

IL COMMENTO

DS6901 DS6901 Solo la Banca centrale può frenare il panico

PIETRO REICHLIN

Dalla fine della scorsa settimana e dalla mattina di oggi (ieri per chi legge), i mercati azionari dei paesi avanzati hanno cominciato a subire forti perdite, in parte inattese. L'indice di borsa giapponese, il Nikkei, è caduto del 12,4%, e le borse europee hanno registrato perdite del 2-3%. Il dato giapponese è particolarmente rilevante: un crollo superiore a quello registrato il lunedì nero del 1987, quando si consumò il crollo dei titoli tecnologici.

ci. Come possiamo spiegare questi eventi? La prima spiegazione fornita dagli analisti è la paura di una recessione negli Stati Uniti. In questi ultimi due anni, il Pil americano è cresciuto ben più che in Europa e Giappone. I dati del '23 e '24 indicano un +2,6% per gli Usa, contro una crescita che oscilla tra lo 0,2 e lo 0,9 per i paesi più importanti dell'Area Euro e il Giappone. Sulla scorta di questi risultati, e per tentare di riportare l'inflazione al 2%, la Fed ha tenuto fermi i tassi d'interesse e la Bce si è mostrata altrettanto cauta. - PAGINA 27

SOLO LA BANCA CENTRALE PUÒ FRENARE IL PANICO

PIETRO REICHLIN

Dalla fine della scorsa settimana e dalla mattina di oggi (ieri per chi legge), i mercati azionari dei paesi avanzati hanno cominciato a subire forti perdite, in parte inattese. L'indice di borsa giapponese, il Nikkei, è caduto del 12,4%, e le borse europee stanno registrato perdite nell'ordine del 2-3%. Il dato giapponese è particolarmente rilevante: un crollo superiore a quello registrato il lunedì nero del 1987, quando si consumò il crollo dei titoli tecnologici. Come possiamo spiegare questi eventi?

La prima spiegazione fornita dagli analisti è la paura di una recessione negli Stati Uniti. In questi ultimi due anni, il Pil americano è cresciuto ben più che in Europa e Giappone. I dati del '23 e '24 indicano un +2,6% per gli Usa, contro una crescita che oscilla tra lo 0,2 e lo 0,9 per i paesi più importanti dell'Area Euro e il Giappone. Sulla scorta di questi risultati, e per tentare di riportare l'inflazione al 2%, la Fed ha tenuto fermi i tassi d'interesse e la Bce si è mostrata altrettanto cauta. Poi è accaduto qualcosa di inaspettato: alla fine della scorsa settimana il mercato del lavoro americano ha subito una battuta di arresto. I nuovi posti di lavoro sono aumentati di sole 114 mila unità (contro le 300 mila di aprile) e il tasso di disoccupazione è salito al 4,3%. La probabilità di una recessione è aumentata, con possibili effetti negativi sui profitti delle imprese, e gli analisti si aspettano che la Fed possa tornare a ridurre i tassi d'interesse. Ma è possibile che una correzione lieve ed episodica della dinamica del Pil Usa sia sufficiente a provocare una scossa così importante sul mercato azionario mondiale?

La drammatica caduta della borsa giapponese trae origine dall'andamento storico e atteso dei mercati valutari. Si tratta di un'economia fortemente esposta ai mercati esteri, molto condizionata dalla politica monetaria degli Usa, e reduce da una lunga fase di tassi d'interesse quasi nulli che ha provocato un aumento enorme dell'indebitamento. Una politica più espansiva della Fed, giustificata dai rischi di recessione, determinerebbe un ulteriore apprezzamento dello Yen (già in via di rivalutazione da diversi mesi) e, di conseguenza, una perdita di competitività e una caduta dei profitti delle imprese nipponiche. Qualcosa di analogo potrebbe forse accadere anche nell'Area Euro, anche se la Bce ha seguito una politica monetaria più prudente.

Chi osserva l'andamento dei mercati azionari e valutari sa bene che la volatilità dei prezzi è ben superiore a quella che ci si potrebbe aspettare dall'osservazione dei dati dell'economia reale. La psicologia conta, e la reazione degli investitori è spesso precipitosa. Inoltre, in base all'andamento dei dati storici, sembra logico concludere che una correzione al ribasso dei mercati sia, in parte, fisiologica. Fatto cento il valore al 2000



dell'indice di borsa dei mercati azionari mondiali, a inizio 2024 siamo arrivati a 230. L'indice S&P 500 (principali azioni Usa) ha prodotto un rendimento del portafoglio azionario pari al 24% nel 2023 e al 19% nel 2023. Tale rendimento è stato comunque superiore al 9% annuo a partire dal 2000. E tutto ciò è accaduto in una congiuntura economica sfavorevole, costellata dalla crisi finanziaria del 2007-2008 e dalla pandemia del '19-'20. Per valutare se i mercati azionari siano o meno sopravvalutati, gli analisti usano il rapporto tra il prezzo di mercato delle azioni e gli utili societari (indice P/E). Le serie storiche dall'inizio del secolo scorso indicano che questo indice è mediamente intorno a 20; raramente ha superato la soglia dei 30. In questi ultimi due anni, il P/E negli Usa si è saldamente attestato intorno a 34. Ciò significa che è difficile giustificare i prezzi delle azioni sulla base dell'andamento degli utili societari, e una correzione al ribasso (delle azioni) è, secondo molti osservatori, logicamente giustificata. Ma è anche vero che, negli ultimi dieci anni, principalmente negli Usa, i profitti delle grandi imprese sono cresciuti a dismisura. Le ragioni sono diverse: l'aumento delle quote di mercato delle grandi imprese high-tech, il basso costo del denaro, la riduzione progressiva delle imposte societarie. Questi fattori potrebbero, tuttavia, esaurirsi per ragioni geo-politiche e congiunturali. La difficoltà di riportare l'inflazione al target del 2% induce le banche centrali a tenere i tassi sopra i livelli attesi dal mercato, le tensioni politiche e commerciali internazionali potrebbero minacciare la solidità della posizione dominante delle imprese high-tech e riportare in agenda un aumento delle tasse sui profitti aziendali.

Per capire cosa avverrà nei prossimi mesi occorre tenere conto non solo dei fattori congiunturali e delle dinamiche finanziarie, ma anche delle conseguenze politiche e dei fattori internazionali. A questo punto, tutti gli occhi sono puntati sui governatori della Fed e della Bce. Una caduta dei valori azionari è certamente negativa per i risparmiatori, ma potrebbe avere effetti scarsi sul Pil e sui salari. Il mercato si potrebbe "aggiustare" verso una nuova normalità in cui i rendimenti del capitale di rischio raggiungono livelli medi più contenuti, con un ribilanciamento progressivo dei portafogli verso i titoli a reddito fisso. Tuttavia, questi aggiustamenti non sono mai indolori e i politici e i governatori delle banche centrali non sono insensibili alle reazioni dell'opinione pubblica. Oggi circa il 60% degli americani investe in azioni e i fondi pensione sono molto esposti a questi mercati. Ai tempi del governatore Greenspan (negli Anni '90), l'andamento delle borse era una statistica sufficiente per prevedere la politica della Fed. Vedremo tra poco se le cose sono cambiate. —

© RIPRODUZIONE RISERVATA

