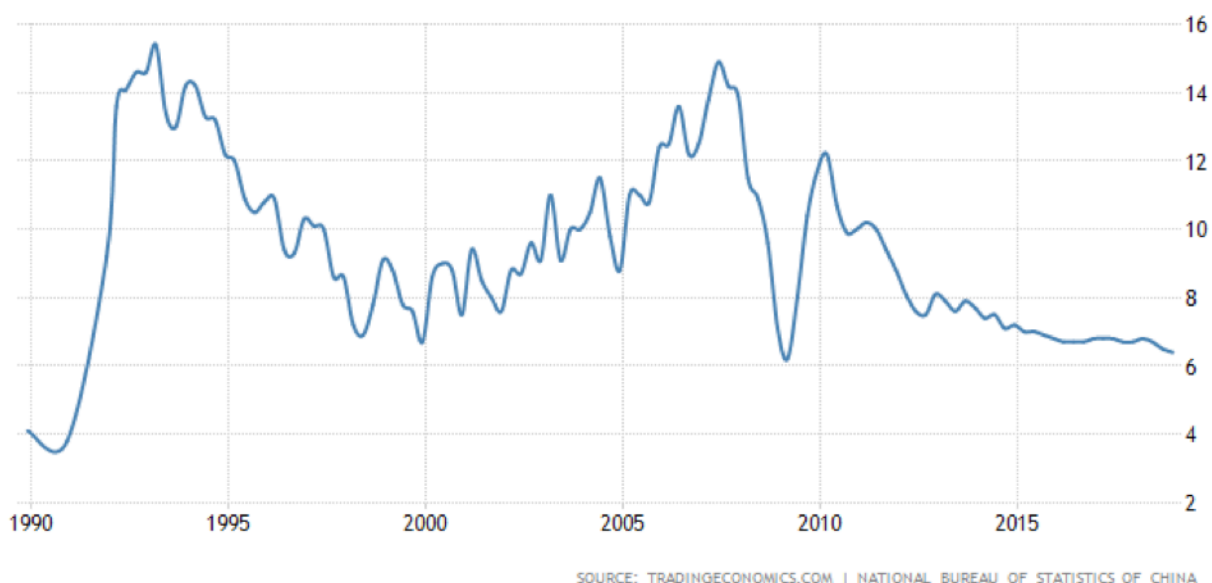


Le Banche Centrali a brache calate

L'inizio del 2019 è stato un periodo molto positivo per gran parte delle borse mondiali con i principali indici azionari che stanno in parte recuperando le ingenti perdite di fine 2018. Tuttavia, se da un lato le "guerre verbali" tra Cina e USA su questioni commerciali hanno assunto toni più pacati, dall'altro lato il rallentamento dell'economia mondiale che si era iniziato ad intravedere a fine 2018, è stato confermato dai dati usciti nelle ultime settimane.

Gli indicatori di sentiment del settore manifatturiero dei mega esportatori Germania e Cina indicano una contrazione dell'attività in gennaio con il PIL Cinese che sta crescendo al tasso più basso da inizio anni 90 e la Germania che potrebbe sperimentare nel prossimo trimestre la prima recessione tecnica dalla grande crisi finanziaria del 2008.

Tasso annuo di Crescita (%) del PIL Cinese



Va purtroppo ancora peggio per l'Italia che è già in recessione tecnica (due trimestri consecutivi di crescita negativa) ed ha gli indicatori congiunturali che restano negativi in gennaio sia per il settore manifatturiero che dei servizi. Francia e UK hanno per il momento un PIL in crescita ma anche qui il trend è in netto rallentamento. In Francia potrebbero avere un grosso impatto nel PIL del primo trimestre 2019 le rivolte sociali dei Gilet Gialli e in UK la Brexit sta assumendo un andamento del tutto imprevedibile e questo sta minando la stabilità del settore dei servizi, il perno attorno al quale si regge l'intera economia britannica. Solo gli USA tra i grandi paesi sviluppati, continuano ad avere una crescita economica solida anche se leggermente inferiore rispetto al 2018.

Il recupero delle borse mondiali non è quindi a nostro avviso dovuto ad un miglioramento delle prospettive di crescita (anche se in parte la stabilità dell'economia americana ha sicuramente aiutato), quanto alle dichiarazioni della Federal Reserve. Nell'ultimo meeting di politica monetaria la banca centrale americana ha annunciato che adotterà un approccio estremamente prudente nei prossimi mesi proprio perché vi è una crescente incertezza sulla salute dell'economia mondiale e di riflesso su quella americana.

Ora i mercati si attendono una pausa nel rialzo dei tassi di interesse americani per tutto il 2019 e molti osservatori pensano che nei prossimi mesi la FED potrebbe anche interrompere le vendite di titoli di stato avviate in novembre 2017 che in gergo si chiamano Quantitative Tightening (QT). Ricordiamo che un rialzo dei tassi di politica monetaria ha un effetto restrittivo sull'economia perché aumenta il costo del denaro delle banche, le quali a loro volta lo prestano a privati ed aziende a più caro prezzo, disincentivando l'erogazione di nuovi finanziamenti. Lo stesso effetto, ma sui tassi a più lungo termine, lo fanno le vendite di titoli di stato che la FED effettua nel QT. Inoltre l'aumento dei tassi di interesse nell'economia diminuisce il valore facciale delle obbligazioni nel mercato secondario e incide negativamente nel processo di valutazione del giusto prezzo teorico delle azioni.

Non sorprende quindi che una possibile interruzione delle politiche restrittive della FED sia stato estremamente positivo per la propensione al rischio degli investitori. È altrettanto chiaro che se la FED è stata così accomodante e l'economia americana è la più forte tra tutte le economie mondiali, anche le altre banche centrali dovranno calare le braghe e dimenticarsi per il momento qualsiasi politica restrittiva.

La BCE per esempio, che in dicembre ha interrotto gli acquisti di titoli di stato (Quantitative Easing, ovvero l'inverso del QT), dovrà dimenticarsi qualsiasi rialzo dei tassi fino a quando Germania e Francia sono sull'orlo della recessione e l'Italia vi è già dentro. Molti pensano già ad un ritorno della BCE al Quantitative Easing o ad altre forme di stimolo come i finanziamenti a lungo termine al sistema bancario (TLTRO) mirati ad incentivare i prestiti alle aziende.

La possibilità di ulteriori stimoli non è oggi prezzata nel mercato, ma la cartina al tornasole per eccellenza della politica monetaria europea potrebbe presto darci notizie a riguardo: il cambio EUR/USD è da metà ottobre inchiodato tra 1,12 e 1,15 e una rottura al ribasso di questo range dimostrerebbe che il mercato inizia a scommettere pesantemente su ulteriori stimoli da parte della BCE.

Tasso di cambio EUR/USD



Tutte queste dinamiche sono a nostro avviso molto interessanti per un altro motivo. Sta diventando sempre più evidente che le politiche monetarie straordinarie delle banche centrali ed in particolare l'acquisto di titoli di stato (Quantitative Easing) sono politiche irreversibili. In sostanza è molto improbabile che in futuro verranno venduti nel mercato i titoli acquistati; da un lato infatti l'effetto sull'economia sarebbe troppo negativo, dall'altro procedendo a piccoli passi, le banche centrali non avranno mai il tempo di liberarsi dei titoli in tempo tra una recessione e l'altra. La FED è il caso più eclatante. Ha comprato circa 3.600 miliardi di dollari di titoli tra 2008 e 2015 per sostenere l'economia americana, ma è riuscita a venderne solo 500 miliardi durante la ripresa attuale, uno dei periodi di crescita senza recessioni più lunghi della storia americana.

Non vi è dubbio quindi che se la FED non riuscirà mai a vendere tutti i 3.600 miliardi di titoli che ha comprato, né la BCE né la Banca of England né la Bank of Japan riusciranno a farlo, dato che in questi anni di vacche relativamente grasse non sono riuscite a vendere nemmeno un titolo.

In futuro quindi, se e quando ci sarà una nuova recessione globale, i nuovi acquisti andranno ad accumulare ulteriore stock di titoli e facilmente e sicuramente le banche centrali mondiali arriveranno a possedere una fetta sempre crescente del debito pubblico del paese dove hanno giurisdizione. Questo in gergo si chiama monetizzazione del debito e può avere degli effetti collaterali.

Da un lato infatti gli acquisti stimolano la crescita, inflazione e sostengono il valore degli asset finanziari. Dall'altro tuttavia creano crescente instabilità nel sistema. I governi, vedendo che il debito pubblico può essere tranquillamente rifinanziato stampando dal nulla moneta, potrebbero divenire degli spendaccioni e promuovere politiche populiste spesso insensate (suona familiare? Italia?). Le banche potrebbero divenire extra aggressive nel concedere prestiti a famiglie ed imprese incentivando investimenti insensati e non profittevoli. Infine, la massa monetaria disponibile nel sistema potrebbe creare delle tensioni inflazionistiche indesiderate, che renderebbero le parti meno abbienti della popolazione più povere in termini reali, alimentando tensioni sociali ed instabilità politica.

Tutte queste dinamiche, che sono comunque lunghi processi piuttosto che sviluppi di breve termine, caratterizzeranno a nostro avviso il prossimo decennio nei mercati finanziari e ci portano a credere che la scelta ottimale per gli investitori sia quella di spostarsi sempre più verso investimenti in strumenti finanziari che abbiano un valore ancorato a dei beni reali e sempre meno verso il comparto obbligazionario.

Intanto, nel breve termine guardiamo attentamente l'EUR/USD, una rottura di 1,12 potrebbe indicare che la BCE sarà costretta a calare le brache ed iniziare nuovamente lo stimolo monetario che ha interrotto meno di 2 mesi fa. L'ennesima riprova che le banche centrali hanno fatto un patto col diavolo dal quale non potranno mai più uscire.