

Quadro macroeconomico

Difficile immaginare un inizio d'anno peggiore. Lo S&P è partito in picchiata, registrando il 20 gennaio quasi il 12 per cento di perdita per poi invertire e recuperarne la metà. Situazione quasi analoga per l'Eurostoxx, mentre l'appendice italiana (miglior borsa l'anno scorso), dopo aver toccato un quasi meno 18 per cento, arranca ancora con perdite attorno al 12 per cento. Tutti gli asset a rischio, quindi anche le obbligazioni high yield, hanno conosciuto flessioni consistenti. La volatilità è aumentata e la paura si è quasi trasformata in panico. Il sondaggio settimanale americano fra gli investitori, il 14 gennaio, ha registrato un minimo storico di *Bull* al 17 per cento. Per non parlare delle commodity e in particolare del petrolio; fra le poche ancora di salvezza l'oro, il Bund e il Treasury. Che cosa è successo? Gli elementi di una tempesta perfetta si sono paurosamente allineati. A livello monetario, dopo la timidezza delle parole di Mario Draghi il 3 dicembre dell'anno scorso, c'è stato il rialzo dei tassi d'interesse da parte delle Federal Reserve. Questo primo tentativo di normalizzazione, che inizialmente era apparso come un segnale per lo meno chiarificatore e comunque modesto (+0,25 cento), si è verificato parallelamente ai forti dubbi sulla sostenibilità della crescita cinese, alla quale si sono aggiunte le preoccupazioni sulla forza dell'unica economia trainante, quella americana. Il Fondo monetario internazionale ha poi rivisto al ribasso le sue previsioni di crescita per il 2016 (3,4 per cento), preoccupato soprattutto per la frenata delle economie emergenti, ma anche per gli effetti che queste possono produrre in quelle avanzate.

In questo inizio d'anno le borse sembrano essersi accorte della discrepanza tra politiche monetarie espansive e continue revisioni al ribasso delle previsioni di crescita. Preoccupa soprattutto l'esperimento americano: la politica dell'elicottero Bernanke d'inondare i mercati di liquidità, è davvero servita a traghettare il paese di Obama fuori dalla Grande crisi? Può la Federal Reserve intraprendere il cammino della normalizzazione monetaria in un contesto di crescita mondiale vacillante e pericolosamente interconnessa? La risposta non è evidentemente chiara. Ma ora la domanda per i mercati è più che legittima. Negli Stati Uniti la disoccupazione è scesa al 5 per cento, un livello dal quale nei cicli normali è opportuno valutare l'aumento dei tassi per evitare il surriscaldamento. Ma la crescita è ben lontana dalle aspettative storiche anzi, proprio nel quarto trimestre del 2015, mentre la Fed effettuava il primo rialzo dei tassi, il Prodotto interno lordo americano (PIL) cresceva dello 0,7 per cento, meno dell'atteso 0,8 per cento ed una consistente battuta d'arresto rispetto al 2 per cento del terzo trimestre e del 3,9 per cento del secondo. Questi ultimi dati fermano la ripresa per l'intero 2015 al 2,4 per cento, in linea con quella degli anni a partire dal 2009 (2,1 per cento), la più bassa dal secondo dopoguerra. Certo non tutto è negativo: oltre all'occupazione aumentano i consumi e gli investimenti immobiliari, ma per quanto possono tenere? Quindi perché la Fed vuole aumentare i tassi, tanto più che non ci sono pressioni inflazionistiche, visto il crollo del prezzo del petrolio?

Le ragioni sono probabilmente due: i prezzi degli asset finanziari, in primis quelli azionari, sono cresciuti troppo, rischiando di provocare una nuova bolla finanziaria; il denaro facile rallenta le decisioni politiche necessarie per adeguare le economie alle nuove grandi trasformazioni che sono in corso, e alimenta pericolosamente l'indebitamento pubblico e privato. La signora Yellen, ascoltando forse quanto la Banca dei regolamenti internazionali scrive da tempo, pur essendo sempre stata nel campo delle colombe, ha voluto mantenere la rotta del rialzo tassi. In questi primi mesi dell'anno sembra essere riuscita nella prima parte del suo obiettivo: riportare il senso del rischio nelle attività finanziarie. Ma le borse sono riflessive, amplificative e tendono ad avvistarsi su se stesse. La correzione di un percorso dopato da anni deve avvenire attraverso una solida regia, altrimenti il lavoro compiuto dal 2009 potrebbe implodere. Il rialzo tassi in solitario vuol dire un dollaro forte che mette a rischio le esportazioni delle multinazionali americane, ma anche la tenuta di chi, nel mondo, in particolare nei paesi emergenti (enti pubblici e privati), si è indebitato in questa valuta. Se poi questi paesi sono anche produttori di petrolio, la diminuzione del prezzo di quest'ultimo, mettendo sotto pressione i loro conti, li obbliga a vendere i beni più liquidi: quelli mobiliari. La necessità di far cassa dell'Arabia Saudita non è probabilmente estranea all'accelerazione del calo delle borse in gennaio.

Per riuscire nell'obiettivo la Fed ha bisogno di aiuti esterni, in particolare dall'Europa e

dal Giappone, sperando nel contempo che la Cina non sia forzata ad una svalutazione eccessiva della sua moneta per sostenere la fase di trasformazione in atto, da economia d'esportazione, ad una moderna basata sui servizi. Ma questo disegno monetario, chiuso nella sfera delle capacità operative delle banche centrali, capaci di coordinarsi più di quanto si creda, questa volta ha bisogno del sostegno della politica che, come nel 2009, dovrebbe provocare dal G20 gli stimoli necessari. Ma i tempi della politica non sono quelli della finanza. E per questa ragione bisognerà abituarsi a maggiori livelli di volatilità nel 2016. Non è da escludere che la Fed abbia voluto forzare la mano ad inizio 2016, concentrando le notizie negative sui mercati finanziari nella prima parte dell'anno, per non essere eccessivamente coinvolta nella campagna elettorale americana quando questa entrerà veramente nel vivo. Ma i giochi sono in atto e le reazioni ai segnali di gennaio stanno partendo. Draghi ha compiuto uno dei suoi miracoli verbali promettendo ulteriori interventi. La sua credibilità è ancora intatta, ma i mercati lo metteranno alla prova. L'Italia è il nodo centrale della crisi europea, certo assieme alla Grecia, ma le dimensioni non sono paragonabili. Gli Stati Uniti hanno bisogno che l'Italia riparta e che possa contribuire ad un cambio sostanziale della politica del rigore tedesco. E' un caso che le grandi multinazionali americane (Apple, Google, Cisco, General Electric) stiano investendo in Italia? E' un caso che Renzi abbia deciso di sfidare la commissione e la Germania?

Potrebbe farlo senza un sostegno importante degli Stati Uniti, che vogliono ora i consumatori del più grande e ricco mercato dopo il loro? Il disegno si intravede, ma le difficoltà politiche e istituzionali dell'Europa sono enormi. Già l'anno scorso l'affare Grecia ha rallentato la partenza dell'Europa. Il nodo dei Non performance loans (NPL) e delle banche italiane potrebbe di nuovo frustrare i germogli di crescita. I rischi sono talmente alti che perfino Mario Draghi è uscito dal suo seminato parlando della solidità delle banche italiane. E' ormai cosciente che il suo ruolo non è più solo confinato all'ambito monetario: è il rappresentante dell'unica istituzione veramente federale dell'Unione europea in una fase dove la crisi dei rifugiati e la possibile uscita dell'Inghilterra potrebbero distruggerne le fondamenta. Il basso livello d'inflazione amplifica i suoi margini di manovra: non mancherà quest'anno il suo forte sostegno, affiancato dall'Italia, che di per sé ha poco potere specifico, ma beneficia probabilmente della mano amica degli Stati Uniti. Chiariti i contorni delle bad bank, l'Italia potrebbe anche quest'anno tornare un mercato interessante.

Anche il Giappone non può arrestare la sua lotta alla deflazione. I suoi problemi strutturali non sono risolti, anzi. Ma non potrà tollerare l'apprezzamento della sua valuta. Proprio per questa ragione la banca centrale giapponese ha sorpreso i mercati introducendo i tassi negativi. La Cina cercherà di contenere la svalutazione della sua moneta perché vuole assicurarne

l'affidabilità. Sa, come le ha immediatamente segnalato il Giappone, che se esagera in questo processo partono le svalutazioni competitive. Inoltre la Cina quest'anno è presidente del G20.

Con l'approssimarsi della fine del mese di gennaio i soccorsi monetari sono puntualmente arrivati, compreso qualche segnale incoraggiante: la Fed potrebbe avere meno fretta nell'applicazione del suo disegno. Ma il problema di fondo è che la domanda mondiale è debole, i debiti sono tanti e la svalutazione delle commodity, più che incentivare i consumi e gli investimenti, tende ulteriormente a deprimere i prezzi. La Cina e i paesi produttori di materie prime sono diventati esportatori netti di deflazione; deflazione che invece di abbandonare l'economia reale sta contaminando anche quella finanziaria.

La velocità del crollo di gennaio alimenta la necessità del soccorso per modulare una frenata (deflazione) incontrollata degli asset finanziari. Ma la caduta della domanda – ben rappresentata dal crollo del Baltic Dry Index – richiede interventi keynesiani nell'economia reale, come vuole anche il Fondo monetario internazionale, per scongiurare i timori di deflazione nell'economia reale. La lotta tra questi due pericoli caratterizzerà buona parte del 2016, nell'attesa di un compromesso al G20. Tatticamente, viste le prime risposte monetarie, febbraio dovrebbe confermare l'ottimismo delle promesse di flussi monetari.

Politica d'investimento

La strategia d'investimento torna ad essere improntata alla prudenza vista la visione negativa per il primo semestre, dove forti rimbalzi provocati da promesse monetarie dovranno poi fare i conti con i dati macroeconomici e con l'incertezza della politica e della geopolitica. Siamo ora in un bear market, dove le notizie negative godono dell'attenzione e della reazione privilegiata dei mercati.

Il prezzo del petrolio sotto i 30 dollari ha dimostrato d'incidere profondamente sulla soglia del dolore. Sotto questo livello non solo non stimola la domanda e quindi l'inflazione nei paesi sviluppati, ma obbliga i paesi produttori a liquidare valori mobiliari liquidi provocando la deflazione degli asset finanziari. Quindi restiamo investiti nei titoli dell'energia in quanto un crollo eccessivo nelle commodity costerebbe troppo a tutti. Ma visto l'aumento dei rischi e la fase di rallentamento, almeno per il primo trimestre, continuiamo a privilegiare titoli del settore pharma, anche se la correzione di Roche e Novartis ci ha, per ora, penalizzato. Anche il settore food, rappresentato da Nestlé, è interessante e ci ha sostenuto. Nell'ottica tattica di un rimbalzo qualche titolo ciclico ha raggiunto valutazioni particolarmente interessanti. Privilegiamo, come tutti, l'Europa, e questo può preoccupare. Ma anche gli Stati Uniti tornano interessanti. Innanzitutto perché le valutazioni sono tornate ad un livello attraente; non sono molte le società che hanno tenuto alto il livello dei Price Earning

degli indici, mentre tante hanno già scontato una bella correzione. Inoltre in un contesto geopolitico difficile gli Stati Uniti, malgrado l'incognita elezioni, hanno ancora un ruolo di rifugio. L'incertezza su quando avverrà il prossimo rialzo dei tassi stabilizza per ora il dollaro. Ma per uscire da questa fase difficile la svalutazione del biglietto verde potrebbe forse essere l'unica via praticabile, anche se per ora è difficile immaginare come possa avvenire con la FED che dichiara di voler rialzare i tassi e Mario Draghi pronto ad ulteriori allentamenti monetari. Ma i dati economici possono far cambiare la prospettiva. La banca nazionale svizzera sta probabilmente approfittando del periodo d'attesa che la separa dal prossimo Quantitative Easing europeo per indebolire il franco, favorendo il suo export. Fino all'approssimarsi della riunione della Banca centrale europea (BCE) di marzo, potrebbe riuscirci. Ma la debolezza del franco, potrebbe anche anticipare la prossima forza dell'euro. Per combattere la deflazione bisogna rialzare il prezzo delle materie prime, che può avvenire solo tramite l'indebolimento del dollaro americano, come la storia e le correlazioni insegnano.