un alleato è evidente. Negli Stati Uniti, la borsa in discesa contribuisce fortemente a smorzare la domanda. Ma la velocità della correzione comincia ad essere tecnicamente eccessiva, visto che sono già stati bruciati 24 trilioni di valore. È quindi possibile che qualsiasi segnale positivo venga accolto ora dai mercati con esasperato sollievo, alimentando un nuovo *bear market rally*. Gli investitori sono pronti a chiedersi se molte paure non siano già incamerate negli utili attesi. L'estremo pessimismo (sondaggio dell'Associazione americana degli investitori), combinato con valutazioni più equilibrate, potrebbe

accendere la miccia del rimbalzo. Il rapporto prezzo/utili prospettico per il 2022 dello S&P è ora a 16 ed è stimato a 14.8 per l'anno prossimo: era a 24 un anno fa. A 3'505 punti si trova un significativo supporto per lo S&P (50% di ritracciamento tra i minimi della pandemia e i massimi d'inizio anno). Con l'inizio della stagione delle trimestrali ci si potrebbe accorgere che molte preoccupazioni, in una certa misura, sono già prezzate. Per chi ama le statistiche, lo S&P negli ultimi venti anni ha guadagnato in media il 4,1% nell'ultimo trimestre, mentre l'MSCI, nello stesso periodo, solo tre volte ha chiuso in negativo. Ma il respiro che forse i mercati intendono concedersi deve comunque fare i conti con una guerra in corso.