

## Tra banche centrali e geopolitica

### Quadro macroeconomico

Negli anni '80 oro e petrolio sono stati al centro dell'ultimo disegno geopolitico dell'Unione sovietica nella lotta per il predominio del mondo. Breznev aveva pilotato l'invasione dell'Afghanistan per avvicinarsi ai punti nevralgici di estrazione del petrolio e, allo stesso tempo, con l'Angola, intendeva controllare il Sud Africa, produttore di materie prime, in particolare di oro. Tramite l'aumento del prezzo del petrolio sperava di esasperare l'inflazione in Occidente, riportando l'oro ad essere valuta di riserva internazionale, ridimensionando così il ruolo del dollaro e degli Stati Uniti. Il baricentro del contendere era l'Europa. Ma la storia andò diversamente: l'Orso sovietico era malato da un pezzo e il pantano afgano, come pure la caparbia di Jonas Savimbi in Angola, contribuirono ad indebolirlo portando alla caduta del muro di Berlino.

Oggi, oro e petrolio sembrano tornare al centro dei disegni geopolitici, anche se gli attori sono aumentati e il contesto della globalizzazione obbliga a sinergie che smussano potenziali deflagrazioni: gli equilibri precari, però, predispongono a pericolosi errori. L'Arabia Saudita ha tentato di distruggere la concorrenza dei produttori americani di *shale gas* e di mettere in difficoltà la Russia, vicina di Teheran. Agli Stati Uniti, malgrado le pressioni dei suoi petrolieri, questa dinamica in un primo tempo era utile poiché contribuiva ad indebolire Putin. Inoltre, l'abbassamento del costo dell'oro nero poteva essere un vettore di crescita per il Vecchio Continente, da troppo tempo grande assente dei disegni di ripresa mondiale.

Ma sul fronte del petrolio il contesto è ora cambiato. L'America di Obama non vuole intervenire direttamente nelle guerre in Medio Oriente. Ha probabilmente capito che la determinazione di Putin nel voler mantenere il controllo sull'Ucraina

(storicamente necessaria alla sua difesa geostrategica) e sulla Siria (sul cui territorio ha l'appoggio navale per il Mediterraneo) è imprescindibile. Quindi perché non utilizzare proprio Putin per compiere il lavoro sporco nella guerra contro l'Isis? È ciò che sta accadendo. In cambio, però, il prezzo del petrolio deve aumentare.

Parallelamente, l'Arabia Saudita ha toccato con mano i limiti della sua sfida ai petrolieri americani. A gennaio è stata probabilmente al centro del crollo dei mercati proprio perché è stata obbligata a ricoprire operazioni a margine causate dalla sua politica: un segnale per lei? Sta di fatto che da allora il suo atteggiamento è cambiato. Anche se a Doha non si è raggiunto un accordo, i presupposti positivi rimangono. Il prezzo del petrolio potrebbe anche scendere tatticamente, ma strategicamente è destinato a salire ancora. I Sauditi, che l'America potrebbe accusare di essere coinvolti nell'attentato alle torri gemelle, si sono convinti che l'arma del petrolio non sia più sufficiente per influenzare l'economia mondiale come è avvenuto negli anni '70 e '80. È la finanza il vero strumento di difesa e di attacco moderno (anche se l'Arabia Saudita è al terzo posto mondiale per rapporto al PIL nelle spese per la difesa tradizionale). Vogliono quotare l'Aramco, la più importante società del mondo, e creare il più grande fondo d'investimento statale planetario. Ma in questa fase del loro progetto hanno comunque bisogno della finanza statunitense e inglese, le uniche piazze in grado di organizzare una quotazione di tale livello. Quindi devono contenere le loro ambizioni: ci riuscirà il giovane ed esuberante sceicco, a capo di questo progetto? Tutto questo gioca a favore della rimonta del prezzo del petrolio, il cui rafforzamento fa comodo a tutti.

E l'oro? Si rivaluta se c'è inflazione o paura che le istituzioni della finanza mondiale possano perdere credibilità. Oggi per i paesi avanzati non è l'inflazione il problema, ma la deflazione, soprattutto in Europa. Per il momento l'idea che l'intero sistema finanziario basato sul dollaro sia a rischio, non è ancora presa in considerazione, ma qualche domanda sorge e potrebbe preoccupare se le politiche di *Quantitative Easing*, volute dalle banche centrali, dovessero concludersi male (negli ultimi tempi qualche dubbio s'insinua).

La Cina è il nuovo grande attore internazionale. Come fabbrica del mondo ha capitalizzato importanti riserve monetarie investite in titoli del debito americano ed è ora alla ricerca di diversificazione. Sta tentando di trasformare la propria economia spostando il baricentro verso il consumo interno. Ma questo percorso non è affatto facile. Per non essere ricattabile ha bisogno che la sua valuta diventi strumento di riserva delle banche centrali, primo passo verso un'alternativa diversa dal dollaro quale moneta per le transazioni internazionali. L'obiettivo è un basket di valute, una forma di ECU planetario, nel quale rientri anche lo yuan e l'oro, che la Cina con discrezione continua ad acquistare. Nelle ultime settimane c'è anche stata qualche transazione su piccole miniere aurifere, che potrebbe essere il segnale di qualche movimento preparatorio. L'oro, su ogni ribasso, soprattutto quando i giornali scriveranno che questo metallo è una reliquia del passato, va acquistato, come pure le società aurifere, monitorando anche quelle più piccole che hanno speranza di trovare nuovi filoni. La Cina non ha paura di trovarsi strangolata da un'eventuale crescita del prezzo del petrolio: ha già fissato i prezzi delle forniture per i prossimi anni, in particolare con la Russia.

Se questo è il disegno geopolitico di fondo, che può essere più o meno lento nel manifestarsi, l'attenzione va ora alle politiche monetarie delle banche centrali e soprattutto allo loro credibilità. I mercati finanziari faticano a trovare una chiara

direzione dopo essersi goduti gli anni dei *Quantitative Easing* (QE) con i quali, in particolare grazie alla *Federal Reserve*, sono stati inondati di liquidità. La credibilità delle banche centrali era al massimo e la loro fantasia nel sapersi modulare nell'economia globale era praticamente indiscussa. Solo qualche intellettuale della finanza osava mettere in discussione lo strapotere delle uniche istituzioni capaci di pensare e agire velocemente in termini planetari, senza perdersi tra i difficili compromessi della politica e la sottomissione ai processi democratici. Bernanke, l'allora presidente della più importante banca centrale del mondo, ha dato credibilità ad un processo che è riuscito a portare il suo paese fuori dalla crisi finanziaria del 2008. Ed anche il Giappone, che a questi metodi era da tempo abituato, ha ritrovato, nella dinamica americana, il lustro necessario a lanciare l'*Abenomic*.

L'Europa ha tentennato a lungo prima di vedere Mario Draghi abbracciare con forza politiche di ampliamento monetario capaci di supplire alle inefficienze di una politica d'integrazione da tempo alla ricerca di se stessa.

Il problema apparente, almeno da inizio anno, è dato dalla probabilità che gli Stati Uniti tornino a politiche monetarie più tradizionali, proprio mentre l'Europa tenta di combattere la deflazione acquistando titoli di stato, introducendo tassi negativi e, magari, anche intervenendo direttamente sul mercato procurandosi titoli obbligazionari *corporate*. In questa logica, il dollaro dovrebbe rafforzarsi potentemente, mettendo in difficoltà soprattutto i paesi indebitati in questa valuta, in maniera particolare gli emergenti, tra i quali anche la Cina. Al G20 di febbraio, molto probabilmente, è avvenuto un accordo che ha spinto la *Federal Reserve* a non aumentare i tassi, quindi a contenere l'apprezzamento del dollaro, e gli altri paesi, tra i quali anche la Cina e il Giappone, a non approfittarne con svalutazioni competitive.

Questa fase di limbo programmato ha permesso la ripresa degli *asset* a rischio, dopo i crolli d'inizio anno e una forma di pace valutaria. Ma ora che succede?

Gli Stati Uniti potrebbero comunque operare un rialzo dei tassi a giugno, ma sarà contenuto e probabilmente non ripetuto quest'anno. La FED, non vuole provocare e forse, visto il fenomeno Trump, opera per favorire la candidata dell'*establishment*, Hillary Clinton. Una seconda correzione delle borse in questa prima parte dell'anno, che non dovrebbe però rompere i minimi di febbraio, sarebbe salutare, perché riporterebbe le quotazioni a livelli più in linea con i fondamentali, permettendo i recuperi nel corso della campagna elettorale. L'Unione europea ha perso un po' dello smalto dato dalle iniziative di Draghi, i cui interventi hanno bisogno di tempo per carburare. Inoltre il rafforzamento dell'euro la penalizza. Anche per lei è difficile superare quei massimi che la porterebbero ad uscire dal suo *bear market*. La partita in Europa si gioca attorno alla Germania: gli Stati Uniti cercano di spingerla a politiche d'investimento – quindi di redistribuzione – in Europa, a scapito dell'aggressività sull'*export*. Per riuscirci utilizzano l'Italia di Matteo Renzi: non a caso Schäuble si arrabbia con Draghi che, penalizzando i risparmiatori con i tassi negativi, vuole favorire gli investimenti (soprattutto tedeschi) nell'economia reale. I rischi del *Brexit* sono troppo annunciati per essere veramente pericolosi nel breve termine: le banche centrali sono probabilmente pronte ad interventi veramente straordinari, visto che il *Fondo monetario internazionale* qualifica questo come uno dei maggiori pericoli del mondo. Le conseguenze di un "no" di Londra avranno risvolti pesanti, come le reazioni che provocheranno, soprattutto nel medio termine, per il processo d'integrazione europea. I paesi emergenti, compresa la Cina, riprendono fiato grazie all'affievolirsi della pressione valutaria e alla ripresa delle materie prime. In questo contesto, con l'economia americana in frenata, quella europea che

stenta e quella giapponese a riposo, saranno ancora le banche centrali a contenere le oscillazioni dei mercati nel *trading range* nel quale si trovano da alcuni mesi. Ma più intervengono, senza che si rivelino contropartite sulla crescita, più il loro ruolo verrà screditato. I mercati si interrogano, ma per il momento si limitano a "compricchiare" oro e petrolio.

### **Politica d'investimento**

*Sell in May and go away* potrebbe avere una sua valenza anche quest'anno. Troppe variabili a rischio si sovrappongono nel periodo. Innanzitutto la crescita economica che stenta, anche negli Stati Uniti, non sarà probabilmente sufficiente ad impedire un nuovo rialzo dei tassi, anche perché se il petrolio si riprende, l'occupazione in questo ambito potrebbe ripartire come pure le pressioni inflazionistiche. Il *Brexit* è comunque da considerare. In Cina l'incertezza è totale anche se in questi ultimi tempi ci sono stati segnali di miglioramento; il *Baltic Dry Index*, che dà un'idea del commercio internazionale, ha avuto un forte miglioramento dai minimi d'inizio anno ed ora sembra in fase di assestamento. Il *JP Morgan Global Manufacturing Index*, decrescente dal 2014, ha rimbalzato dal livello 50, che segna lo spartiacque tra crescita e recessione (50.5 a marzo). Gli utili aziendali sono continuamente rivisti al ribasso: in un contesto di crescita moderata le basse aspettative e la mancanza di alternative (visti i rendimenti dell'obbligazionario) conterranno eccessive correzioni. Nei prossimi mesi sarà ancora il ruolo delle banche centrali a sostenere quanto manca nella crescita: oltre a Mario Draghi, c'è la pausa giapponese che potrebbe essere interrotta. L'acquisto di posizioni nel comparto aurifero è in ogni caso da valutare, per lo meno in funzione di *hedging*. L'impressione è che si resterà in un *trading range* con supporto 1810 dello S&P: estate calda, ma non rovente, salvo sorprese e possibili errori.