



Scenario di Mercato

Scenario Macroeconomico Centrale

I dati delle ultime settimane parlano ancora di economie deboli, soprattutto nelle componenti della produzione industriale o manifatturiera e delle esportazioni. Infatti, dopo la fase di leggero miglioramento si prevede un rallentamento. A fronte di stime “real time” del PIL sotto al 2% nel secondo trimestre, per molti altri dati (consumi, mercato del lavoro e inflazione) il quadro appare ancora sostanzialmente positivo. Rimane così una situazione in cui le aspettative, sebbene non ancora indirizzate verso l’arrivo inevitabile di una recessione, sono deteriorate e anticipano l’andamento presumibile dei dati reali.

Non è solo negli USA o nell’area Euro che si respira aria di un allentamento monetario coordinato e globale. Quasi tutte le principali autorità monetarie sembrano schierate in favore di una nuova ondata di reflazione: Nuova Zelanda, Australia, Cina, Giappone, Corea hanno già iniziato o sono in predicato di farlo di fronte a economie domestiche deboli e con tassi di inflazione considerati troppo bassi. Anche diversi paesi emergenti come India, Brasile, Indonesia, Turchia, Sud Africa e Russia sono pronti a seguire perché hanno problemi di crescita e tassi di interesse reali molto elevati.

I rischi posti dalla fine del multilateralismo

Da un lato per gli USA sia un mercato del lavoro al pieno impiego e con una strisciante pressione sui salari, sia una domanda per consumi positiva sono tipicamente fenomeni che non anticipano mai le svolte cicliche, ma le subiscono e quindi hanno scarsa valenza segnaletica. Dall’altro lato le aspettative e l’umore degli operatori rimangono depresse

per la preoccupazione di una progressiva chiusura dei meccanismi di libero scambio (guerre commerciali e dazi).

Ormai anche i più distratti hanno capito che le posizioni negoziali cinesi e statunitensi non sono di facile composizione, poiché hanno una origine strategica che riguarda il futuro dominio economico-militare attraverso il controllo delle tecnologie più avanzate. I due paesi sono consapevoli che le inconciliabili differenze politiche non possono coesistere con l'attuale sistema di integrazione tecnologica. Non a caso il tema è bipartisan nel Congresso USA, dove repubblicani e soprattutto democratici rimangono silenziosi e di fatto sostengono la Casa Bianca. I dazi commerciali rimarranno a lungo quale primo e più facile mezzo per indebolire economicamente l'avversario, in attesa di vedere chi cederà per primo. La conferma è arrivata anche dal G20 di Osaka, che poteva essere l'occasione giusta per un chiarimento, ma che è stata un chiaro fallimento, non riuscendo a rafforzare un messaggio liberista ed è stata usata solo in chiave mediatica per lasciare che USA e Cina vantassero la ripresa dei colloqui.

Il rischio è che il tramonto del multilateralismo e cooperativismo globale possa mietere nuove vittime, come l'Europa. Oppure che gli USA, come è stato già anticipato da Trump, rifiutino di aprire ad un trattamento commerciale preferenziale per l'Inghilterra nel caso di una hard Brexit, costringendo Londra ad un duro e lungo negoziato per ristabilire le condizioni oggi esistenti. O ancora che i vecchi rancori tra Giappone e Corea del Sud risalenti alla occupazione giapponese avvenuta tra il 1910 e il 1945, portino entrambi a dirigersi verso una progressiva chiusura dei rapporti commerciali.

Con queste prospettive che rabbuiano lo scenario di libera

circolazione delle merci su scala globale, su cui l'attuale struttura industriale (e di alcuni servizi) si basa, e con la potenziale deriva mercantilista, pare comprensibile che le aspettative di ripresa economica non migliorino e lo scenario rimane molto delicato per la crescita economica globale. Se anche gli USA decelereranno con maggior evidenza, si comincerà a parlare di rallentamento sincrono e poi anche di recessione. Per questa ragione da più parti si invoca a supporto l'intervento delle politiche monetarie perché tornino ad essere aggressivamente e globalmente espansive.

Il ritorno dell'espansione monetaria

La FED ha già aperto da mesi la porta ad una riduzione dei tassi d'interesse, che potrebbe accompagnarsi anche alla fine anticipata del Quantitative Tightening. Fino a qualche settimana fa queste misure sembravano legate solo ad un eventuale rallentamento economico, ma oggi sono intese in un'ottica preventiva o assicurativa, visto che l'economia USA fatica ad indebolirsi, ma potrebbe farlo presto. La BCE nelle ultime settimane ha rafforzato il suo messaggio sulla possibilità o necessità di attuare un taglio dei tassi e una ripresa degli acquisti di titoli già dalle prossime settimane.

Certamente le decisioni della FED e della BCE saranno al centro delle maggiori attenzioni, ma non dimentichiamo la banca centrale del Giappone che non mancherà di dare supporto soprattutto quando ci sarà in ottobre l'aumento dell'IVA e la banca centrale cinese che sicuramente continuerà l'azione espansiva ancora per tutto il 2019 per limitare il rallentamento economico.

Ma tutto questo è solo folklore che rischia di nascondere ciò che veramente conta, ovvero che torniamo a giocarci tutto

con un nuovo ciclo di politiche monetarie espansive per scongiurare una futura deflazione e la recessione. I mercati chiedono un aumento del supporto monetario oltre quello che già stanno ricevendo da anni e le autorità monetarie stanno cedendo a queste richieste, quasi fossero sotto ricatto, quando invece i veri problemi sono la fine del multilateralismo e l'assenza delle politiche fiscali. La vera domanda è: tutta questa "agitazione monetaria" servirà?

Efficacia delle politiche monetarie

Nell'area Euro veniamo da cinque anni di tassi negativi e di acquisti di titoli per 2.600 Mld € da parte della BCE. Negli USA la FED ne ha comprati circa 4.500 Mld \$, e per sei anni ha tenuto i tassi vicino allo zero.

E tutto ciò cosa ha prodotto? A livello globale siamo ancora sotto il tasso di crescita potenziale e di trend del 2007, l'inflazione preoccupa perché non raggiunge gli obiettivi e resta vicina alla deflazione e infine i livelli di indebitamento globale sono ai massimi storici.

Negli USA la vera spinta in grado di far salire il PIL è arrivata solo con una riforma fiscale del 2017. Le autorità monetarie e i mercati dovrebbero chiedersi quale sia stata la valenza strutturale del contributo espansivo degli ultimi dieci anni di attivismo monetario, se oggi siamo ancora qui a chiederne l'intervento per uscire dalla palude. Gli effetti concreti sono stati piuttosto una grande inflazione finanziari e un incremento della leva finalizzato alla restituzione del capitale agli azionisti che ha aumentato la concentrazione della ricchezza e delle disuguaglianze senza dare un significativo contributo agli investimenti.

Inoltre, i margini a disposizione delle banche centrali oggi sono più limitati rispetto al 2008 perché il livello dei tassi è

più basso e i titoli in bilancio sono molti. Oggi gli uffici studi delle banche centrali sono alla ricerca di giustificazioni teoriche per modificare gli obiettivi di inflazione o per modificare i mandati istituzionali, in modo da consentire ulteriori forti espansioni monetarie. Ma anche così temiamo che si vada poco lontano e che al margine l'efficacia di tutto ciò sarà limitata. Le banche centrali lo sanno benissimo, ma fingono che non sia così. Dietro le nuove teorie ci potrebbe piuttosto essere il tentativo di valutare la possibilità di ricorrere alle vecchie care svalutazioni competitive per dare maggiore efficacia alle loro azioni.

In realtà le banche centrali non hanno mai smesso di usare i cambi surrettiziamente per rafforzare l'efficacia delle politiche monetarie (vedi ad esempio i tassi negativi). Ma questa volta il livello di concentrazione su misure che indirettamente possono realizzare una spinta ribassista sui cambi rischia di essere più elevato che in passato. Non a caso la BCE più volte ha parlato di tassi più negativi e la Fed di un Dollaro sopravvalutato. Quindi non è lontano il rischio di un confronto sui cambi che sarà realizzato non tanto con interventi diretti, ma con misure indirette che faranno riparlare di guerra valutaria nascosta dietro variegate azioni di politica monetaria domestica.

Anche in questo caso, se, come probabile, tutti si avventureranno nella stessa direzione, l'effetto sarà modesto. La prova l'avremo già entro le prossime settimane, con FED e BCE che probabilmente non riusciranno a spostare di molto l'attuale equilibrio del dollaro.

La giapponesizzazione dell'UE

Nonostante la gravità posta allo sviluppo economico globale dalla “sabbia” buttata negli ingranaggi ben oliati del commercio globale dalla fine del multilateralismo, per gli USA l'inefficacia monetarista è un problema che ha ancora dimensioni limitate grazie alle maggiori munizioni disponibili e alla maggiore dinamicità dell'economia.

Per la UE invece, ingessata da un progetto di unione politica tra paesi eterogenei e nazionalisti che non è mai decollato, si stanno creando i presupposti perché si scivoli progressivamente verso una situazione simile al Giappone, caratterizzata da bassa crescita strutturale, bassa inflazione, tassi di interesse a zero o negativi, monetizzazione de facto del debito pubblico e ampio surplus commerciale dovuto a una domanda interna non cresce più. Se la BCE opterà per i tassi negativi ed una riapertura degli acquisti di titoli, temiamo che le somiglianze tra i percorsi dei due paesi, già molto evidenti, diventeranno fortissime. Il problema resta l'efficacia delle misure monetarie che in Giappone da molti anni non hanno avuto effetti significativi.

Non sorprende quindi che il capo economista dell'OCSE abbia ricordato pochi giorni fa che l'Europa ha bisogno di una politica fiscale più espansiva, dato che oggi l'impulso fiscale è pari a solo lo 0.3% del PIL europeo. Le timide aperture della Merkel sull'utilizzo dell'avanzo di bilancio tedesco per stimolare la crescita potrebbero essere un segnale di una lungamente auspicata inversione di tendenza.

Concludendo

Ovviamente l'idea di un nuovo ciclo di interventi monetari ha elettrizzato e dato nuovo impulso ai mercati finanziari. Sempre più investitori scettici che hanno mancato il rialzo di inizio anno provano a rientrare, cercando di anticipare le mosse delle banche centrali e portando i mercati verso valutazioni più elevate. In parallelo continua la caccia al rendimento che sta progressivamente schiacciando i tassi d'interesse verso lo zero in termini reali (USA), o in territorio ancora più negativo (area Euro). Bloomberg calcola che ci siano in circolazione ben 11.000 Mld € di obbligazioni a rendimenti negativi, una cifra pari al 99% del PIL dell'area Euro.

Anche per le azioni l'effetto è evidente, con le valutazioni a livelli molto elevati: pensiamo ai titoli growth negli USA o al mercato nel suo complesso che, nonostante prospettive di crescita economica globale in discesa, segna multipli di 17.3x (forward P/E), sopra alle medie a 5 e a 10 anni. Inoltre le prospettive di espansione degli utili rimangono deboli se la competizione globale sarà ostacolata dalle guerre commerciali.

Sono già alcuni anni che le imprese USA vedono rimanere sotto il 10% del PIL la quota di profitti totali, senza più crescere, come fatto dal 2000 al 2012, e una buona fetta di questa quota deriva da un numero limitato di colossi aziendali (Facebook, Alphabet, Microsoft ecc.), mentre i nuovi business vincenti faticano a vedere il nero in bilancio (vedi Netflix o Uber).

Al tempo stesso la leva finanziaria complessiva nelle imprese USA è cresciuta molto, arrivando a toccare il 74% del PIL. Infatti, molte imprese hanno accumulato un forte

debito e hanno ridotto il patrimonio netto con i buyback azionari e ora, non riuscendo a far salire i profitti come da business plan annunciati, sono costrette ad abbandonare le operazioni di M&A o a vendere (es. GE, AT&T e Kraft).

Forse nel “New Normal” gli USA dovranno accettare l’idea che i profitti non possono crescere sempre e a dismisura, con o senza l’aiuto delle banche centrali. La soppressione monetaria, creata dalle banche centrali per uscire dalla crisi del 2008, ha alimentato la speculazione e continuerà a farlo, creando fenomeni di mercato poco sani, con valutazioni azionarie coerenti con una forte ripresa economica ciclica che non si vede e prezzi delle obbligazioni che invece scontano scenari recessivi. Ma è difficile dire se le banche centrali vorranno fermare questo trend irrazionale. L’idea di portare a un riequilibrio nei valori in campo e una eliminazione degli attori più deboli è sempre stata giudicata pericolosa per la stabilità finanziaria, perché scatenerebbe volatilità ed una correzione di mercato difficilmente prevedibili e gestibili.

Le banche centrali più avvedute possono solo cercare di affrontare il problema, senza dare realmente l’impressione di volerlo fare, per esempio non cedendo del tutto alle aspettative del mercato e optando per un maggior gradualismo. Sarebbe quindi auspicabile che questo gradualismo delle banche centrali venisse colto con iniziale disappunto dai mercati, portandoli ad una correzione ribassistica che riequilibri le valutazioni finanziarie alle reali prospettive economiche e ci liberi da un eccesso di speculazione. Questa correzione dei mercati che prevediamo già da qualche mese sarebbe salutare.

La sua ampiezza potrebbe anche essere contenuta, dato che il posizionamento di molti investitori professionali è da

tempo scarica di rischio e potrebbe trovare nella correzione interessanti opportunità.

Per questo motivo considerata l'elevata valutazione dei mercati, la possibilità che le banche centrali optino per una nuova reflazione monetaria, e che si verifichino guerre valutarie, crescono le prospettive per l'oro in chiave difensiva. Il metallo prezioso potrebbe tornare di moda, quale rifugio dalla inflazione finanziaria, dalla monetizzazione del debito, e da un futuro che non vedrà chiudersi tanto presto il rubinetto monetario.

Inoltre, crediamo sia opportuno ridurre o mantenere ridotti i rischi in portafoglio, aspettandosi un aumento della volatilità ad ampio spettro e una correzione dei mercati per riallineare le valutazioni alle reali prospettive di crescita economica, nonostante le misure espansive di politica monetaria.



Avvertenze

Il presente documento non costituisce una proposta contrattuale, ma rappresenta lo strumento tramite il quale il promotore finanziario, nella prestazione del servizio di consulenza per conto di Consultinvest Investimenti SIM S.p.A., Le fornisce una raccomandazione personalizzata avente ad oggetto uno o più strumenti finanziari e mediante cui Lei, sottoscrivendolo, potrà impartire la corrispondente istruzione di investimento. Qualora, a seguito della prestazione del servizio di consulenza, Lei si risolvesse a sottoscrivere lo strumento finanziario oggetto della raccomandazione effettuata dal promotore finanziario, prima dell'adesione è pregato di richiedere il prospetto informativo e di leggerlo attentamente.