

IL BAROMETRO DI GENNAIO

Quando il mercato sorprende, in positivo o in negativo, spesso l'investitore perplesso cerca conforto nelle statistiche storiche. Se poi si trova all'alba di un nuovo anno, i numeri del passato si trasformano in speranza. Nel mese di gennaio lo S&P, l'indice faro di Wall Street, è cresciuto dell'1.6%. Se poi si considera che lo stesso ha registrato performance positive in dodici delle ultime tredici settimane, crescendo di quasi il 20%, qualche tremore d'incertezza è inevitabile. E allora consultare l'Almanacco delle borse del 2024¹ diventa una lettura rassicurante, prima di passare ad altre considerazioni. Il "Barometro di gennaio", come viene chiamato, ci dice che, se gennaio è positivo, con una probabilità dell'83.6%, anche l'intero anno lo sarà.² Se questo ottimismo stile "il buon giorno si vede dal mattino" non bastasse, allora si possono scomodare anche le proiezioni sul ciclo presidenziale quadriennale: il 2023 e il 2024 saranno positivi. Più precisamente, il

primo trimestre dell'anno in corso crescerà, mentre i due trimestri centrali saranno negativi o laterali, prima di prendere il volo nell'ultima parte dell'anno.³ Quindi tutto bene? Lo si vedrà nel corso dell'anno, ma la partenza è incoraggiante. Alla base dell'ottimismo, oltre alle statistiche dell'Almanacco, c'è la realtà macroeconomica e finanziaria, soprattutto nell'economia più importante del mondo, quella degli Stati Uniti. Ma ci sono anche rischi, dati dalla geopolitica e dagli sbilanciamenti dei mercati finanziari.

Negli ultimi due anni le banche centrali hanno intrapreso il più ampio e sincronizzato inasprimento della politica monetaria globale, meravigliando un'intera generazione. Gli asset finanziari hanno reagito violentemente nel corso del 2022, sorpresi dalla potenza del cambio di rotta: dalla paura della deflazione il mondo si è scoperto a dover combattere l'esplosione dell'inflazione. Ciononostante, l'attività economica è

¹ Jeffrey A. Hirsh, Christopher Mistal, *Stock Trader's Almanac, 2024*, ed. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.

² *Ididem*, p. 18.

³ *Ibidem*, p. 11.

rimasta sorprendentemente resiliente al punto che ora si parla, senza eccessivi timori, di atterraggio morbido. Se questo percorso si conferma, dando ragione ai mercati che a questa idea si sono allineati nel 2023, la lotta all'inflazione ha avuto un costo notevolmente basso in termini di minore crescita del Prodotto interno lordo (PIL) o di maggiore disoccupazione. Quanti analisti finanziari ed economisti, a partire dal 2021, vedendo i tassi salire senza tregua tra una riunione e l'altra dei banchieri centrali, hanno pronosticato un colpo considerevole all'attività economica, o addirittura una recessione? Dati i livelli di debito già elevati e le vulnerabilità accumulate, era verosimile aspettarsi un aumento significativo delle insolvenze e dei fallimenti, o addirittura un precipizio finanziario globale: neanche la crisi del Credit Suisse e delle piccole e medie banche americane sono veramente riuscite ad aprire il baratro della paura. Tanto che a novembre e dicembre del 2023 anche i più prudenti investitori professionali hanno capitolato accendendo la miccia al potente *rally* che non si è fermato neppure nel gennaio del 2024. Questo cambio di prospettiva riflette il successo della Federal Reserve e, forse, anche della politica di Joe Biden, che

assieme hanno introdotto gli strumenti per trasformare l'ascesa globale dell'inflazione. Le economie avanzate avevano iniziato il 2023 con un'inflazione media al 7.5%, mentre ora si attesta attorno al 3.2%. I mercati emergenti, salvo qualche eccezione, hanno visto l'inflazione media scendere dall'8.1% al 4.1%.

Parte del calo riflette la flessione delle materie prime dopo gli aumenti del 2022 e la normalizzazione delle catene di approvvigionamento del post pandemia. La Cina, a causa delle politiche di Xi Jinping, ma anche della sua demografia, non è più in grado di esasperare i prezzi delle *commodity*. Il verde Joe Biden ha stoppato sul nascere i tentativi di Russia e Arabia Saudita di manovrare i prezzi dell'energia, spingendo la produzione interna di petrolio e gas: gli Stati Uniti hanno prodotto 13 milioni di barili di petrolio al giorno contro i 10 milioni dell'Arabia Saudita. Ma anche la parte più appiccicosa dell'inflazione, quella dei servizi (escluse le abitazioni), è scesa l'anno scorso da oltre il 5% a circa il 4% (dal 9% al 7% nei paesi emergenti). Questo contesto ha frenato, o almeno ritardato, la spirale prezzi-salari.

Anche se non al livello immaginato da molti economisti, il rialzo generalizzato dei tassi ha pesato sulla domanda aggregata, contribuendo al rallentamento della crescita globale nel 2023. La ripresa della Cina è stata più debole di quella attesa e l'Europa, con al centro la Germania, ha sfiorato la recessione. Il vero motore dell'economia mondiale sono gli Stati Uniti. Se da una parte Jerome Powell ha continuato ad alzare i tassi per frenare la domanda e l'inflazione, dall'altra l'équipe di Joe Biden ha utilizzato la leva fiscale e, indirettamente, la geopolitica, per sostenerla. Il deficit di bilancio nel 2023 ha superato il 7%, mentre l'industria militare, con i relativi *spill over* che oggi si concretizzano spesso nella tecnologia digitale, ha stimolato la domanda. Da parte loro, i petrolieri sono stati ben contenti di sfruttare al massimo i pozzi dello *shale oil* riaperti dopo la fiammata dei prezzi a seguito della guerra in Ucraina.

Un altro sostegno all'economia è rappresentato dall'occupazione post-pandemia. Nonostante la frenata dell'economia, il mercato del lavoro è rimasto robusto: i tassi di disoccupazione

oscillano intorno ai minimi storici. Molti *baby boomer*, quelli nati tra la fine degli anni '50 e l'inizio degli anni '60, sono andati in pensione, beneficiando comunque di mezzi per vivere e spendere: l'offerta di lavoro, ora, soprattutto negli Stati Uniti, supera la domanda. La combinazione di mercati del lavoro forti e bassa crescita del PIL ha implicato una debole crescita della produttività del lavoro: la produzione oraria è rimasta stagnante, anche se l'occupazione si è espansa in modo robusto.

Una crescita più rapida della produttività, man mano che i mercati del lavoro si normalizzano, "renderebbe possibile per i lavoratori - secondo Agustín Carstens, General Manager della Banca dei regolamenti internazionali - compensare la riduzione dei salari reali che molti hanno sperimentato negli ultimi due anni, senza una significativa compressione dei profitti aziendali. Questo, a sua volta, ridurrebbe la probabilità che emergano spirali salari-prezzi".⁴ In un quadro così delineato, secondo Carstens, "il percorso dei prossimi sei-nove mesi dovrebbe essere caratterizzato da una continua riduzione

⁴ Agustín Carstens, "Where are we on the journey towards price stability?", discorso alla Statistisch-

Volkswirtschaftlichen Gesellschaft (SVG), Basilea, 22 gennaio 2024.

dell'inflazione, da una crescita contenuta ma stabile, da un modesto indebolimento del mercato del lavoro e da una graduale ripresa della crescita della produttività. E, alla fine, l'inflazione tornerebbe all'obiettivo e i tassi di crescita convergerebbero verso il potenziale".⁵

Ed in effetti le borse hanno sposato questa visione. Non solo lo S&P americano è cresciuto da inizio anno, ma anche, fra gli altri, gli indici dell'Europa (+2.8%, Eurostoxx50), della Svizzera (+1.76% SMI) e del Giappone (+8.4%). Certo, il vero motore sono stati, anche a gennaio, i titoli legati alla digitalizzazione e all'intelligenza artificiale, cresciuti del 3.5% (Nyse FANG Index).

A muoverli è stata la convinzione, alimentata da Jerome Powell alla fine del 2023, che l'inflazione è ormai sotto controllo e che i tassi scenderanno presto, anzi molto presto, già a marzo. La Federal Reserve aveva indirettamente annunciato tre tagli, il mercato ne ha scontati subito sei. Agustín Carstens ritiene che tra i rischi che potrebbero manifestarsi, c'è anche quello che "i mercati finanziari possano iniziare a scontare un allentamento

monetario più marcato e rapido del dovuto. Poiché i tassi a lungo termine sono scesi di recente, gli indici azionari sono rimbalzati, alcuni toccando massimi storici. Anche i prezzi delle abitazioni sono tornati a salire in diverse economie e non sono lontani dai loro massimi. Ciò porterebbe ad un allentamento prematuro delle condizioni finanziarie che potrebbe riaccendere le pressioni inflazionistiche".⁶

L'inflazione resterà un tema dominante anche nel 2024 perché "lasciarla ripartire, anche se a causa di uno *shock* temporaneo, sarebbe una strategia estremamente rischiosa"⁷. Deglobalizzazione e ritorno a produzioni nazionali (*reshoring*), difficoltà geopolitiche che influiscono sui costi dei trasporti internazionali e dell'energia come pure i costi ambientali resteranno temi all'ordine del giorno. Inoltre, la tenuta delle economie provocherà rivendicazioni in tutti quei settori che hanno subito gli anni del liberismo globalizzato e che ora, rivenendo ad approcci più locali e politicizzati, scoprono luoghi privilegiati dove manifestarsi (vedi gli scioperi

⁵ *Ibidem.*

⁶ *Ibidem.*

⁷ *Ibidem.*

nell'industria dell'auto negli Stati Uniti e quelli degli agricoltori in Europa).

I mercati continueranno ad essere sostenuti da politiche fiscali espansive, anche se più moderate in rapporto agli ultimi anni. E più o meno larvate minacce d'inasprimenti monetari controbilanceranno gli eccessi di ottimismo, come testimonia l'ultimo intervento di Powell. Ciò dovrebbe contribuire ad evitare la tanto temuta recessione negli Stati Uniti dove, in un anno in cui si elegge il presidente, difficilmente ci saranno seri tentativi d'indebolire la crescita, magari per contenere l'enorme debito pubblico.

La dinamica in atto sembra poter reggere. È però basata su un assunto geopolitico delicato. Gli Stati Uniti, non più potenza assoluta ma relativa, hanno deciso di esaltare tutto il loro potere per dominare le crescenti tensioni internazionali. I mercati crederanno allo scenario quasi da *goldilocks* solo se Washigton riuscirà a gestire con credibilità le varie crisi internazionali in corso. Nel blocco occidentale, il paese di Joe Biden è l'unico vero centro decisionale. Così come nell'ultimo trentennio centrato sull'economia, l'Europa era assente, ora,

che la politica è tornata, l'Europa è ancora più marginale. La sua genetica funzione pacificatrice, giurata dai padri fondatori dell'Unione Europea all'indomani della Seconda guerra mondiale, oggi non ha quella sostanza che servirebbe a contenere le fughe in avanti del potente alleato americano, che nella sua forza trascina anche quella tecnologia digitale che domina la borsa e il mondo. Questa forza ha il potere intrinseco, almeno a medio termine, almeno nel 2024, di sostenere quella cavalcata che lega potere politico e intelligenza artificiale e ricorda l'avvento di Internet all'inizio del millennio.