

SCENARI | **NEW NORMAL**

# Prepararsi alla **PARTITA** Le nuove regole dei mercati

Come sta andando davvero l'economia globale e cosa accadrà nei prossimi mesi sui mercati finanziari? Lo abbiamo chiesto a un panel di esperti invitati all'Asset Management Tv Week - Winter Edition di Le Fonti Tv

Leopoldo Fiore

Le incertezze sulle economie globali sono all'ordine del giorno. Banche centrali con atteggiamenti e dichiarazioni differenti, che ricordano la possibilità di tapering e poi lo rimandano; la situazione in Medio Oriente che è tornata a scaldarsi; timori per nuove ondate di covid-19 e nuovi lockdown. Come sta andando davvero l'economia globale e cosa accadrà nei prossimi mesi sui mercati? Nella tavola rotonda che ha aperto l'Asset Management Tv Week - Winter Edition di Le Fonti Tv, **Maria Paola Toschi**, market strategist di J.P. Morgan Asset Management, **Stefano Castoldi**, head of multi-asset strategies di Amundi, e **Carlo Benetti**, market specialist di Gam Italia, hanno analizzato il contesto attuale e gli scenari di mercato.

Siamo davanti a una fase di ulteriore cambiamento, sono cambiate tante cose rispetto a un anno fa, si sta cercando di tornare alla normalità. Sicuramente è una normalità nuova, diversa. E allora a fronte a questa evoluzione, i mercati come stanno reagendo?

**TOSCHI** I mercati stanno reagendo bene. Abbiamo avuto un anno particolarmente brillante, seppur con qualche eccezione. Abbiamo visto che la ripartenza dopo la fase di lockdown è stata molto forte, più forte delle attese, in virtù soprattutto di quella serie di interventi e di misure di sostegno che i principali governi hanno introdotto e che sono state molto efficaci. Nel secondo trimestre di quest'anno abbiamo visto un rimbalzo dell'economia particolarmente forte. Dobbiamo ricordarci che quando siamo entrati in recessione, le economie erano ancora molto forti e hanno mantenuto una serie di elementi di forza che hanno consentito una ripartenza molto veloce. Nel terzo trimestre abbiamo visto qualche segnale di rallentamento, che può essere fisiologico dopo una ripartenza così forte. Ma soprattutto è emerso che questo rallentamento si verifica sul lato dell'offerta, che continua a sperimentare una serie di limiti e di vincoli legati alla supply chain globale che fatica a riprendersi. Per contro vediamo una domanda che resta particolarmente forte. Questa situazione ci fa pensare che non ci siano quei rischi di stagflazione di cui ogni tanto sentiamo parlare. Una volta che verranno ripristinati dei canali di fornitura più efficienti, ci sarà ancora parecchio spazio per una crescita dell'economia.

Stiamo vedendo un calo dei tassi di risparmio, che erano cresciuti in maniera anomala durante la pandemia, ma stiamo vedendo anche una ripartenza degli investimenti pubblici e

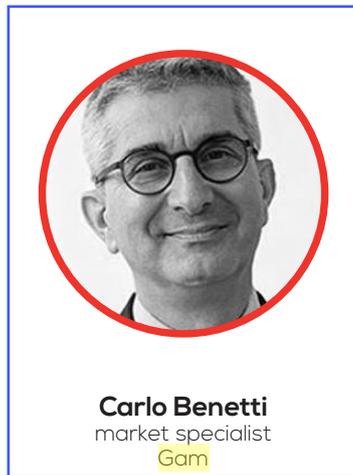
privati, cosa che rende la ripartenza molto più sostenibile e credibile nel tempo. Il rovescio della medaglia è legata al trend di inflazione. Il tema è: quanto sarà transitoria, quanto durerà questo contesto? È possibile che l'inflazione possa durare un po' di più rispetto a quelle che erano le aspettative iniziali, proprio perché è generata dallo shock di offerta in un momento in cui la domanda è particolarmente forte. Pensiamo che la nuova normalità gradualmente ripristinerà i canali della catena di fornitura a livello globale e questo dovrebbe attenuare la crescita dell'inflazione che ha caratterizzato quest'ultimo periodo, con ripercussioni sui tassi.

Parliamo di Stati Uniti, dove c'è un nuovo presidente, Joe Biden, ufficialmente in carica ormai da quasi un anno, con una politica molto differente da quella del suo predecessore, Donald Trump...

**CASTOLDI** Ritornando a Trump, non si può certo dire che dal punto di vista dei mercati finanziari la sua presidenza non abbia avuto effetti rilevanti, sia in positivo che in negativo. In positivo ricordiamo ad esempio, nel 2017, il taglio delle tasse che diede una fortissima spinta positiva al mercato azionario; in campo negativo ricordiamo, nel 2018, l'improvvisa introduzione delle tariffe alla Cina che ha contribuito poi ai ribassi dei mercati nella seconda parte di quell'anno. La presidenza Biden è improntata a obiettivi e strategie completamente diversa, anche se



**Maria Paola Toschi**  
market strategist  
J.P. Morgan Am



**Carlo Benetti**  
market specialist  
Gam

sul tema della Cina in realtà c'è una notevole continuità. Sul fronte della politica fiscale, Biden non ha scelto la strada del taglio delle tasse ma la strada diametralmente opposta che è quella dell'aumento della spesa pubblica. Ci sono due importanti programmi che connotano molto fortemente la sua presidenza: un piano da 1.000 miliardi di dollari di investimenti in infrastrutture, che ha un ampio supporto sia tra i democratici che tra repubblicani, e un piano da 3mila e 500 miliardi in progetti di natura sociale ed ecologica, che invece trova molta opposizione anche all'interno del partito democratico. E con ogni probabilità verrà ridimensionato. In ogni caso entrambi questi programmi hanno dimensioni molto importanti e potrebbero avere un effetto positivo sull'economia americana e quindi anche sui mercati.

Restando in tema Usa, c'è una parola che ci sta accompagnando oramai da un anno: tapering...

**BENETTI** Il presidente della Fed, Powell, ha preparato per tempo i mercati. Ha evitato l'errore di Bernanke: non credo di essere l'unico a ricordare quel 22 maggio del 2013 quando le dichiarazioni dell'allora presidente della Fed al Congresso presero tutti di sorpresa e scatenarono il panico. aDi recente però il registro comunicativo di Powell si è inasprito, ha parlato con maggiore chiarezza dei colli di bottiglia nell'offerta destinati a durare più a lungo e di un'inflazione più

alta destinata a rimanere più a lungo. La promessa del tapering sarà mantenuta, ma secondo noi sarà un long goodbye, per riprendere il titolo di romanzo di Chandler, un lungo addio alle politiche espansive, perché la ripresa economica globale resta improntata alla positività ma il momentum sta perdendo forza, ci sono diverse fragilità, le insufficienti somministrazioni dei vaccini nelle economie emergenti, i consumi che flettono, il calo della fiducia di imprese e consumatori sul rischio che appunto le nuove ondate di varianti covid possano ulteriormente allungare i colli di bottiglia. Ecco, in questo scenario i banchieri centrali segnalano l'approssimarsi di un nuovo corso della politica monetaria. Nel passato la banca centrale americana ha dato prova di flessibilità, ecco in questo momento, in questo crocevia, l'annuncio di un'inversione di marcia delle politiche monetarie coincide con un cambiamento anche nel momento della ripresa: siamo ancora



La promessa del **tapering** sarà mantenuta, ma sarà un **lungo addio** alle politiche **espansive**, perché la ripresa sta **perdendo forza**

nell'anno di Dante e verrebbe da dire "banchieri centrali qui si parrà la tua nobilitate", cioè saggeremo la vostra flessibilità, la vostra capacità di cambiare idea, perché uno dei maggiori rischi di scenario a nostro avviso è un errore di policy nelle politiche monetarie.

Un'altra situazione che mantiene alta la soglia dell'attenzione degli investitori è il crollo di Evergrande in Cina. Quali impatti possono esserci davvero sui mercati e come deve

**comportarsi l'investitore a fronte di questo rischio?**

**TOSCHI** Possiamo aspettarci che continui a esserci forte attenzione, non solo su questo operatore e sui suoi prossimi passi, ma in generale sul settore dello sviluppo immobiliare che è un settore molto importante per la Cina. Gli investimenti negli ultimi anni sono stati molto forti in conseguenza del processo di urbanizzazione che è in corso e che si lega al tema dell'espansione della classe media che caratterizzerà ancora le dinamiche particolarmente forti in termini di consumi di questo paese. Crediamo quindi che la situazione di Evergrande continuerà a essere fortemente monitorata dalle autorità locali - governo ma anche Banca centrale - che stanno portando avanti un processo per gestire in maniera più ordinata questa possibile fonte di rischio. Ci aspettiamo possibili annunci sia in termini di ridimensionamento di questo operatore, anche se sappiamo che è un processo non semplice, ma soprattutto ci aspettiamo una più attenta regolamentazione in futuro, con l'introduzione di un maggiore controllo soprattutto sui bilanci di questi operatori. Tutto questo secondo noi si inquadra nella logica, fortemente emersa in quest'ultimo periodo, di uno sviluppo più ordinato della Cina, basato anche su concetto di prosperità diffusa che il presidente Xi Jinping ha continuato a ribadire nell'ultimo periodo e che sta ispirando tutte le regole comportamentali e le nuove procedure e

regolamentazioni. Regole che hanno preoccupato i mercati e hanno contribuito a una sotto performance degli indici cinesi quest'anno. crediamo però che questa situazione di incertezza di breve periodo stia creando le basi per uno sviluppo che possa essere più sicuro, più regolamentato più controllato. Pensiamo che le potenzialità offerte proprio da queste dinamiche strutturali - attenzione anche ai temi energie, perché ricordo che la Cina ha posto l'obiettivo di zero emissioni al 2060 - forniranno grandissime opportunità che controbilanciano enormemente i rischi e la volatilità che abbiamo visto quest'anno. Credo infine che probabilmente molte delle incertezze e delle preoccupazioni degli investitori siano già in parte incorporate nei livelli di valutazione, soprattutto se li consideriamo non solo a livello assoluto ma anche a livello relativo rispetto ad altri mercati. Il contesto di lungo periodo resta ancora estremamente affascinante e vede una Cina sempre più presente a livello globale, con una possibile superamento dell'economia americana nel prossimo decennio. Insomma il rischio più forte per l'investitore è quello di non essere presente su questo mercato, pur nella consapevolezza che ci saranno ancora periodi di volatilità, proprio in funzione dei fortissimi cambiamenti che la Cina sta affrontando.

**Restiamo in Cina, che nell'ultimo anno ha avuto una crescita a due cifre. È giusto parlare ancora di pa-**



**Stefano Castoldi**  
head of multi-asset  
income strategies  
Amundi Sgr

**ese emergente? E quali sono le prospettive di crescita per i prossimi anni?**

**CASTOLDI** La Cina è un paese che da un punto di vista economico è ancora a metà del guado. Sta organizzando già da tempo una transizione della propria economia dall'essere un'economia tipica di un paese emergente, quindi basata sulle esportazioni e sugli investimenti in infrastrutture, verso una struttura più tipica di un paese sviluppato, dove l'economia è trainata è composta soprattutto da consumi e servizi. La conseguenza è che la crescita potenziale andrà un po' ridursi, è un effetto del tutto naturale perché è impensabile che maturando un'economia possa continuare a crescere come quando era agli albori del proprio sviluppo. Anche in campo finanziario è in una fase di transizione e ha grandi ambizioni: sta aprendo i propri mercati del capitale e ha ambizioni sia per la propria valuta che per i propri titoli di stato.

La valuta, nelle intenzioni delle autorità cinesi, dovrà diventare una valuta di riserva internazionale; i titoli di stato hanno l'ambizione di diventare l'ancora di stabilità e di sicurezza per la regione, un po' quello che i bund tedeschi sono per l'Europa o i titoli del tesoro americani per tutto il mondo. Cosa possiamo aspettarci ora? Il compito più grosso che le autorità hanno di fronte nei prossimi anni è quello di conciliare queste grandi ambizioni di crescita e di apertura con la chiara volontà di mantenere un presidio forte e autoritario sull'e-

conomia. Ecco, è proprio questo che rischia almeno nel breve termine di spaventare e ha spaventato quest'anno gli investitori. La forte regolamentazione di molti settori dell'economia può essere giustificata con gli obiettivi di sostenibilità ed eguaglianza, però quest'anno ha avuto l'effetto di allontanare gli investitori. Quello che è certo è che in una prospettiva più di lungo termine la Cina sicuramente rimarrà uno dei motori se non il motore principale della crescita economica globale. E gli attivi finanziari cinesi diventeranno sempre più imprescindibili nella composizione di un portafoglio globale e diversificato.

**Torniamo in Europa.** Dopo anni all'inseguimento dell'obiettivo di un'inflazione al 2%, questa da qualche settimana si è impennata. Quali saranno le ripercussioni e quali strumenti ha la Bce per mitigarne l'effetto?

**BENETTI** Dagli anni Settanta l'inflazione era sparita completamente dai radar. Ora invece è ritornata a farsi vedere. Anche se la struttura del sistema economico europeo è molto diversa da quello americano, l'inflazione ha delle caratteristiche comuni e il maggiore responsabile dell'incremento dell'inflazione nel vecchio continente è stato il brusco innalzamento dei costi dell'energia. Sono due i motori che spingono l'inflazione: l'aumento dei costi delle imprese e le aspettative future. Abbiamo avuto un aumento dei costi delle imprese ma per effetti esogeni



Il punto **focale** su cui si concentra l'**attenzione** dei mercati è il passaggio del **testimone** dalla politica **monetaria** alla politica **fiscale**

(energia e componenti), ma i salari non sono ancora aumentati e l'inflazione diventa preoccupante proprio quando i salari aumentano ma non aumenta la produttività. Per il momento questa spirale temibile prezzi/salari/aspettative che l'Italia ha conosciuto nella seconda metà degli anni Settanta è ancora lontana. Non bisogna però perdere di vista che il punto focale su cui si concentra l'attenzione dei mercati è il passaggio del testimone dalla politica monetaria alla politica fiscale.

Politiche fiscali in Europa significa il Next Generation Eu che da noi prende la forma del Pnrr. Ora la nuova architettura della politica fiscale in Europa nel dopo Merkel è il grande punto di domanda. Perché si interseca l'agenda economica con quella politica. C'è il nuovo governo da formare in Germania, ci saranno le elezioni in Francia e c'è l'appuntamento in Italia con la fine del settennato di Mattarella. I prossimi mesi saranno interessanti da vivere e da osservare.

**Quali sono le aree a livello globale che potrebbero essere trainanti per la crescita economica, quali i paesi in cui porre maggiore attenzione nei prossimi mesi?**

**TOSCHI** Vedo alcuni temi che potrebbero guidare l'andamento sia dell'economia sia dei mercati. La situazione è ancora favorevole per i mercati azionari. Il ciclo economico potrebbe continuare a espandersi, pur con questi segnali di moderazione che abbiamo visto, e ci sono alcuni temi che potrebbero essere d'interesse. Uno è legato proprio alla nuova normali-

tà post covid. Ci sono alcuni settori che potrebbero essere premiati più nel breve, quelli che sono stati fortemente penalizzati dai lockdown che in parte hanno recuperato ma ancora non sono tornati ai livelli pre pandemia; i settori legati al mondo dei servizi, dei trasporti, del turismo. C'è poi un altro tema: in questa fase di pressioni inflazionistiche, con i tassi in rialzo, ci sono alcuni settori che sono favoriti, quelli ciclici ma anche quelli value, tra cui soprattutto i finanziari. C'è un terzo settore molto importante, legato al tema della sostenibilità. Sarà sempre più centrale e sarà sempre più importante riuscire a individuare gli operatori vincenti e perdenti in questo contesto.

Tra i settori che nell'ultimo periodo hanno registrato i maggiori risultati in termini di crescita ci sono quello farmaceutico e quello della tecnologia. Con il ritorno alla normalità dobbiamo aspettarci che rallenteranno e magari lasceranno spazio ad altri?

**CASTOLDI** Quando si verifica uno shock recessivo, e lo scoppio della pandemia ne è il classico esempio, è chiaro che la crescita diventa un bene estremamente scarso, per cui quelle aziende e quei settori che sono in grado di offrirla diventano preziosissimi. E si apprezzano in Borsa perché tutti gli investitori vi si riversano. Chiaramente poi, come abbiamo visto nelle fasi successive, con l'arrivo dei vaccini e con le riaperture, c'è stata una violentissima

ripresa ciclica delle economie, per cui tutti quei settori dalla natura appunto ciclica che erano stati fortemente penalizzati hanno avuto invece delle performance relative molto buone insieme alla ripresa del ciclo economico. Questo è stato molto vero nella prima parte di quest'anno, poi la crescita ha iniziato a desiderare, sempre buona ma su ritmi inferiori, le carte si sono un po' mischiate, i trend sono un po' meno chiari. La tecnologia credo che abbia ancora delle frecce al proprio arco: la crescita c'è e ci sarà. È un settore che ha sempre valutazioni molto elevate, è ancora interessante e può occupare un buon posto nei portafogli, ma forse non spingendone al massimo il peso. Lo stesso vale anche per il settore farmaceutico, sia pur con motivi completamente diversi: è un settore che offre, soprattutto per le grandi aziende, delle valutazioni borsistiche molto interessanti, ma su di esso grava un rischio di tipo politico, perché il partito democratico negli Stati Uniti potrebbe introdurre delle penalizzazioni dei tetti ai prezzi dei farmaci. Anche in questo caso ci sono motivi di interesse tuttora validi che però in questo momento non ci sentiamo di spingere al massimo.

I due settori che invece in questa fase sono maggiormente promettenti, sono quello bancario, perché oltre a beneficiare della ripresa ciclica ha anche un beneficio diretto dalla fase attuale di incremento dei tassi di interesse, e il settore dell'energia, con i titoli petroliferi trainati dal prezzo del petrolio e con lo spazio per ulteriori apprezzamenti.

**Si deve ancora scontare quanto è successo oppure il peggio l'abbiamo messo le nostre spalle?**

**BENETTI** Tendo a essere piuttosto diffidente verso espressioni come ritorno alla normalità, perché la freccia del tempo scorre inevitabilmente in avanti. Nessuna restaurazione nella storia ha mai funzionato, non dopo il congresso di Vienna che ha preparato i moti del 1848, men che meno ha funzionato il Trattato di Versailles nel 1919. Non torneremo a una normalità, ma andiamo verso una nuova condizione. Per quanto riguarda l'altra espressione, «il peggio è alle spalle», lo si diceva anche nel primavera del 2008. Autorevoli commentatori dicevano il peggio alle spalle, a settembre arrivò il crollo di Lehman Brothers. Il futuro giace sconosciuto nel grembo di Giove.

Noi siamo a un crocevia della storia. Le disruption nelle transizioni energetica e digitale, le dinamiche demografiche tra un nord e un sud del mondo, il passaggio della Cina dalla filosofia del «to get rich si glorious» di Deng Xiaoping, che è durata per 30 anni, alla «common prosperity» di Xi Jinping, con tutte le conseguenze che ne derivano. Allora più che delle previsioni invito tutti a preoccuparsi e a focalizzarsi sul metodo. La diversificazione delle attività è un valore importante per costruire portafogli resistenti alle temperie dei mercati, ma ricordiamo anche che in quest'ultimo periodo la diver-

sificazione tradizionale tra azioni e obbligazioni si è deteriorata, perché rispondono al cambiamento di scenario nello stesso modo. Insomma, dobbiamo ripensare il metodo e andare a cercare valore in una diversificazione originale, con strategie alternative per quanto possibile, neutrali per quanto possibile alla direzionalità delle classi di attivo tradizionali.

Viene il dubbio che i mercati siano sempre più in un rapporto di dipendenza dalle scelte delle banche centrali. Torneranno mai ad avere un ruolo più consueto? come verranno recepite dai mercati le mosse verso la normalizzazione?

**TOSCHI** Le banche centrali in effetti hanno un po' perso autonomia e indipendenza. Ma dovranno continuare a creare un contesto favorevole, per alimentare la ripartenza degli investimenti. E dunque dovranno continuare a mantenere un contesto di tassi bassi. Anche a discapito dell'indipendenza. La politica monetaria è vista sempre più al servizio di questa nuova era di investimenti infrastrutturali.

**CASTOLDI** La portata delle misure di politica monetaria che sono state introdotte dalla Lehman in poi e dalla pandemia in poi, sono di dimensioni tali che è impensabile immaginarsi un ritorno alla situazione precedente, almeno nel nostro orizzonte temporale. Quello di cui stiamo parlando quando nominiamo il tapering o la normalizzazione delle politiche moneta-



«Il **peggio** è alle **spalle**», lo si diceva anche nel **primavera** del 2008. A **settembre** arrivò il **crollo** di **Lehman Brothers**

rie sono dei primi timidissimi passi, con le banche centrali che alzano un pochino il piede dall'acceleratore ma nulla di più. Se questo è quello che succederà allora direi che i mercati l'hanno già ampiamente metabolizzato e non mi aspetto conseguenze di rilievo, viceversa dobbiamo sempre tenere gli occhi aperti sull'inflazione perché qualora il rientro dell'inflazione tardasse a manifestarsi o non rientrasse è chiaro che le banche centrali sarebbero forzate ad avere un atteggiamento più aggressivo che questo sì non è scontato dai mercati e allora avremmo delle conseguenze negative.

**BENETTI.** Mervyn King, l'ex governatore della Bank of England, diceva che il mestiere del banchiere centrale deve essere noioso, deve stare dietro le quinte. Dal 2008, invece, i banchieri centrali stanno sul palcoscenico e sono attori protagonisti. Credo che siamo però in una sala degli specchi, i mercati guardano e scrutano con acribia quello che fanno i banchieri centrali, ma a loro volta i banchieri centrali guardano cosa può accadere sui mercati, quali possono essere le ricadute delle loro scelte: ecco questo è un pericolo. Noi non vedremo tornare i banchieri centrali a fare un mestiere noioso nel giro di pochi anni. Credo che le politiche monetarie continueranno a essere protagoniste, sarà un lungo addio (tra l'altro il romanzo di Chandler finisce dicendo che il modo per dire loro addio non è stato ancora inventato). Il tempo scorre non resta che aspettare.