

La linea d'ombra

Riflessioni di strategia

“Vicini di casa”

“Il giardino di limoni” è un film del 2008, diretto da Eran Riklis, che ha vinto il Premio del Pubblico al Festival di Berlino dello stesso anno. Il film narra di una donna palestinese, Salma, proprietaria di un bellissimo giardino di limoni in Cisgiordania, adiacente al quale il Ministro della Difesa israeliano compra una casa. Per motivi di sicurezza, il Ministro prima ordina un esproprio del terreno e poi l'abbattimento degli alberi. Salma vive da sola in quella casa che è sempre stata della sua famiglia: il marito è morto da qualche anno e il figlio è emigrato negli Stati Uniti. L'unica persona che la sostiene è un contadino, che l'ha vista crescere ed è sempre stato vicino alla famiglia di lei, sin da quando il padre aveva iniziato la coltivazione di quel giardino.

Donna coraggiosa e caparbia, non vuole cedere alle pressioni del Ministro, che vede nel giardino un nascondiglio per i terroristi e vorrebbe vedere abbattuti tutti quegli alberi da frutto. Salma, aiutata da un avvocato, inizia una lunga battaglia legale, che la vede combattere una lotta persa in partenza contro le autorità israeliane da sola, senza il sostegno della comunità palestinese. L'unico supporto, inaspettato, a distanza, è quello di Mira, moglie del ministro: un sottile legame tra due donne che, con la loro sensibilità femminile, riescono a creare un legame in un mondo che vuole dividere. Salma è una donna umile, legata a quella terra che l'ha vista crescere, a cui ha legato i suoi ricordi e che le permette di vivere. I ritmi della sua vita sono legati alla cura di quegli alberi, al profumo dei limoni e al rumore di quando i frutti, maturi, cadono dalle fronde degli alberi. Mira è invece una donna sofisticata, calata nel personaggio della moglie di un politico importante e impegnata a ricoprire il ruolo di una donna in quella posizione, brava ad organizzare feste e ricevimenti. Due mondi così lontani da sembrare inavvicinabili i loro, ma che nascondono similitudini che le due



donne ritrovano nei loro silenzi, negli sguardi scambiati prima per caso e poi volutamente cercati, in una stretta di mano che cementa una solidarietà mai dichiarata.

Intorno a quella lotta per un giardino di limoni, si costruisce il muro di Israele, si spara, scatta il coprifuoco e la normale quotidianità delle cose scompare. Così come sta avvenendo in questi giorni.

Le forze armate israeliane proseguono la loro avanzata nella striscia di Gaza e l'obiettivo è quello di distruggere i tunnel costruiti da Hamas che si ritiene vengano usati dai palestinesi per entrare in Israele. I bombardamenti continuano e sale il numero dei morti. Dal 21 giugno, giorno di inizio dell'offensiva, si contano da un lato più di

milleduecento palestinesi morti e duecentomila sfollati, dall'altro cinquantatre militari e tre inermi ragazzi israeliani, cui è stata negata la giovinezza e per la cui uccisione si è inasprito il conflitto. (nдр: le cifre sono aggiornate al 30 luglio c.m.).

Il 21 luglio, un fuori onda del segretario di stato, John Kerry rivela lo stato d'animo dell'amministrazione americana sull'evoluzione del conflitto, sollevando dei dubbi gli interventi chirurgici dell'esercito israeliano.

Ma c'è un altro fronte dove il conflitto tra le fazioni opposte rischia di avere una *escalation* con risvolti sempre più pesanti: la situazione in Ucraina. Le tensioni interne continuano e quelle internazionali si sono inasprite con l'abbattimento del velivolo della Malaysian Airlines, con duecento novantotto persone a bordo. Lo stesso John Kerry, durante un'intervista alla televisione, denuncia il coinvolgimento dei russi nel sostenere i separatisti ucraini, nel rifornirli di armi, nell'incoraggiarli e nel prepararli militarmente.

L'abbattimento dell'aereo rischia di far aumentare le violenze, in una situazione che si presenta già complessa, soprattutto nelle due regioni dell'Ucraina orientale controllate da ribelli filorussi. Il tragico evento ha, inoltre, provocato un inasprimento delle sanzioni contro la Russia da parte degli Stati Uniti, a cui si è accodata anche l'Europa, introducendo la cosiddetta "fase 3", che va a colpire il settore bancario, i sistemi di difesa e la tecnologia per l'estrazione del petrolio.



(foto ANSA)

Nel mese di luglio le tensioni geopolitiche si sono inasprite ma i mercati finanziari non hanno mostrato particolare nervosismo. Il Dow Jones ha raggiunto nuovi massimi, i mercati emergenti hanno continuato il loro recupero con alcuni indici che hanno toccato il massimo delle ultime cinquantadue settimane, il Nifty ha segnato il massimo storico e la volatilità, sia sui mercati azionari sia sul credito, rimane bassa.

Ancora una volta il ruolo delle Banche Centrali è servito a calmierare ogni aumento delle tensioni sulle piazze finanziarie, alimentando le aspettative che i tassi di interesse continueranno a rimanere bassi nel prossimo futuro.

I verbali dell'ultima riunione della Fed, pubblicati il 7 luglio, rivelano ben poche sorprese e reiterano la necessità di una "prudente pianificazione" per quanto riguarda la normalizzazione della politica monetaria. La questione che emerge, nella sostanza, è come sarà possibile gestire il bilancio della *Federal Reserve* (circa 4.300 miliardi di dollari) quando la politica monetaria diventerà restrittiva. I commenti sono abbastanza ottimisti sull'efficacia che la *Reverse Repo Program Facility* avrà nel gestire questo passaggio, ma bisognerà vedere poi quale sarà la reazione del mercato e la capacità di assorbire la liquidità e, soprattutto, a quali tassi di interesse. Anche per quanto riguarda l'inflazione, nei verbali si menziona una leggera revisione al ribasso delle proiezioni di medio periodo, ma il mercato del lavoro sta dando dei segnali che vanno nell'opposta direzione.

Il 16 luglio Janet Yellen, Presidente della Federal Reserve, ha testimoniato davanti al Congresso americano e ha ancora una volta rassicurato che l'azione della politica monetaria espansiva non è finita, l'economia deve essere ancora sostenuta e, nonostante i dati sull'occupazione mostrino una situazione in miglioramento, il mercato del lavoro rimane ancora stagnante. C'è un inciso, che non può essere ignorato, sulla possibilità che "se il mercato del lavoro

continuasse a migliorare più velocemente rispetto a quanto anticipato dal Fomc, *“con il risultato in una più veloce convergenza”* tra prezzi e mercato del lavoro *“un rialzo dei tassi di interesse sui Federal Funds avverrebbe verosimilmente prima di quanto attualmente immaginato”*. Il mercato però, nonostante una reazione iniziale di segno opposto, continua ad ipotizzare il primo aumento dei tassi a giugno 2015 e il decennale americano ha un rendimento inferiore a quello raggiunto dopo la pubblicazione, avvenuta il 3 luglio, dei dati particolarmente forti sul mercato del lavoro

La Fed, in questa fase di graduale transizione della politica monetaria, è percepita ancora su posizioni estremamente accomodanti e, con tutti i *caveat* della situazione, disposta a rimanere *behind the curve*, piuttosto del contrario, pronta anche a tollerare un livello di inflazione più elevato e un mercato del lavoro più forte rispetto agli obiettivi, prima di modificare la propria politica monetaria.

La BCE, con l'annuncio delle nuove misure in giugno - riduzione del tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento e di quello sui depositi presso la Banca Centrale, sospensione delle operazioni di sterilizzazione dei titoli di stato, prolungamento della procedura di *full allotment*, introduzione del TLTRO (targeted long-term refinancing operations) e preparazione per l'acquisto di titoli ABS -, ha rafforzato il *bias* espansivo delle sue decisioni. Non solo, le pressioni esterne sono perché l'istituto sia ancor più determinato nel perseguire i propri obiettivi.

Lo stesso FMI, nel report pubblicato a giugno (*Article IV consultation*), commenta come le recenti misure adottate dalla BCE dovrebbero contrastare il basso livello dell'inflazione e la frammentazione finanziaria. Nello stesso report si rileva, tuttavia, che se l'inflazione dovesse rimanere troppo bassa, la Banca Centrale dovrebbe prendere in considerazione la possibilità di un sostanziale aumento del proprio bilancio, includendo anche l'opzione di acquisto di titoli. La ripresa economica in Europa è debole e disomogenea e il rischio è quello di

cadere in una sorta di autocompiacimento, superato lo zenit della crisi. Di fatto in alcuni paesi europei persiste una situazione di bassa crescita, alta disoccupazione e debito elevato. Se anche non si dovesse più manifestare una situazione come quella degli anni passati, durante la quale era stata minacciata la stessa esistenza dell'unione monetaria, il rischio che questi possano rimanere in una situazione di difficoltà, per parecchio tempo, rimane.

Lo sforzo della BCE, soprattutto dopo la riunione di giugno, è quello di rimettere in moto il mercato del credito, che stenta a riprendersi nonostante i timidi segnali di recupero che emergono nell'ultima analisi del credito bancario fatta dall'Istituto Centrale. Dai dati raccolti emerge come le banche stiano facilitando l'accesso al credito per le imprese di piccole e medie dimensioni, per i contraenti di mutui e per i consumatori in generale. In Europa circa l'80% dell'indebitamento delle aziende avviene attraverso il canale bancario e solo il 20% attraverso il mercato dei capitali: ripristinare la disponibilità di credito nel sistema diventa una condizione imprescindibile per permettere la ripresa economica.

Il TLTRO potrebbe essere uno strumento per indirizzare le banche in questa direzione o potrebbe essere, come qualcuno lo ha definito, un *“T-rompe-l'oeil-LTRO”* (cfr. articolo di Silvia Merler, Bruegel Institute, 4 luglio 2014), per dare ulteriore ossigeno alla banche, che vedono ormai i prestiti LTRO andare in scadenza. Lo stesso lavoro preparatorio, legato all'acquisto di ABS, dovrebbe creare nuove forme di finanziamento per le PMI, ma per il momento le dimensioni del mercato sono contenute e occorrerà del tempo prima che possa assumere dimensioni adeguate alla sua finalità.

La BCE per il momento, non può far altro che reiterare le proprie politiche espansive e, nel caso, rafforzarle ulteriormente, nonostante le proteste tedesche. Anche in questo caso, ci potrebbero essere dei rischi futuri, ma la scelta di fare altrimenti potrebbe risultare ancor più pericolosa.

Ci sono però dei limiti a quello che le banche centrali possono fare anche se sembra, in questa fase, che gli investitori lo stiano ignorando. Il rischio di un prolungato periodo di tassi d'interesse bassi è quello di distorcere il valore degli asset e renderli più difficili da interpretare. Dall'altro lato, un prematuro cambio di politica monetaria rischierebbe di vanificare gli sforzi degli ultimi cinque anni e la scelta di posticipare ogni cambiamento drastico potrebbe essere coerente con la volontà di veder raggiunto l'obiettivo iniziale.

Tutto questo, per i mercati finanziari, si traduce in una continua e stretta dipendenza dalle scelte delle Banche Centrali, in attesa che l'economia migliori e che le aziende continuino o riprendano a generare utili. Quello che succede nella striscia di Gaza o nei cieli dell'Ucraina conta solo se dovesse in qualche modo avere un impatto economico che, per il momento, grossolanamente, si è

tradotto in un aumento del prezzo del greggio dall'inizio dell'anno di circa il 6% e una correzione del 6,5% (10,2% in euro) del mercato russo.



“Il giardino dei limoni” finisce con le immagini del muro di Israele che divide la casa del Ministro della difesa da quella di Salma, uno spiazzo di terra rossa costellato di alberi mutilati e un silenzio assordante.

Aletti Gestielle SGR

Milano, 1 agosto 2014

Disclaimer

La presente pubblicazione è distribuita da Aletti Gestielle SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Aletti Gestielle SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Aletti Gestielle SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Aletti Gestielle SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Banco Popolare potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta se non previo espresso consenso scritto di Aletti Gestielle SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale.

La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Aletti Gestielle SGR e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Aletti Gestielle SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. In nessun caso e per nessuna ragione, le opinioni riportate nella presente comunicazione possono ritenersi vincolanti per Aletti Gestielle SGR nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione.

I dati citati nella presente pubblicazione sono di pubblico dominio e/o reperiti su fonti accessibili (stampa, televisione, internet) o tali da non precludere la diffusione al pubblico.

Aletti Gestielle SGR SpA - Via Tortona 35, Milano.