

E l'inflazione?

Quadro macroeconomico

L'indebolimento del dollaro a livello planetario, per ora, non fa danni, anzi! Chi si ricorda, ad inizio anno, le paure espresse dalla maggior parte degli analisti e *strategist* delle banche sui rischi che avrebbero corso i paesi emergenti a causa dell'apprezzamento del biglietto verde (dato per certo)? I festeggiamenti del decimo anniversario della Grande crisi, scoppiata in America con la bolla dei sub-prime, si sono svolti all'insegna di due grandi errori di previsione: il rafforzamento del dollaro e la crisi dei paesi emergenti, che solitamente in questa valuta sono indebitati. A queste due intuizioni errate (almeno per ora), ne va aggiunta un'altra, che spopolava ad inizio anno: la crisi, per non dire il crollo, dell'Euro. Errori enormi per chi è chiamato a investire nei mercati globali. Più che cercare di capire se questa leggerezza d'analisi sia giustificata, è forse più utile valutarne i ragionamenti di fondo, che non potevano basarsi solo sull'analisi di dati macroeconomici, ma anche su attese politiche più difficili da ponderare.

Il dollaro avrebbe dovuto apprezzarsi fondamentalmente perché si presumeva che la Federal Reserve (FED) avrebbe alzato i tassi: oltre Atlantico i disoccupati alla ricerca di un impiego sono scesi ormai da tempo sotto il 5% e la crescita del PIL avrebbe dovuto sfiorare il 3%, provocando inflazione e obbligando quindi la FED ad intervenire. La FED è stata la prima banca centrale a rispondere con la strategia di *Quantitative Easing* (l'acquisto di buoni del tesoro per iniettare liquidità sui mercati tenendo basso il cambio) alla Grande crisi del

2007. E' anche stata la prima a terminarla (in buona parte) e a rialzare i tassi, segnalando ai mercati che il suo attivismo ha permesso di scongiurare il pericolo di una crisi profonda e deflattiva, come quella del 1929. Ma gli Stati Uniti possono davvero permettersi alti tassi d'interesse e un forte dollaro? Ad inizio anno la risposta, si sperava, l'avrebbe prodotta Trump con la sua *Trumpenomic*: avrebbe riformato l'*Obamacare*, liberando risorse che gli avrebbero permesso di abbassare fortemente le imposte societarie (15%), stimolando la Corporate America, galvanizzata da un nuovo nazionalismo, ad investire su suolo americano, riformando le infrastrutture. La *Trumpenomic* rappresentava l'inaspettata strategia per contenere le paure di chi pensava che l'aumento dei tassi, in una fase matura del ciclo economico, avrebbe prodotto recessione, vanificando gli sforzi della FED in questi ultimi dieci anni. Per questo Wall Street, inizialmente scettica, ha premiato il nuovo presidente con il rialzo delle borse al quale abbiamo assistito da novembre dell'anno scorso a tutto il primo trimestre di quest'anno. Rialzo dei tassi, crescita economica e investimenti strutturali nel mercato interno erano compatibili con un dollaro forte, anche se i paesi emergenti avrebbero sofferto.

Nella realtà degli ultimi mesi, Trump non riesce a dialogare con il Congresso, neanche con il suo partito, quindi non parte la riforma dell'*Obamacare*, non si liberano le risorse necessarie per tagliare le imposte e l'economia stenta a crescere manifestando i primi segni di fine ciclo, con la riduzione dei crediti al consumo. In questo contesto, il mercato si è convinto che la FED difficilmente procederà ad

altri rialzi dei tassi: il dollaro ha perso la sua attrattività (il *dollar Index* ha ceduto più del 10% quest'anno). Inoltre il presidente stesso è oggetto di un'inchiesta sui suoi rapporti con la Russia, che già ora mina la sua credibilità: il decennale con rendimento del 2,09% e il trentennale a 2,7%, con l'oro che si è rivalutato del 15% da inizio anno, non sono certo segnali confortanti. Senza contare le frequenti rinunce di membri dello staff presidenziale. Le dimissioni dell'importante vice-presidente della FED, Stanley Fisher, crea ulteriore incertezza.

Dall'altra parte dell'Atlantico, invece, la situazione sembra migliorare. Il *Quantitative Easing* europeo, arrivato in ritardo, ma sapientemente modulato da Mario Draghi, è stato il primo deliberato tentativo di creare inflazione dalla nascita dell'Euro. Per la prima volta, la storica rigidità tedesca nel pretendere la lotta all'inflazione, come strumento per tranquillizzare il popolo germanico ancora memore dell'iper-inflazione degli anni '30, e per contenere le "leggerezze" dei paesi mediterranei, ha aperto la possibilità di combattere la deflazione, quindi di stimolare, almeno in termini monetari, politiche pro-crescita. L'acquisto di obbligazioni dei paesi membri della zona Euro, ha salvato, per ora, il progetto europeo e ha creato presupposti di *sentiment*, che continuano a stimolare la domanda interna e l'export, aiutato, inizialmente, dall'indebolimento dell'Eur, scivolato nel 2014 e ad inizio 2015 non lontano dalla parità con il dollaro.

Sul fronte dei paesi emergenti in Cina, nell'attesa del Diciannovesimo Congresso del Partito comunista, il 18 ottobre prossimo, che ha cadenza quinquennale, tutto è stato messo in atto per mantenere il PIL attorno al 6,9%, con una crescita nel secondo trimestre 2

dell'1,7% (1,3% nel primo). Le importazioni sono aumentate del 13,3%. Xi Jinping, per consolidare il suo potere, vuole un'economia interna forte. In quest'obiettivo è facilitato dal fatto che il mondo, nel 2017, cresce in maniera quasi sincronizzata; ma lui ci mette del suo, creando squilibri che, prima o poi, potrebbero diventare fonte di pericolosa instabilità.

Strategia d'investimento

Le sorprese, in questa prima parte del 2017, sono quindi venute dal contesto valutario e non da quello obbligazionario, come molti si aspettavano. All'appello quest'anno è mancata l'inflazione. E' attorno a questa variabile che si sono giocati i movimenti delle *asset class*. Molti pensavano che le banche centrali avrebbero iniziato a ritirarsi, diminuendo i QE, proprio perché l'inflazione le avrebbe obbligate a correggere i loro interventi per evitare il surriscaldamento dell'economia. Tanto più che è ormai da diverso tempo che sia Draghi sia la Yellen continuano a segnalare, con insistenza, che la risoluzione delle problematiche della crisi del 2007 non può essere affidata solo a loro. La politica deve intraprendere iniziative strutturali, rimodulando la leva fiscale.

Negli Stati Uniti il tentativo di Trump è fallito, ma il nuovo presidente potrebbe ora essere aiutato dall'uragano IRMA che, richiedendo l'intervento statale, lo mette in posizione di poter tentare d'imporre parte delle riforme che vorrebbe, proponendo piani d'intervento, per rispondere ai danni della meteorologia e del surriscaldamento della terra. Se ciò avvenisse, il dollaro potrebbe interpretare una nuova forza, perché il mercato è in attesa di decisioni politiche e di aspettative d'inflazione. Solo queste possono risollevare il biglietto verde.

In Europa il cantiere delle grande politica sta probabilmente lavorando dietro le quinte. L'elezione di Macron in Francia, segna un importante punto di svolta. Ma deve ancora pronunciarsi l'elettorato tedesco (il cui risultato è in parte scontato) e quello italiano (il vero pericolo). La riforma del lavoro metterà Macron in difficoltà, ma questa volta l'opposizione dei sindacati non è compatta. Il rafforzamento dell'Euro preoccupa la banca centrale solo per l'improvvisa accelerazione, non per il livello raggiunto. Mario Draghi ha riconosciuto che un apprezzamento dell'Euro sul dollaro di oltre il 14% è "fonte d'incertezza", ma ritiene comunque che gli interventi monetari straordinari, anche se non hanno portato all'obiettivo d'inflazione vicino al 2% (le sue stime prevedono 1,5% quest'anno e 1,2% l'anno prossimo), hanno scongiurato la spirale deflazionistica: questo era il suo principale obiettivo! Il QE non terminerà a fine anno, come previsto, ma verrà probabilmente prolungato riducendo il ritmo degli acquisti di bond e, forse, rimodulandolo. Attualmente, la BCE acquista obbligazioni statali, in proporzione alla quota che ogni paese ha nel capitale della banca centrale, quindi, principalmente obbligazioni tedesche. Riuscirà a cambiare questo requisito, cercando di diminuire gli spread, attraverso l'aumento dei tassi delle obbligazioni dei paesi più forti?

E' probabile che al G20 in Sicilia ci sia stato un accordo per contenere la forza dell'export tedesco, facilitata da una valuta troppo concorrenziale per la Germania. La BCE non sembra spaventarsi troppo per un euro a 1.20. Fin che il prezzo del petrolio resta contenuto, l'economia dell'Unione europea, trascinata dalla domanda interna, non rischia di

affacciarsi sul territorio della deflazione. Ma la preoccupazione permette di mantenere più a lungo il QE, sostenendo l'andamento delle borse.

La situazione attuale delle banche centrali è ancora un sostegno forte. Molto potrebbe cambiare l'anno prossimo quando verrà nominato il nuovo presidente della FED o, prima, se si manifestano segnali d'inflazione. Nei paesi industrializzati, Stati Uniti, Europa, Giappone, mancano i presupposti demografici per una forte inflazione da domanda. Diverso il discorso per i paesi emergenti, che festeggiano il dollaro debole.

