



A cura di **Mario Cribari**
Head of Investment Strategy and Research, Partner



GOOD TIMES

Gli anni '70 sono tornati prepotenti. Nel mondo, soprattutto in USA (e con l'unica eccezione della Svizzera), esiste ormai un nuovo consenso politico. La politica fiscale è permanentemente espansiva e comanda la politica monetaria nel determinare i livelli desiderati di crescita e inflazione. La parola d'ordine è: crescita nominale elevata. L'unica in grado garantire la sostenibilità del debito, il consenso elettorale e la percezione di benessere. In quest'ottica il vecchio target di inflazione del 2% non ha più alcun senso. Se l'operazione riesce lo scenario è certamente di risk on. Esistono è vero gravi possibili effetti collaterali ma fino ad ora chi non ha accettato di "ballare" è ancora lì seduto su una sedia a guardare...



Scenario Macro

Negli USA, e nel mondo, esiste ormai un nuovo consenso politico. La politica fiscale non è più emergenziale ed anticiclica ma permanentemente espansiva. I deficit strutturali sono ormai superiori al 5% del PIL, i tagli fiscali sono resi permanenti, sono fortemente incentivati gli investimenti (difesa, industria, IT), soffia dovunque un nuovo vento di deregolamentazione. Le politiche tariffarie di Trump mirano ad incassare extra-gettito e a stimolare il reshoring

L'obiettivo è esplicitamente quello di mantenere una crescita nominale elevata (5-6%) al fine di: erodere il livello del debito, mantenere consenso elettorale e percezione di benessere, aumentare il gettito fiscale. Ciò significa che, a fronte di salari in crescita del 3.9%, **l'inflazione sotto al 3% non sarà più combattuta ma auspicata. Un tale tasso di inflazione è più «digeribile» dell'austerità fiscale, di una recessione o di un aumento ulteriore dei tassi di interesse**

Per questo motivo l'amministrazione americana è poco preoccupata dell'impatto delle tariffe, considerate one-off e non pervasive, soprattutto se, come possibile, l'aumento della componente «goods» sarà parzialmente compensata da quella «services» (affitti)

Riguardo al mercato del lavoro, che è la nuova variabile chiave individuata dalla Fed, **la politica del «no hire, no fire» è prevalente e se sommata alle politiche migratorie di Trump dovrebbe mantenere l'occupazione relativamente stabile.** Facciamo notare che il nuovo direttore del BLS, nominato da Trump ed in attesa di ratifica del Senato, si occuperebbe anche delle pubblicazioni dei CPI...

La «ciliegina sulla torta» sarebbe costituita da una riduzione dei tassi di interesse. E vissero tutti felici e contenti. **La FED è l'unica variabile non controllata (ancora) che potrebbe rovinare la nuova strategia di alta crescita di Trump.** Ecco spiegato il suo tentativo di «arrocco»

Gli effetti collaterali di questo approccio potrebbero tuttavia essere molto pericolosi: eccessiva svalutazione del dollaro (in parte attivamente auspicato), **una impennata dei tassi a lunga, perdita di credibilità della FED e del sistema America**, forte impatto sul consumo delle famiglie povere americane con ulteriori tensioni e polarizzazioni

In poche parole, **la fiscal dominance comanda la politica monetaria e determina i livelli desiderati di crescita ed inflazione**



L'economia cinese è ormai in una fase di relativa maturità, pur crescendo a ritmi ben superiori di altre economie mature. Non possiamo aspettarci misure di sostegno clamorose. Piuttosto **riteniamo che un accordo ragionevole con gli USA sulle tariffe sia possibile ed auspicabile**. Alla fine, la Cina ne uscirà meglio della «ex-amica» americana, l'India

Politica monetaria

La FED, pur riluttante, sarà costretta ad accettare il cambio di paradigma politico: la stabilità dei prezzi non è più la priorità assoluta ma è subordinata alla crescita nominale e alla gestione del debito. Il discorso di Powell a Jackson Hole lo dimostra: il governatore ha tentato di mascherare una politica monetaria in sostanza più espansiva nel breve con una forma hawkish di abbandono dell'«average inflation targeting» a lungo termine

L'indipendenza della FED è a rischio, in ogni caso lo stesso Powell ha segnalato un importante cambio di visione della FED a breve. Salvo sorprese estreme nei dati di settembre e ottobre, **siamo alle soglie di un nuovo ciclo espansivo**

La BCE i tagli li ha già fatti mentre la povera BNS disperata non può che sperare in una svegliata da parte dell'assonnato **Palazzo Federale che è l'unico al mondo a non aver capito il nuovo mantra politico mondiale. Le conseguenze negative non tarderanno ad arrivare**

Azionario

Il mercato ha pienamente sposato l'ipotesi, possibile anche se non certa, **del soft landing**: tassi in ribasso, economia sostenuta, inflazione più alta del 2% ma gestibile, utili in crescita, politiche market friendly, il picco dell'incertezza sulle tariffe alle spalle

Il mercato americano, tuttavia, presenta valutazioni che rasentano la perfezione, pur nel migliore degli scenari. **Per questo motivo da tempi non sospetti predichiamo diversificazione su paesi e settori meno tirati**. A ciò si aggiunge la componente della reflazione nominale che favorisce in genere i **value/cyclicals/small cap**, come **gli industriali, i base materials, l'energy** a cui aggiungerei i **finanziari**, favoriti dallo steepening della curva, e soprattutto i pharma che nonostante il pessimo newsflow è fortemente dislocato

Dalla tecnologia non si può restare completamente fuori. L'AI è probabilmente sopravvalutata nel breve ma è fortemente sottovalutata nel lungo e la musica potrebbe durare ancora per un po'. Senza esagerare vale la pena rischiarsela e ballare

A livello geografico continuano a piacerci gli EM: **Cina, alcuni paesi asiatici, il Lat-Am, Est Europe**

L'Europa, una volta fatto fuori il fardello dei due guerra fondai Macron e Von Der Leyen, **sarà favorita da: valutazioni ragionevoli, maggiore integrazione, meno regolamentazione, fine dell'austerità, fine del deleveraging del settore privato e delle banche, forza dell'euro**

Obbligazionario

Se questo scenario base regge è impossibile non assistere ad un forte steepening della curva a cui potrebbe aggiungersi, nel caso americano, un extra derivante dalla diminuita credibilità della FED. **Evitare i governativi occidentali a lunga e riempirsi come tacchini di EM anche local**

Valute e materie prime

Il dollaro resterà debole, al di là di oscillazioni di breve, **anche se un dollaro troppo debole rappresenterebbe** una spia allarmante per molte altre asset class, **un rischio sistemico**. Se la situazione non precipitasse potremmo assistere ad una nuova stabilizzazione nel medio termine

Da favorire le valute emergenti e, con tanta pazienza, lo Yen che magari non parte, ma se partisse non si avrebbe neanche il tempo di rincorrerlo

Le materie prime sono gli hard assets per eccellenza, favoriti da uno scenario di reflazione nominale. Quelle energetiche sono praticamente «regalate»

L'oro è il Re degli hard assets e va accumulato su ogni correzione. Diffidare fortemente dalle imitazioni (che non siano gialle...)

