

# PREVISIONI MERCATI USA 2019

Di Paolo Compagno

30 Dicembre 2018

Le previsioni sui mercati Usa per il 2019 partono da un ragionamento che trova le sue radici nella crisi finanziaria del 2008/09. Quest'ultima, partita dai mutui sub-prime, ha poi dimostrato la fragilità del sistema finanziario a causa di un uso eccessivo della leva da parte sia del sistema bancario, ma anche dalle aziende in generale.

La crisi è stata “risolta” grazie ad un ulteriore uso della leva finanziaria che ha portato alla situazione attuale, dove debito e leverage sono maggiori rispetto ai livelli dell'ultima crisi. La Federal Reserve Americana, prima, seguita poi dalle principali Banche Centrali Internazionali, Europea, Giapponese, Cinese e Svizzera hanno abbassato i tassi internazionali a zero o addirittura sotto lo zero e hanno inondato il sistema finanziario di abbondante liquidità. Poi sono cominciate le politiche di *QE*, cioè di *quantitative easing*, dove le banche centrali andavano a comprare strumenti finanziari sui mercati per aumentare la disponibilità di liquidità per gli operatori.

L'obiettivo dichiarato dalla Fed era quello di creare un *wealth effect* (effetto ricchezza) tale da innalzare i prezzi dei principali asset finanziari: mercato azionario, immobiliare e obbligazionario (tassi bassi nelle obbligazioni risultano in prezzi alti delle obbligazioni stesse). Questa bolla nei vari *asset prices* aveva l'obiettivo di portare le aziende ed il pubblico Americano ad indebitarsi ulteriormente, a consumare per creare questa finta ripresa economica degli ultimi anni, se non finta, almeno apparente.

Le aziende hanno usato i tassi d'interesse a zero per emettere ulteriore debito e nella maggior parte dei casi usandolo non per investire in progetti a lungo termine o ristrutturazioni aziendali, ma per ricomprare le proprie azioni, andando ad innalzare ulteriormente i corsi azionari.

I privati hanno aumentato il loro debito privato per finanziare i loro consumi e non per aumentare il tasso di risparmio; quest'ultimo è, infatti, ai minimi storici. Gli Americani hanno acceso ulteriori debiti usando come collaterale la propria casa o il proprio portafoglio azionario, per andare a finanziare un consumo al di là delle proprie possibilità.

Gli Stati hanno avuto la possibilità di finanziarsi a tassi artificialmente bassi, che non rispecchiavano la situazione economico-finanziaria delle Nazioni. Questo ha portato ad un problema di *moral hazard*, dove anche gli Stati non si sono preoccupati di diminuire il debito e fare le riforme necessarie, ma hanno fatto esplodere i deficit di bilancio e il debito pubblico, soprattutto negli USA.

La cigliatina sulla torta è arrivata, poi, con l'elezione di Donald Trump nel Novembre 2016, che durante la sua campagna elettorale dichiarava che la situazione in borsa era una *big, fat and ugly bubble* (una grossa, grassa e orrenda bolla). Una volta salito in carica, però, si è fatto artefice di questa bolla e grazie alle sue promesse ha dato l'ultima spinta ai mercati, sebbene la Fed stesse cominciando a togliere il piede dall'acceleratore della politica monetaria espansiva, portando le borse ai massimi storici con valutazioni azionarie estreme e leverage alle stelle.

Il deficit Americano è ai massimi storici, così come il debito pubblico, con i tassi di interesse che stanno salendo. Solo nei prossimi 5 anni, ci sono circa 7 trilioni di debito Usa in scadenza che dovrà essere rifinanziato ad un tasso superiore a quello originario.

Cosa succederà nel 2019 e negli anni successivi? Analizziamo i debiti sui tre livelli, privato, aziendale e nazionali, sempre guardando ai mercati USA.

L'analisi più semplice è a livello privato: come detto il tasso di risparmio della popolazione Americana è ai minimi storici ed il consumo degli ultimi anni è stato finanziato dal debito e dai risparmi accumulati precedentemente e non da guadagni elevati presenti.

Faccio un esempio che ho ascoltato da un gestore e analista Americano, Peter Schiff: incontri due vecchi amici dell'università e chiedi loro come va. Il primo ti risponde che va alla grande, che ha appena acceso il secondo mutuo sulla casa, che ha quattro carte di credito spremute fino all'ultimo centesimo, però dice che sta perfettamente, perché si è appena comprato un'auto nuova e un orologio d'oro. Il secondo, invece, ti dice che ha chiuso il mutuo sulla casa e tutti i suoi debiti, che ha un milione di dollari in risparmi ed ha buone prospettive di lavoro. Chi dei due sta meglio, finanziariamente parlando? Il consumatore americano medio è il primo vecchio amico, che pensa di stare bene, perché riesce a consumare oltre i suoi limiti, ma che in realtà è indebitato fino al collo.

Cosa succederà quando i valori degli asset dati a garanzia dai consumatori Americani per prendere prestiti scenderanno? I prezzi delle case esistenti in USA sono in discesa da 11 mesi di fila, il mercato azionario sta scendendo dai massimi. Se questo trend dovesse continuare, le banche creditrici cominceranno a chiedere il rientro dai debiti e quei consumatori si troveranno costretti a vendere asset con prezzi in discesa andando ad esacerbare l'attuale discesa oppure dovranno fare default sui propri debiti. Essere sommersi dai debiti in un'economia in rallentamento con tassi d'interesse in salita non è sicuramente l'approccio più prudente.

Passiamo al livello aziendale. Come detto la Fed ha tenuto i tassi a zero o quasi per circa un decennio. In questo periodo le aziende hanno aumentato esponenzialmente i loro debiti andando a finanziarsi a tasso quasi nullo, principalmente per ricomprare le proprie azioni (*buybacks*). Il motivo principale è che le azioni sono una forma di finanziamento più costosa rispetto al debito obbligazionario emesso a tassi nulli e soprattutto aumentano artificialmente gli utili societari e i corsi azionari. Il problema anche qui sta nei tassi in salita: molte aziende indebitate non generano profitti e quando dovranno rifinanziarsi a tassi più alti, non riusciranno più a servire i loro debiti e cominceranno i licenziamenti e i default aziendali.

Negli ultimi anni abbiamo assistito ad un crollo dei tassi sui bond aziendali, col tasso sui *junk bond* (obbligazioni spazzatura) ai minimi storici e con lo spread tra *junk bond* e *investment grade bond* (obbligazioni con rating superiore) anch'esso ai minimi storici. Questo spread ad Ottobre ha cominciato a risalire ed ora si trova sui massimi da Agosto 2016: anche qui, le aziende emittenti *junk bond* avranno più difficoltà nel trovare finanziatori ai tassi generosi degli ultimi anni ed il loro accesso al credito sarà, quindi, più complesso. A sua volta ci saranno ovvie ripercussioni sui fondi ed ETF che investono in bond con rating bassi alla ricerca di rendimenti.

A livello governativo anche qui il livello del deficit è ai massimi storici e pure anche il livello del debito pubblico, che ha da poco superato i 22 trilioni di dollari: i tassi in salita porteranno ad un aumento del costo del servizio del debito in un momento in cui il deficit pubblico è già in esplosione.

A livello di politica monetaria, la Fed non solo ha cominciato ad alzare i tassi di riferimento, ma ha cominciato il processo inverso del QE (*quantitative easing*), cioè il QT (*quantitative tightening*): la banca centrale Americana, che immetteva liquidità sul mercato andando ad acquistare titoli di stato e *mbs* (*mortgage back securities*) e di conseguenza andando ad aumentare il portafoglio titoli della banca centrale stessa, ora sta riducendo questo portafoglio. Essa sta, quindi, drenando

liquidità dal mercato in un momento dove le condizioni finanziarie stanno già diventando più restrittive.

Dove andranno, quindi, i mercati azionari USA?

Da Ottobre 2018, le borse hanno iniziato una fase correttiva che è arrivata al limite del *bear market* (mercato orso, cioè ribassista). La definizione di Wall Street per un bear market è quando il mercato scende a più del 20% dai massimi precedenti. Questa, tuttavia, è solo una definizione; la soglia del 20% è stata superata da indici quali il Nasdaq, il Russell 2000, ma è stata appena toccata dal S&P500 e dal Dow Jones, prima di rimbalzare violentemente.

Tralasciando la definizione scolastica di *bear market*, il mercato a mio modo di vedere si trova già in questa fase e la debolezza dei mercati USA è solo all'inizio e potrebbe durare per anni, in quanto gli squilibri di cui parlavo non sono processi che si possono facilmente invertire nel breve termine. Sono anni che i politici e le Banche Centrali stanno posticipando la resa dei conti, ma alla fine il ritorno alla realtà potrebbe essere doloroso.

Il mercato sta già dimostrando problemi di liquidità, basta una liquidazione di un fondo medio grande e il mercato va in discesa libera, per mancanza di acquirenti, visto che l'iniezione delle Banche Centrali sta diminuendo. C'è ancora molta liquidità artificialmente creata, che potrebbe sostenere il mercato per brevi periodi, ma la forza del movimento ribassista sembra prevalere.

Il comportamento attuale dei mercati USA denota già l'entrata in un bear market: nelle giornate di discesa, il mercato cerca di rimbalzare in apertura, poi scende violentemente; riprova a rimbalzare a metà giornata, ma nell'ultima parte di contrattazione viene venduto pesantemente, andando a chiudere sui minimi di giornata. Nei giorni di rimbalzo, poi, il bear market è ancora più evidente, perché il mercato non sale ordinatamente, ma i rimbalzi sono spettacolari: nella giornata di mercoledì 26 Dicembre 2018, per esempio, il Dow Jones ha fatto segnare il record storico di guadagno in punti ed in termini percentuali è stato uno dei maggiori rialzi di sempre. Questi rimbalzi non denotano una rinnovata fiducia, ma sono un'occasione di vendita.

Se guardiamo al passato, vediamo che le giornate in cui l'S&P500 ha fatto segnare rialzi maggiori del 4% si concentrano sempre durante i bear market. Una concentrazione abnorme di giornate simili, per esempio, è avvenuta nella parte finale del 2008, durante la cosiddetta Grande Crisi Finanziaria.

La mia previsione, quindi, è che ci troviamo solo all'inizio del mercato orso, fase che potrebbe durare anche degli anni, e quindi i miei suggerimenti per il 2019 sono:

- Sottopesare la componente azionaria in portafoglio; se possibile andare short;
- Andare short sul dollaro, o quantomeno non avere dollari;
- Comprare materie prime, soprattutto oro e argento, lasciando stare il petrolio;
- E ovviamente comprare fondi alternativi, che possano performare bene in fase ribassista.