

Un semestre di svolta o di pausa?

Quadro macroeconomico

Il primo semestre del 2016 si è rivelato particolarmente difficile e confuso. I cambiamenti che preannuncia sono notevoli, obbligando politica, economia, finanza e geopolitica a conflitti costanti che si traducono in volatilità per i mercati. Il mondo, come dice il Papa, è in guerra, ma questa è subdola, diversa da quelle tradizionali e anche da quelle locali del periodo della “guerra fredda”. Allora, almeno, c’era una contrapposizione tra visioni del mondo: quella capitalista e quella comunista. Oggi i conflitti si mascherano di messaggi religiosi e si manifestano in guerre regionali e in atti di terrorismo: riescono anche a trasformare le strutture interne dei paesi, rivalutando le figure forti che pretendono di essere capaci di orientare la storia (Putin, Erdogan, Trump?). Ma allo stesso tempo ci sono necessità che obbligano a forme di collaborazione e magari anche di coordinazione, mai viste prima. Non è probabilmente la globalizzazione, di per sé, ad essere rimessa in discussione, ma quella delle *élite* che hanno portato il mondo alla catastrofe finanziaria del 2008 e che, forse, non hanno ancora preso la misura dei movimenti in atto. La *Brexit* ha rivelato l’incapacità del progetto europeo di rappresentare la patria di sicurezza strategica dei suoi abitanti. Il tentato colpo di stato in Turchia e, soprattutto, la reazione di Erdogan, ha ulteriormente indebolito la forza attrattiva dell’Unione europea, rimettendo in discussione anche il collante della NATO. Le forze sommerse della geopolitica sono in moto. La Russia ritrova in Putin il suo Zar e la Turchia con Erdogan si riappropria della Sublime Porta, mentre in Cina il partito forte resta al centro delle dinamiche del potere. Se questi movimenti

corrispondono davvero al senso della Storia, Trump potrebbe vincere le elezioni negli Stati Uniti.

Di fronte alla catastrofe, nel 2009, il G20 riuscì a coordinare interventi finanziari di grande livello e solidarietà, impedendo il ripetersi delle svalutazioni competitive che negli anni ’30 avevano affossato il precedente tentativo di globalizzazione. Gli Stati Uniti, legittimati dal ruolo del dollaro, hanno orchestrato il salvataggio del sistema finanziario mondiale, affidandone la regia alla *Federal Reserve*. Da allora i mercati finanziari non sono stati capaci di esprimere una potente crescita economica, come la quantità di carburante finanziario avrebbe dovuto permettere, ma hanno inebriato soprattutto la borsa americana e più in generale gli *asset* finanziari. Dall’estate scorsa però anche i mercati finanziari hanno iniziato ad interrogarsi sulla reale capacità delle banche centrali di rilanciare la crescita mondiale soprattutto da quando queste si sono addentrate nel territorio dei tassi negativi. Il cuore del problema è che l’inflazione finanziaria non riesce a trasformarsi in inflazione monetaria, espressione del rilancio della domanda nell’economia reale. Globalizzazione e invecchiamento della popolazione (che ora minaccia anche la Cina) sono fenomeni deflattivi. Per contrastarli ci vorrebbero interventi potenti nell’economia reale e nelle strutture sociali. Il *Fondo Monetario Internazionale (FMI)*, rivedendo costantemente al ribasso le sue previsioni di crescita, da tempo propone interventi pubblici nel campo delle infrastrutture e ora parla anche del problema della redistribuzione della ricchezza, mentre la *Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI)* non perde occasione per allertare sui rischi intrinseci delle politiche monetarie straordinarie,

mantenute troppo a lungo.

La sintesi di queste contrapposizioni è la tensione forte che attraversa la *Federal Reserve*. Le politiche monetarie espansive sono riuscite, nel suo paese, a far ripartire la crescita, anche se modesta e irregolare. Ma la difficoltà di ritornare a percorsi monetari più normali sono notevoli perché l'interdipendenza tra paesi e regioni è enorme. Un rialzo dei tassi negli Stati Uniti metterebbe in difficoltà i paesi emergenti e le multinazionali americane. Janet Yellen è obbligata a guardare quello che succede a casa sua, ma anche alle conseguenze dei suoi atti sull'economia mondiale. E certo non può dimenticare che a novembre verrà eletto un nuovo presidente degli Stati Uniti. In questo contesto di attesa ogni notizia negativa nell'economia reale americana continua ad essere ben vista dagli operatori di borsa perché ritarda il rialzo dei tassi. I dati riguardanti il Prodotto Interno Lordo (PIL) americano del secondo trimestre hanno mostrato una crescita inferiore alle aspettative: 1,2% invece di 2,6%, anche se bassi investimenti sono stati mitigati da consumi robusti (4,2% quando nel primo trimestre crescevano di un modesto 1,6%). L'utilizzo delle scorte spiega il debole PIL ma, forse, anche le incertezze del futuro o le paure che la *Brexit* ha esacerbato.

La paura delle conseguenze dell'uscita dell'Inghilterra dall'Unione europea (UE) ha provocato qualche giorno di maremoto borsistico. Ma i mercati hanno messo poco tempo ad accorgersi che fra le munizioni preparate dalle banche centrali e coordinate dal G20 c'era il rinvio del rialzo dei tassi negli Stati Uniti e l'appello alla continuazione di politiche monetarie espansive in altre regioni, quali per esempio in Giappone. Sembra quasi che il pericolo inglese (un'economia che a

livello mondiale non ha più da tempo un ruolo sostanziale), sia servito come scusa per prolungare (restituendogli credibilità) i sostegni monetari. In questo scenario, la borsa americana ha raggiunto nuovi massimi storici, insensibile agli attentati terroristici e alle minacce geopolitiche.

Politica d'investimento

Il mese d'agosto non è di solito molto favorevole. Le vacanze estive e i bassi volumi si prestano a movimenti repentini. Luglio ha beneficiato del carburante della *Brexit*, grazie all'allontanarsi delle aspettative di rialzo dei tassi negli Stati Uniti. La stagione delle trimestrali in corso non ha spaventato i mercati anche se si è registrato il quinto trimestre di declino per lo S&P e le aspettative di crescita sono ai minimi dal 2009: esclusa l'energia gli utili sono però saliti dell'1,1% e le vendite del 3% per rapporto all'anno scorso. Ma il recente *rally* ha portato lo S&P ai massimi storici, con P/E a 18,5, anche questi sui massimi. Con questi multipli, non è da escludere qualche intervento verbale della FED sul rialzo tassi, poiché borse in bolla spaventano la signora Yellen. L'Europa appare ora interessante con P/E a 13,7, ma qui è il settore bancario e l'Italia che fungeranno da ago della bilancia; per il momento è meglio aspettare. Al Giappone i mercati daranno una nuova opportunità quando sarà chiarito il programma di Abe. Tenendo presente che il calo del PIL americano è stato causato dall'uso delle scorte, dopo una correzione attesa, la borsa potrebbe di nuovo salire proprio per la necessità di ricostituirle. La necessità di aumentare i tassi sarà relativa finché l'inflazione continuerà a languire.