

RIPRESA O DISCESA?

# Tre enigmi per le Borse, in cerca della loro rotta

–di **Dambisa Moyo** | 29 marzo 2017

In questo momento ci sono almeno tre enigmi nei mercati finanziari: tutti e tre offrono un'opportunità per investire al rialzo, ma forniscono anche una ragione per prendersi una pausa in attesa degli eventi.

## Il primo enigma:

*I dati indicano finalmente che l'economia mondiale sta uscendo dal rischio di deflazione globale oppure il rialzo dell'indice dei prezzi alla produzione in Cina è semplicemente un rimbalzo dei prezzi delle materie prime, che potrebbero invertire la rotta?*

Fra tutti i parametri dell'inflazione, l'indice dei prezzi alla produzione (Ipp) cinese è quello che riflette maggiormente lo stato dei prezzi a livello mondiale. Dal momento che la Cina è il maggiore produttore planetario di beni scambiabili a basso costo, il suo Ipp si ripercuote sui prezzi al consumo di tutto il mondo. Ma quali sono le ragioni dell'incremento dell'Ipp in Cina? Per anni è rimasto in territorio negativo, ed era considerato la fonte della deflazione globale, ma a metà 2016 è passato al segno più.

La domanda è se il rimbalzo sia dovuto a effetti transitori come gli incrementi dei prezzi delle materie prime, oppure se sia la prova che l'economia mondiale è tornata in equilibrio, con l'offerta maggiormente allineata alla domanda aggregata.

Questa seconda ipotesi spinge a ritenere che la Cina sia riuscita a colmare in misura rilevante il divario di capacità produttiva, e che il «rimpatrio» della produzione nei Paesi occidentali abbia cominciato a far salire i costi locali, specialmente se uno dei motori della crescita dell'Ipp è l'aumento del prezzo della manodopera nazionale. Indica anche che le spese in conto capitale in Cina stanno risalendo, forse sorrette dall'aumento della spesa pubblica e privata.

Tuttavia, se la tendenza dell'Ipp riflette unicamente effetti transitori, un ammorbidimento dei prezzi delle materie prime a livello mondiale si ripercuoterà probabilmente sugli indici cinesi e mondiali, spingendo in giù l'inflazione.

**Il secondo enigma:**

*Qual è il giusto livello dei rendimenti dei titoli di Stato Usa?*

Gli analisti di mercato tendono a concentrarsi sui tassi nominali, e a guardare se e quanto, per esempio, i rendimenti dei buoni del Tesoro decennali statunitensi cresceranno con gli aumenti dei tassi di interesse della Federal Reserve attesi quest'anno (ipotizzando che non siano già stati scontati pienamente), o se i rendimenti dei titoli scenderanno in caso di rallentamento delle prospettive di crescita. Tuttavia, i rendimenti reali dei titoli di Stato riflettono meglio l'opinione del mercato su quale sarà il livello di crescita reale sostenibile.

Non è però del tutto chiaro perché i rendimenti reali siano bassi. O il mercato obbligazionario è più furbo di tutti gli altri e sta pronosticando (correttamente) una crescita lenta, oppure i tassi di interesse reali sono frenati da tre fattori tecnici (diversi dal fatto che i mercati finanziari non credono nelle prospettive di crescita economica): gli acquisti effettuati nel quadro dell'allentamento quantitativo, le strategie di gestione degli attivi e passivi delle istituzioni finanziarie e l'invecchiamento della popolazione (che privilegia la conservazione del capitale rispetto al rendimento del capitale) sono tutti fattori che limitano i tassi reali. Il terzo di questi tre fattori continuerà a incidere anche in futuro, ma i primi due sono agli sgoccioli e questo potrebbe esercitare una pressione al rialzo sui tassi reali.

Tuttavia, finché i tassi reali rimarranno tanto bassi, c'è un'opportunità di arbitraggio per chi è convinto che l'economia statunitense risalirà, come il Governo e le società di private equity. Prendendo soldi in prestito a basso costo (i tassi reali Usa sono a 50 punti base), possono guadagnare rendimenti reali futuri più alti al di sopra di questo costo del capitale, se l'economia crescerà, in termini reali, sopra al 2 per cento.

**Il terzo enigma:**

*Come dovrebbero interpretare gli operatori di mercato la divergenza tra i mercati azionari – che continuano a registrare una performance superiore, evidenziando un orientamento rialzista – e i dati economici e politici che indicano una notevole incertezza e un clima più ribassista?*

Se è vero che i dati sulla fiducia di consumatori e imprese sono virati in positivo e i multipli di mercato sono ai massimi storici, con l'indice S&P 500 scambiato a livelli quasi 30 volte superiori al rapporto prezzo-utili, è vero anche che il prodotto interno lordo degli Stati Uniti nel primo trimestre arranca a un livello inferiore all'1 per cento. L'euforia dei mercati si basa in larga misura su una confluenza di promesse politiche relative a tagli delle tasse per le imprese, un forte stimolo di bilancio focalizzato sulle infrastrutture e una riduzione della regolamentazione. Tutto questo ottimismo trascura quasi interamente i fattori strutturali alla base della visione ribassista dell'economia mondiale, dalla tecnologia e dalla concomitante sottoclasse di disoccupati alle pressioni demografiche, l'allargamento della disuguaglianza di reddito, l'aumento del debito e il livello relativamente basso della produttività.

**La soluzione entro tre mesi**

I prossimi tre mesi saranno decisivi per fare luce, almeno in parte, su questi enigmi. In particolare troverà risposta un interrogativo chiave: c'è effettivamente una crescita economica di fondo negli Stati Uniti oppure

quella che i mercati azionari vedono come una ripresa dell'attività economica in realtà è soltanto un clima di ottimismo che potrebbe sciogliersi come neve al sole? I casi sono due: o vedremo una convergenza tra i dati delle indagini e sulla fiducia e i dati dell'attività economica reale, oppure non la vedremo.

Probabilmente ci sarà maggiore chiarezza sulla direzione delle politiche Usa, e le tensioni sul prezzo del petrolio tra gli *shut-in* incoraggiati dall'Opec (quando il petrolio è disponibile ma non viene utilizzato) e l'accumulazione di scorte probabilmente si risolveranno. Fino ad allora, tuttavia, chi vincerà il tiro alla fune - tra i fattori strutturali ribassisti e gli spiriti animali rialzisti che potrebbero stimolare maggiori investimenti e supportare una crescita più forte - rimarrà un mistero del mercato.

*(Traduzione di Fabio Galimberti)*

*Dambisa Moyo è un'economista globale autrice di «La carità che uccide: come gli aiuti dell'Occidente stanno devastando il Terzo mondo» e «Winner take all: China's race for resources and what it means for us». Siede nel consiglio d'amministrazione della Barclays Bank, della Barrick Gold, della Chevron e della Seagate Technology.*

© The Financial Times Ltd 2017

© Riproduzione riservata