

2017: l'anno di Trump, l'anno dell'Europa?

Un cambio di paradigma come ai tempi di Reagan?

Bisogna probabilmente ritornare al 1980 per ritrovare un cambio di paradigma così significativo come quello relativo all'elezione di Donald Trump. Quell'anno Ronald Reagan subentrò al presidente uscente, il democratico Jimmy Carter. L'attore liberista, sconfisse non solo il reverendo, visionario di un mondo al centro del quale situava i diritti umani, ma anche l'idea che accomunava le due sponde dell'Atlantico, che la ricchezza andava discussa e distribuita ancor prima di essere prodotta. C'era la guerra fredda e quel che restava della lotta di classe. Ma c'era anche la sensazione che ci voleva un'America forte, capace di approfittare del ruolo centrale della sua moneta, per sconfiggere la minaccia sovietica e le umiliazioni subite nell'Iran dell'Ayatollah Khomeini. Nelle sue proclamate politiche liberiste, il repubblicano Reagan utilizzò, a suo modo, una forte dose di politiche keynesiane: per sconfiggere "l'impero del male" lo stato investiva nelle armi rilanciando così la domanda aggregata, vittima dell'inflazione e della bassa crescita (stagflazione). Ma le liberalizzazioni, anche nell'Inghilterra della signora Thatcher, divennero la base del nuovo paradigma, prima economico, poi, dopo la sconfitta dell'Unione Sovietica, anche politico. Il libero mercato, poi esteso concettualmente al mondo globalizzato, doveva concentrarsi sull'aumento di valore per gli azionisti, anche se le pressioni salariali dovute alla forte concorrenza, diminuivano il potere d'acquisto della classe media che, con il suo consumo, teneva in piedi il sistema. Quando un'ideologia s'insinua nelle menti è difficile cambiarla. Per restare nel quadro della

stessa si permise alla classe media di compensare la perdita di potere d'acquisto con le facilitazioni all'indebitamento, preludio della bolla del credito del 2008.

Le banche centrali e la vecchia politica

Da allora la politica non è riuscita a ricostruire un nuovo paradigma. Ha affidato alle banche centrali il ruolo di traghettare il sistema verso qualche cosa di diverso, senza saper immaginare che cosa. Iniettando, prima negli Stati Uniti, poi in Giappone ed infine in Europa dosi massicce di liquidità nel sistema finanziario, si sperava che l'inflazione finanziaria contaminasse la deflazionata economia reale. Ciò è avvenuto in maniera molto moderata non solo a causa del contesto strutturale (invecchiamento della popolazione, globalizzazione che abbassa i prezzi e digitalizzazione che pretende un tipo diverso di lavoratori, difficilmente riciclabili dalla vecchia economia), ma anche perché una parte importante di coloro che detengono le leve del comando, non hanno saputo o voluto superare le barriere ideologiche sulle quali poggiano il loro potere. Coloro che hanno identificato il malessere, e comunque hanno il merito di averlo riconosciuto, sono definiti populistici a causa delle semplicistiche soluzioni, che spesso prendono spunto dalle paure più immediate degli elettori. Ma che ci sia una grossa fetta di perdenti della globalizzazione, sia negli Stati Uniti sia in Europa, è un fatto che merita di essere preso in considerazione. Solo il tempo dirà se Donald Trump è la persona giusta per ricercare nuovi percorsi di crescita. La sua credibilità è stata ampiamente messa in

discussione dai media mondiali i quali, ora che inaspettatamente per loro ha vinto le elezioni, dovrebbero mettere in discussione i loro strumenti di analisi, già fortemente indeboliti dalle previsioni sulla Brexit.

Aiuti monetari straordinari vicini al capolinea

Ma veniamo ai fatti. Le politiche monetarie espansive, dal momento che si sono affacciate sui tassi negativi, sono arrivate al capolinea. La coordinazione che c'è stata, e che in parte c'è ancora soprattutto tra la *Federal Reserve*, la Banca del Giappone e quella europea, sta perdendo forza propulsiva. La signora Yellen, giunta dopo i *tapering* (fine degli acquisti straordinari di obbligazioni) di Bernanke, si è ritrovata un'America alla fine di un modesto ciclo economico provocato e sostenuto proprio dalla sua istituzione: la voglia di normalizzazione l'avrebbe portata a rialzare i tassi, mentre la congiuntura dei mesi scorsi le suggeriva di aspettare (i suoi tentennamenti hanno scalfito la sua credibilità). Il Giappone, dopo il primo tentativo di *Abenomics*, vorrebbe rilanciare un diverso approccio, ma i mercati l'hanno costretto ad ampliare quello attuale portandolo nel territorio dei tassi negativi. Mario Draghi, dal canto suo, è probabilmente arrivato in ritardo con le politiche monetarie straordinarie e deve far fronte da solo anche ai rischi politici di disgregazione del Continente, che l'esigenza di austerità teutonica ha continuato ad ampliare. La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), continua a dire che la capacità delle banche centrali di provocare crescita sta terminando o che, comunque, non può fare molto senza il sostegno diretto della politica: ora - dice - sono assolutamente necessari interventi nell'economia reale attraverso specifici piani infrastrutturali. C'è un'economia nuova che si sta preparando grazie alla digitalizzazione,²

consolidata dalla globalizzazione. I perdenti, in questa fase di transizione, paralizzano la lucidità di chi deve decidere.

Gli stimoli di Trump

Il candidato Donald Trump è stato eletto grazie alla promessa di lanciare un pacchetto di stimoli fiscali da un trilione di dollari (che equivale a circa al 5% del PIL americano) e di tagliare le imposte sia societarie sia delle persone fisiche, ispirandosi alla curva di Laffe, che indica come aumentare il gettito fiscale diminuendo le tasse. Ma ha conquistato voti anche proponendo la fine della globalizzazione, con un muro che dovrebbe proteggere da immigrati e delocalizzazioni. Ha pure posto l'accento sulla semplificazione della burocrazia, volendo annacquare anche il *Dodd-Frank Act*, riportando quindi al centro il ruolo della tanto attaccata, in campagna elettorale, Wall Street. Ci hanno messo veramente poco i mercati, dopo aver apparentemente sostenuto la candidata Clinton, a cogliere gli aspetti positivi (anche se mai puntualmente spiegati) del progetto Trump. Come avvenne nel 1980 con l'elezione di Ronald Reagan, le borse hanno accelerato la crescita assieme ai rendimenti obbligazionari. E Trump ha moderato i toni, trasferendo ai mercati l'idea di un pragmatismo operativo, più che quella dell'incendiario della campagna elettorale. Certo, va anche detto che gli indici azionari scontavano già un aumento del prodotto interno lordo, che per il terzo trimestre ha accelerato al 2,9%, crescendo più del previsto 2,5% e a velocità doppia rispetto all'1,4% riportato nei tre mesi precedenti. Non meraviglia quindi che già prima dell'8 novembre anche il *Treasury* (10 anni) aveva guadagnato 50 punti base dai minimi storici di luglio, reagendo con altri 20 punti base in risposta all'elezione; si è trattato del più importante scatto dai tempi del *taper tantrum* (la fine degli

acquisti di bond della FED). Subito dopo anche l'incerta Janet Yellen ha trovato nei dati economici e nella reazione all'elezione del nuovo presidente, con il sostegno dell'intero FOMC, la forza di annunciare non solo il secondo rialzo dei tassi dall'inizio della Grande crisi, ma anche la prospettiva di altri tre interventi nel 2017. Poi è arrivato Mario Draghi. Ha di fatto iniziato il *tapering*, ma nessuno se ne è accorto. Nel 2013 Bernanke aveva combinato un bel pasticcio con il suo annuncio di ridurre progressivamente l'acquisto di bond: i tassi erano volati, mettendo in difficoltà anche i paesi emergenti. Aveva detto che sarebbe stato pronto a tornare indietro se qualche cosa andava storto, ma nessuno gli aveva creduto. Draghi ha agito con maggior finezza: gli acquisti verranno ridotti da 80 miliardi a 60 miliardi, ma per un lasso di tempo non definito.

I mercati hanno detto di credere alle parole di Trump. Si aspettano quindi una forte ripresa del ciclo economico trascinato dagli interventi nell'economia reale (con conseguenze positive sul mercato azionario), la ripresa dell'inflazione che porterà il rialzo dei tassi (che penalizzerà il mercato obbligazionario) e il rafforzamento del dollaro. Il disegno, quindi, sembra fin troppo chiaro. Se poi ci si riferisce all'esperienza della *reagonomics* ci appare anche più scontato, visto che tocchiamo il nocciolo del cambio di paradigma. Ma i mercati si offendono quando si dice loro che tutto è scontato, perché "scontare", cercare di vedere in anticipo, è il loro ruolo. Inoltre, quando anticipano, prima di capire se hanno sbagliato, aspettano consolidando e, se i dubbi aumentano, diventano nervosi e volatili. Avremo un consolidamento o una forte volatilità?

Consolidamento o volatilità?

Per capirlo bisognerà monitorare attentamente il mercato del credito. Il grande perdente della

Trumpeconomics è il mercato obbligazionario. Ma se questo dovesse accelerare la caduta, prima che i dati economici riflettano veramente le aspettative, si assisterebbe anche al crollo del mercato immobiliare. Solo l'edilizia può assorbire quella massa di disoccupati non qualificati, rimasti ai margini delle belle statistiche americane sull'occupazione. E questo, il palazzinaro Donald Trump, lo sa molto bene. Inoltre, l'indebitamento delle società americane non è affatto diminuito dopo la crisi del 2007, anzi.

Quante società hanno aperto linee di credito o emesso prestiti obbligazionari per finanziare l'acquisto di azioni proprie. Il conseguente rafforzamento del dollaro metterebbe in difficoltà l'export delle aziende che, nel disegno di Trump, dovrebbero tornare a produrre a casa, anche se il promesso sgravio fiscale dal 35% al 15% dovrebbe permettere di assorbire il colpo.

L'incertezza della geopolitica

I rischi d'incertezza maggiori s'annidano in un campo dove i mercati, anche a causa della formazione di chi ci opera, non sono mai stati molto forti: la geopolitica. La scelta di nominare quale segretario di stato Rex Tillerson, CEO di Exxon Mobil, conferma la nuova politica estera della Casa Bianca. Trump vuole frenare la globalizzazione perché intende rallentare la potenza cinese, che i tempi lunghi della storia qualificano come la prima forza mondiale in divenire. Per riuscirci si appoggerà su una potenza che solo la guerra fredda aveva storicamente reso planetaria: la Russia. Putin vuole un riconoscimento nell'area Euroasiatica, che Trump potrebbe accettare. Ciò implica che la Russia tenga nella sua sfera d'influenza la Siria (utilizza il suo sbocco sul Mediterraneo) e l'Ucraina, paese dove si trovano le sue radici storiche. Il prezzo del petrolio è la base dello scambio.

L'America, grazie allo *shale gas* ha l'indipendenza energetica, ma non la Cina. Un riavvicinamento alla Russia e l'equilibrio tra Iran e Arabia Saudita può permetterle di gestire a suo vantaggio (e delle sue multinazionali) il corso dell'oro nero.

L'anno dell'Europa

Se questo contesto si delinea, il 2017 potrebbe essere l'anno dell'Europa. Perché? In ambito monetario, la paura che circonda i prossimi appuntamenti elettorali (votazioni in Francia e in Germania, crisi politica in Italia), permetterà a Draghi di mantenere alto il livello di liquidità modulando veramente il *Quantitative Easing* in maniera molto flessibile. D'altra parte anche la Commissione sarà costretta a chiudere più di un occhio sul perseguimento delle politiche del rigore che hanno alimentato i populismi in questi anni. Inoltre, se avverrà l'avvicinamento tra Stati Uniti e Russia, anche l'Europa potrebbe decidere la fine dell'embargo, il cui costo economico è probabilmente stato sottovalutato: le pressioni dell'elettorato andranno in questa direzione nei tre più importanti paesi dell'Unione europea (UE). Gli annunci di Trump di rivedere il ruolo della NATO, obbligheranno il Vecchio continente a investire molto di più nella difesa e i riflessi delle politiche infrastrutturali arriveranno anche da questa parte dell'Atlantico (politiche keynesiane). Il dollaro forte dovrebbe favorire le esportazioni. Trump potrebbe quindi, come scrive Daniel Gross, salvare l'euro. Ma c'è il problema Ucraina: la Russia si accontenterà di una zona d'influenza rafforzata o vorrà andare oltre?

Monte Paschi al centro

Il punto centrale da monitorare in Europa è quello bancario. Non ci sarà vera ripresa

senza un sistema del credito in grado di sostenere le opportunità che si presenteranno. Negli Stati Uniti la situazione del comparto bancario era già migliorata prima dell'arrivo di Trump. Ma con il presidente eletto il settore è in effervescenza, visto anche il ruolo degli ex di Goldman Sachs nella futura squadra dirigenziale: Stephen Bannon (*chief strategist*), Steven Mnuchin (Tesoro) e Gary Cohn alla guida del Consiglio economico. L'*investment banking* ritroverà il lustro ed il prestigio persi negli anni di Obama?

In Europa non basterà la riconoscenza di Trump nei confronti di Deutsche Bank, che l'ha sempre finanziato, anche nei momenti più difficili quando i blasonati istituti di Wall Street storcivano il naso. L'Unione bancaria è ancora in cerca di una vera affermazione. Per questa ragione, il futuro della Banca Monte Paschi di Siena sarà determinante per capire quanto Bruxelles è in grado di gestire la ristrutturazione e la riqualificazione di un quadro operativo globale, che è vitale nella concezione banco-centrica creditizia del Vecchio Continente. Il percorso non è dei più facili, complicato dalla dimensione della tutela del risparmio, dalle norme recenti sul *burden sharing*, dai criteri prudenziali e dalle richieste del Meccanismo di vigilanza unico, dalle percentuali sempre più stringenti del CET1. Si tratta di strumenti che porteranno al traguardo di una maggiore stabilità, ma intanto compromettono la redditività degli istituti di credito. La Banca centrale europea (BCE), continuerà ad aiutare acquistando le obbligazioni che molti istituti hanno in pancia, o comunque permettendone una rivalutazione che aiuti i loro bilanci. Ma il supporto può venire anche da Trump. Le sue politiche reflazioniste aumenteranno i margini, mentre l'incentivo delle infrastrutture può avere

riflessi positivi, anche in termini di fiducia, in Europa. Ma anche l'apertura alla Russia può contribuire a creare quel nuovo flusso operativo che l'embargo ha frustrato. Il 2017 sarà l'anno dell'Europa solo se ci sarà un livello di solidarietà tale da favorire una nuova flessibilità nel sistema bancario. E' questo che va monitorato con attenzione, mentre i rischi politici (la Le Pen in Francia?), saranno costantemente da valutare anche in funzione dell'operato di Trump.

Quale politica di investimento per il 2017?

Le aspettative per il 2017 emergono dall'analisi sopra esposta. L'America dovrebbe tornare motore dell'economia mondiale sia per la politica d'investimenti strutturali, che incidono nell'economia reale, sia per l'utilizzo della leva fiscale che favorisce gli utili aziendali e libera risorse per gli investimenti privati. Gli investitori si aspettano quindi crescita economica superiore alla media, più inflazione, utili in aumento. Anche perché queste tendenze si stavano già delineando prima dell'elezione di Trump. Nelle ultime settimane si sono ampliate le esposizioni nel comparto azionario e diminuite quelle nei bond. La domanda da porsi in questo fine d'anno è: quanto è già stato scontato, cioè quanto dell'ottimismo dell'effetto Trump è già nei prezzi degli *asset* finanziari? Le aspettative sono infatti molto alte. E trattandosi di un cambio di paradigma, di pensiero, ma anche d'azione, sono giustificate, se Trump sarà in grado d'imporre la sua operatività. Ma i *price/earning*, aggiustati al ciclo, sono secondo il metodo di Robert Shiller a 28.3, il 70% superiore alla media degli ultimi dieci anni. Che cosa succederà, si ridimensioneranno gli indici, tramite una correzione di borsa, o 5

aspetteranno, mantenendosi in lateralità, che gli utili aumentino? Inoltre la *Federal Reserve*, che non avrà una politica pro-Trump, prevedendo tre rialzi dei tassi l'anno prossimo, potrebbe provocare un eccessivo apprezzamento del dollaro, mettendo sotto pressione la *corporate America*.

La nuova amministrazione si pone obiettivi di crescita economica del 3-4%, malgrado la demografia e la produttività non siano da sostegno. Ma per mettere in campo gli strumenti fiscali all'altezza delle ambizioni bisogna passare dalle istanze politiche: il Congresso, soprattutto per quanto riguarda la spesa pubblica, potrebbe diluirle o comunque ritardarle. E ciò sarà causa di volatilità.

Tutto sommato i *Treasury*, che hanno oscillato tra 1,5% e 3% negli ultimi anni, sono nel loro *range* e, aspettando che le ambizioni di Trump trovino conferme effettive, all'approssimarsi del 3%, tornano tatticamente interessanti, mentre in Europa continua il sostegno di Draghi.

Nel comparto azionario, almeno nei primi mesi dell'era Trump, si assisterà a rotazioni settoriali che dovrebbero sostenere complessivamente gli indici. Il petrolio e i relativi titoli resteranno al centro dell'interesse: combinando la fame per i dividendi alti delle casse pensioni con le aspettative cicliche. Se l'economia mondiale riparte e l'accordo geopolitico con la Russia si concretizza, continueranno a performare anche nel 2017.

I titoli *value* del settore ciclico saranno da privilegiare, come pure i finanziari, soprattutto americani (per gli europei si aspettano conferme che dovrebbero arrivare). Stesso discorso vale per i titoli industriali e tecnologici. Sul farmaceutico resta qualche dubbio. Hanno già scontato la paura di un'aggressiva politica di contenimento dei costi da parte della candidata Clinton, e quindi hanno margini di apprezzamento. Ma il repubblicano Trump, il cui partito storicamente tende a privilegiare il settore petrolifero, non farà eccessivi regali ai *pharma*, anche se la sua voglia di deregolamentare dovrebbe sostenerli. Bisognerà concentrarsi su società che hanno, grazie a specifici prodotti, la forza d'imporre i loro prezzi.

L'oro dovrebbe essere penalizzato in un contesto di tassi in rialzo ed economie che ripartono. Resta comunque, come il petrolio, uno strumento della geopolitica, che potrebbe facilmente rialzare la testa ad ogni incertezza, soprattutto nel confronto Trump-Cina. Stesso discorso per il franco svizzero. La Svizzera è un paese composto da cittadini iper-assicurati e con una forte struttura pensionistica privata. La massa di liquidità disponibile investita sui mercati è enorme. Quando c'è crescita internazionale e stabilità gli operatori finanziari elvetici vendono franco per acquistare strumenti finanziari internazionali. Quando c'è crisi, paura, tendono a tornare a casa e quindi a rafforzare la valuta assieme ai titoli più conservativi dell'indice SMI (Roche, Novartis, Nestlé). In queste fasi di ritorno spesso si affiancano anche gli investitori internazionali in cerca di rifugio, quindi aumentando la pressione al rialzo sul franco. Come l'oro in un contesto di cambio di paradigma, con rischi geopolitici enormi, è da tenere nei portafogli.