

UNA NUOVA FASE NEL *BULL MARKET*

Aprile è stato il primo mese negativo per le borse del 2024. L'indice di riferimento mondiale (MSCI World) ha perso nel mese il 2.27%, lo S&P americano il 2.6%, il Nasdaq ha lasciato sul terreno il 4.5%, l'Eurostoxx50 il 2.7%, mentre il solitamente conservativo e prudente indice svizzero SMI addirittura il 4%. Da novembre dell'anno scorso i mercati hanno deciso, aiutati dalle parole di Jerome Powell, presidente della Federal Reserve (FED), di smettere di catalizzare tutta la loro attenzione solo sull'aumento dei prezzi. Il forte rialzo dei tassi d'interesse, che da quasi 0 aveva raggiunto il 5.25%, spingeva molti analisti a credere che per riportare l'inflazione vicino al *target* del 2% erano necessari tassi alti che, quasi inevitabilmente, per non dire naturalmente, avrebbero portato le economie in recessione o comunque verso un significativo rallentamento. Ma nel comunicato finale di settembre del più grande istituto d'emissione del mondo si sottolineava che "i recenti indicatori

suggeriscono un'attività economica che procede a passo solido", inserendo il termine "solido" al giudizio "moderato" adottato in precedenza. Questo apparentemente semplice cambio di terminologia ha acceso la miccia delle borse: l'indice mondiale (MSCI World) dal 30 novembre del 2023 al 29 marzo di quest'anno si è addirittura rivalutato di oltre il 24%. Che importa se l'inflazione non riesce a contenersi nemmeno sotto il 3% (pur mantenendo un *trend* discendente o di relativa stabilità), se la crescita economica (Prodotto Interno Lordo, PIL) raggiunge il 3.4%. Il primo trimestre è quindi stato da *Goldilocks*, da favola positiva che trascina gli animi, anche quelli solitamente ritenuti più riflessivi e competenti, che, a volte increduli, hanno dovuto piegare i loro dubbi alla forza travolgente del mercato, sostenuto da dati che non avevano previsto.

Verso fine aprile il contesto si ridimensiona. Il PIL americano del primo

trimestre è cresciuto dell'1.6% annualizzato a fronte di stime del 2.5%: il ritmo più lento dal secondo trimestre del 2022. Si tratta di una deviazione importante rispetto alle previsioni che ha pochi precedenti nella storia. Ma la notizia peggiore arriva dall'indice dei prezzi del PIL¹ cresciuto del 3.1%, leggermente superiore alle stime ma molto più dell'1.6% del periodo precedente. A gettare benzina sul fuoco c'è anche l'indice dei prezzi "core", senza le componenti più volatili (alimentare ed energetici), salito al 3.7% contro il 3.4% stimato a fronte di un precedente aumento del 2%. Insomma, se prima di questi dati l'euforia portava ad accantonare l'idea di un *soft landing* puntando addirittura sul *no landing*, cioè su un'economia che continua a crescere con moderata inflazione malgrado i tassi oltre il 5%, ora torna ad insinuarsi l'idea della stagflazione: uno scenario in cui lo svantaggio di vedere salire i prezzi non è compensato dal beneficio di una frizzante economia.

I mercati stanno ora attraversando un percorso di nuova elaborazione². La prima fase del *bull market* è probabilmente terminata. Era iniziata nella seconda parte dell'anno scorso, caratterizzata da un relativo pessimismo, mentre i dati economici e i risultati societari si rivelavano straordinariamente positivi. Ciò ha portato alla revisione delle aspettative e alla forte dinamica del mercato azionario. Ora inizia probabilmente una seconda fase rialzista con un mercato ottimista e con aspettative più elevate. È proprio il livello delle attese che produrrà un trimestre volatile perché basterà poco per deludere. Ci saranno però sempre compratori pronti a scommettere su repentini recuperi.

La geopolitica per il momento non sembra spaventare eccessivamente i mercati. I conflitti in corso non sono stati la causa diretta di fenomeni inflattivi, soprattutto se si osserva l'andamento del prezzo del petrolio. La chiave di volta delle dinamiche energetiche passa dallo stretto di Hormuz,

¹ L'indice dei prezzi del PIL degli Stati Uniti è una misura che valuta la variazione media dei prezzi di beni e servizi prodotti all'interno dell'economia americana. Questo indicatore è usato per capire l'inflazione o la deflazione associata alla produzione totale del paese. È un indice cruciale per gli economisti e i responsabili delle politiche

perché riflette il costo reale dell'inflazione che incide sull'economia in generale, influenzando quindi decisioni politiche e di investimento.

² Non a caso l'indicatore di *sentiment dell'American Association of Individual Investors (AAII)* è equamente ripartito tra *bull* (32.1%), *bear* (33.90%), e *neutral* (33.9%).

attraverso il quale transita il 20% della fornitura globale di oro nero e che, malgrado l'aumento dei pericoli, è rimasto sostanzialmente inalterato: in aprile il prezzo del petrolio si è mantenuto tra gli 80 e gli 85 dollari al barile (WTI) malgrado le forti tensioni nella regione. L'inflazione è passata dal picco del 9% nel 2022 al 3.5% attuale: anche se registra un rimbalzo, l'impatto sulla tendenza più ampia non è per ora rilevante. Una componente importante del caro prezzi negli Stati Uniti (quasi un terzo del totale) riguarda gli affitti di immobili. È possibile che in questo ambito l'effetto del rialzo tassi sia ritardato e quindi i mercati potrebbero presto scontare futuri ribassi. Tanto più che la prospettiva di intervenire con sei riduzioni dei tassi da parte della FED (immaginata dai mercati ad inizio anno), ora si è ridotta a uno forse due tagli, il primo dei quali non prima di settembre.

Ma mentre gli Stati Uniti tendono ad aspettare sulle facilitazioni monetarie, altre regioni del mondo quali l'Europa, con una crescita che riparte con difficoltà, mantenendo però l'inflazione sotto controllo, potrebbero presto ridurre il costo del denaro. La Cina, da parte sua, sta cercando di ricalibrare la sua dinamica di

crescita nel nuovo quadro geopolitico. Non a caso la borsa di Hong Kong è tra le poche a segnare una crescita nel mese di aprile. Questa seconda fase del *bull market* sarà probabilmente un po' meglio distribuita a livello mondiale, ridimensionando, anche se solo parzialmente, la centralità di Wall Street. Siamo inoltre in un potente anno elettorale. Negli Stati Uniti a novembre si voterà per il nuovo presidente. In Europa, a giugno, per il rinnovo del Parlamento europeo. I deficit di bilancio non saranno la preoccupazione principale in questa prima parte dell'anno, anche se contrariamente ai mesi scorsi s'insinua qualche preoccupazione sulla sostenibilità della grande massa di debito pubblico accumulata.

Se la frenata della globalizzazione a medio termine ha un impatto negativo sulla crescita e l'inflazione, l'Intelligenza artificiale (AI) potrebbe avere l'effetto contrario. Un modello creato dal dipartimento monetario della Banca dei Regolamenti Internazionali rileva che l'AI ha un effetto permanente sulla produttività, che differisce in base ai settori, ma che è in grado di aumentare significativamente la produzione, il

consumo e gli investimenti nel breve e nel lungo termine. Certo, molto dipende dalle aspettative riposte nelle nuove tecnologie. Se queste non anticipano forti crescite di produttività, l'adozione dell'AI è inizialmente deflattiva, prima che l'equilibrio delle forze in campo porti ad una moderata inflazione attraverso la domanda. Il modello porta comunque a valutare un iniziale impatto sul PIL del 3% grazie all'introduzione dell'AI: nel tempo gli aumenti previsti sono dell'ordine del 12% grazie all'espansione del capitale produttivo e alla maggiore produzione di *input* intermedi.³

Il mercato americano incamera già parte di queste attese grazie alla centralità di Apple, Amazon, Google, Microsoft, Nvidia, Tesla, etc. Ma ora aumenterà la ricerca di quei titoli e settori che meglio e prima di altri riusciranno a monetizzare l'introduzione delle nuove tecnologie. Anche per questa ragione la seconda fase del *bull market* sarà più diffusa settorialmente e internazionalmente.

³ Ināki Aldasoro, Sebastian Doerr, Leonardo Gambacorta, Daniel Rees, "The impact of artificial

intelligence on output and inflation, *BIS Working Papers*, No. 1179, April 2024.