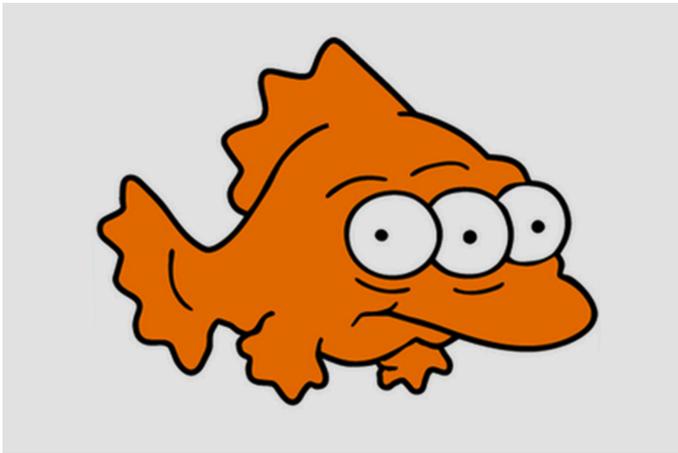




Effetti collaterali



Gli ultimi mesi dell'anno sono dominati dal nervosismo sui listini globali. Le preoccupazioni che tengono in allerta gli operatori non sono poche e la gran parte di queste sarà centrale anche nel nuovo anno. Le incertezze sui rialzi dei tassi da parte della Fed e della Bce, i timori per gli effetti delle guerre commerciali, per la Brexit e per l'esito della partita sulla manovra di bilancio in Italia, hanno appesantito la fiducia degli investitori. A frenare è però anche la fiducia degli imprenditori in Europa e questo nuovo trend probabilmente sta già soffocando la crescita. Proprio su questo fronte si inserisce una paura tutta nuova tra gli operatori, vale a dire quella che la corsa dell'economia americana sia arrivata al capolinea. Le aziende Usa hanno, infatti, macinato utili record in questi ultimi anni e ora sono al loro picco massimo. A questo

punto, la discesa da questi livelli, che è già evidente in altre aree come l'Asia e l'Europa, potrebbe essere inevitabile anche in America.

C'è però anche un altro record americano che inizia a spaventare i money manager ed è quello del debito: sono in forte rosso le aziende, le famiglie e pure le casse del Paese. Le imprese, approfittando dei tassi Fed ai minimi storici, negli anni passati si sono indebitate a livelli mai raggiunti prima d'ora. Oggi siedono su una bomba di debiti da 6.300 miliardi di dollari, il 150% in più rispetto al 2006, vale a dire il periodo pre-crisi. Standard&Poor's ha di recente parlato di «un eccesso che nasconde rischi seri». Certo, le aziende oggi guadagnano molto di più di 10 anni fa, tuttavia i loro debiti sono quattro volte gli utili operativi (nel 2006 questo rapporto non arrivava a tre). E' uno degli effetti collaterali del grande «esperimento» di politica monetaria che le Banche centrali hanno portato avanti in questi ultimi anni: soldi facili per dare benzina alla crescita. Ora la paura è che, rialzando i tassi e quindi il costo del denaro, il meccanismo faccia scintille e finisca per innescare la miccia della prossima recessione globale. Anche il debito pubblico degli Usa è ai limiti ed è in continua crescita. A dirlo è uno



studio previsionale dell’Fmi che ha calcolato in 28.000 miliardi di dollari l’indebitamento Usa nel 2023 (oggi è a 19.000 miliardi). Vuol dire che mentre tutte le economie del G7 stanno riducendo il proprio livello di rosso, l’America di Trump sta spingendo sull’acceleratore e tra cinque anni avrà il più alto rapporto debito/Pil, a quota 116,9% (il nostro Paese sarà subito dietro, al 116,6%).

Con questo grande numero di incognite all’orizzonte è difficile fare previsioni certe. Abbiamo quindi preparato uno **scenario di riferimento a 12 mesi** e altre due ipotesi alternative. Il nostro scenario principale esclude una fase di recessione economica. E’ quel che stimiamo per le principali aree macroeconomiche. Secondo i nostri calcoli, la crescita negli Stati Uniti dovrebbe restare sui livelli attuali, così come pure in Europa. Anche l’inflazione non dovrebbe fornire elementi di preoccupazione, rimanendo sul livello di target della Fed americana. In Europa dovrebbe, invece, avvicinarsi, via via, al livello obiettivo della Banca centrale europea. In questo scenario pensiamo che le due Banche centrali si muoveranno a piccoli passi lungo il percorso già avviato: la Fed continuerà gradualmente a restringere la politica monetaria mentre la Bce darà il via a questo passo nel corso dei

prossimi mesi. Questo per quanto riguarda il quadro sui 12 mesi. Questo panorama cambia se si guarda oltre l’anno. Prevediamo, infatti, che oltre i 12 mesi vi sia la concreta possibilità di un surriscaldamento dell’economia americana dovuto per lo più all’esuberanza del mercato del lavoro. Nel caso si verifichi questa ipotesi, la Fed sarebbe costretta a portare i tassi d’interesse in territorio sempre più restrittivo. Il che indurrebbe una recessione.

Volendo essere più dettagliati, **ci potrebbero essere due scenari alternativi** a quello centrale, con effetti molto diversi sulle varie *asset class*. Il primo dei due, vede la possibilità di un surriscaldamento dell’economia americana già nel corso del 2019. Vorrebbe quindi dire un conseguente ulteriore rialzo dei tassi Usa con un effetto anche sul dollaro che si rafforzerebbe ancora di più. A risentirne negativamente sarebbero tutti i mercati azionari.

La seconda ipotesi, ed è quella che i mercati sembrano suggerirci nelle ultime sedute, è che l’effetto congiunto della fine dello stimolo fiscale e dei passati rialzi dei tassi vadano a determinare uno stop della crescita americana già nella seconda metà del prossimo anno. Questo avrebbe effetti negativi sui mercati azionari ma indurrebbe la Fed a porre fine al ciclo di rialzi e probabilmente rimanderebbe a



data da destinarsi i piani della Bce. Questo cambio di scenario e di aspettative sulle Banche centrali dovrebbero determinare un rally dei bond e far venir meno il sostegno al dollaro dal differenziale dei tassi.

Come muoversi in questo contesto? **Sui mercati azionari**, e in particolare quello americano, l'analisi macroeconomica e quella microeconomica sono concordi su un punto: per ora non ci sono squilibri nei dati fondamentali e nelle valutazioni correnti. Mancano quindi segnali chiari di una possibile recessione in arrivo. Per questo, pur consci della fase di maturità del ciclo economico, non riteniamo giustificata un'aggressiva riduzione del rischio nei portafogli. Ci rafforza in questa convinzione anche l'evidenza che in questa fase i tradizionali «porti sicuri» come i tassi governativi «tripla A», valute come lo yen giapponese e il franco svizzero, così come pure l'oro, non abbiano trovato un convinto apprezzamento da parte degli investitori. Per questo motivo manteniamo le posizioni sui mercati azionari, in particolare su quello americano, e sui basket di titoli diretti, questi ultimi acquistati seguendo temi specifici di tipo micro o settoriale.

A livello geografico nelle parti azionarie l'unico scostamento di rilievo è sui Paesi

emergenti, soprattutto nella componente asiatica, per effetto delle prospettive di crescita degli utili e visti i multipli di valutazione contenuti.

Sulle altre *asset class* manteniamo i convincimenti in essere. **In ambito obbligazionario** su investimenti a tasso variabile, emergenti e *frontier markets*, e su prodotti a filosofia «*total return*» più adatti a fronteggiare questa fase di incertezze sui tassi. **In ambito valutario** privilegiamo la diversificazione e l'esposizione alle valute emergenti.