

## BOLLA IN DIVENIRE?

Newsletter Nr. 4 - agosto 2014

Ripresa mondiale fragile e instabilità geopolitiche iniziano a preoccupare i mercati finanziari. I segnali che si manifestavano prima del 2007 sembrano ritornare sulla scena con sottile provocazione. Le borse e gli asset finanziari a rischio hanno raggiunto vette significative. I paesi avanzati tentano con gli interventi monetari straordinari di rilanciare le loro economie. I paesi anglosassoni raccolgono qualche successo, come pure il Giappone. L'Europa è ancora troppo dipendente dalle sue divisioni. I paesi in via di sviluppo non hanno il controllo sui flussi finanziari. La geopolitica torna di struggente attualità. C'è una bolla in atto pronta a scoppiare?

### Incertezza e geopolitica

Quanta incertezza in questo primo semestre del 2014: aspettative e avvenimenti – per ora – si neutralizzano. Nel centesimo anniversario dallo scoppio della prima guerra mondiale torna d'attualità anche la geopolitica. I mercati, ubriachi di liquidità, se ne sono occupati inizialmente con parsimoniosa moderazione. Chiusi su loro stessi, come il processo di finanziarizzazione dell'economia li ha da tempo abituati, concentrano la loro attenzione sulla loro linfa: il denaro, la liquidità. Quanto e come sono ancora disposte le banche centrali a metterne a disposizione e, soprattutto, a quali condizioni? Ma ora, l'accelerazione degli avvenimenti in Ucraina e gli scontri nella striscia di Gaza hanno aggiunto incertezza all'incertezza. Dopo cinque anni di borse in salita, anche fra gli operatori, quindi sui mercati, si valutano con sempre maggiore attenzione le dinamiche di più lungo respiro obbligandosi ad interpretare in filigrana le conseguenze future delle decisioni già prese. Come mai i mercati, abituati a reagire d'impulso, riflettendo gli *animal spirits* degli investitori, dalle alture grafiche sulle quali si trovano molti asset finanziari (S&P, obbligazioni high yield, ecc.), si interrogano con analitica preoccupazione sugli scenari che stanno maturando sotto i loro supporti? Questa attuale saggezza prima o poi produrrà reazioni; ciò succederà quando la fiducia nelle capacità di rigenerarsi del sistema finanziario si trasformerà in concreta e sostenibile crescita nell'economia reale, oppure rivelerà il suo fallimento (come alcuni temono), sfociando in una confusione di ruoli e interessi tra finanza, economia e geopolitica, tali da produrre reazioni incontrollabili.

E' forse ancora presto per decidere se, dopo questo primo semestre del 2014, il parallelo storico al quale riferirci, cogliendo gli stimoli dell'attualità, è piuttosto quello della speranza, aperta 70 anni fa dallo sbarco delle forze alleate in Normandia. Ma fin da ora è lecito prepararsi ad un periodo di volatilità, proprio perché alcune dinamiche in atto, in particolare nei paesi avanzati, stanno raggiungendo livelli dai quali il movimento può essere positivo solo dopo aver risolto alcune incertezze: gli interventi monetari straordinari, stimolano davvero, e in maniera duratura, la crescita economica? L'inflazione dei prezzi di alcuni asset finanziari (bolle?) si trasformerà in crescita dell'economia reale? Al centro dell'attenzione, per i paesi avanzati, c'è quindi la crescita economica in relazione agli stimoli monetari non convenzionali orchestrati dalle banche centrali; mentre per i paesi emergenti ed in via di sviluppo, in particolare la Cina, si tratta di capire se le ristrutturazioni in atto riescono a provocare – in maniera adeguata – i consumi interni, quali motori di sviluppo economico, controbilanciando la dipendenza dalle esportazioni.

### Una ripresa globale ancora fragile e frammentata

Nel rapporto di aprile<sup>1</sup> il Fondo Monetario Internazionale (FMI) stima un rafforzamento della crescita globale dal 3% al 3.6% nel 2014 e del 3,9% nel 2015 in linea con le previsioni del 2013. Nelle economie avanzate ci si aspetta una crescita del 2.25% nel 2014-15, con un aumento dell'1% per rapporto alle stime del 2013, provocato dalla riduzione della morsa fiscale, eccetto per il Giappone, dalle accomodanti condizioni monetarie e dalla crescita trainante degli Stati Uniti stimata al 2.75%. Nelle economie emergenti ed in via di sviluppo, gli esperti del FMI si aspettano una crescita graduale

---

<sup>1</sup> *World Economic Outlook: Recovery Strengthens Remain Uneven*, FMI, Aprile 2014

dal 4,7% del 2013 al 5% nel 2014 e 5.25% nel 2015, aiutata dalla domanda dei paesi avanzati, visto che condizioni finanziarie più restrittive frenano quella interna. Per la Cina, economia in piena trasformazione, con le autorità concentrate nel controllo del credito, le stime ipotizzano una crescita del 7,5%, ridotta al 7,4% per il 2014 e al 7,1% nel 2015.

Il FMI non esita ad ammettere che “la ripresa globale è ancora fragile malgrado il miglioramento delle prospettive, ma significativi rischi – vecchi e nuovi – restano”.<sup>2</sup>

Il recente riemergere di minacce geopolitiche (Russia-Ucraina, Giappone-Cina, Cina-Vietnam, Iraq, ecc.), se non controllate, possono mettere in pericolo l'ansimante ripresa. I paesi emergenti devono confrontarsi con i rischi legati all'avviata normalizzazione monetaria negli Stati Uniti, mentre le economie avanzate – in particolare quelle dell'area euro – devono confrontarsi con livelli particolarmente bassi d'inflazione, che potrebbero aprire la strada ad una spirale deflazionista. Il FMI considera promettente il rafforzamento della ripresa nelle economie avanzate, le quali devono evitare prematuri restringimenti monetari (avvertimento indirizzato agli Stati Uniti). Inoltre, “in uno scenario di continua consolidazione fiscale, con lacune produttive e bassa inflazione, la politica monetaria deve restare accomodante. Nell'area euro, ulteriori facilitazioni monetarie, comprese misure non convenzionali, sono necessarie per sostenere l'attività e aiutare la Banca Centrale Europea (BCE) a raggiungere gli obiettivi di stabilità monetaria, allentando i rischi di bassa inflazione”.<sup>3</sup> Mentre in Giappone l'Abenomics deve implementare le riforme strutturali e i piani di consolidamento fiscale per il 2015, essenziali per “i target d'inflazione e una crescita sostenibile”.<sup>4</sup>

I pericoli individuati dal Fondo monetario si sono manifestati contemporaneamente nel primo semestre del 2014. L'indice JPMorgan Global Composite PMI li ha puntualmente segnalati marcando una tendenza negativa tra gennaio ed aprile, riflettendo anche le conseguenze del difficile periodo invernale negli Stati Uniti (che comunque compromette le previsioni di crescita per tutto l'anno), ma a maggio è balzato da 52,1 a 52,7.

Inoltre, sempre a maggio, l'economia negli Stati Uniti ha dato lavoro ad altri 217 mila americani, tagliando il traguardo di un completo recupero dei posti persi con la grande crisi finanziaria. Il tasso di disoccupazione è rimasto fermo al 6,3%, anch'esso ai minimi dal 2008, e i disoccupati e sotto-occupati assieme sono a loro volta diminuiti, al 12,2% dal 12,3%. Da febbraio a maggio, con la creazione ogni mese di almeno 200 mila buste paga, il mercato del lavoro si è dimostrato il più robusto dal periodo tra settembre 1999 e gennaio 2000.<sup>5</sup> Con il proseguimento del trend attuale si stima che quest'anno verranno creati 2,6 milioni di posti lavoro.<sup>6</sup>

Ciò non ha impedito al FMI, con l'aggiornamento delle sue previsioni, pubblicato il 14 luglio scorso, di abbassare le previsioni di crescita mondiale dello 0,3%, portandole al 3,4% a causa proprio delle difficoltà registrate nel primo trimestre, in particolare negli Stati Uniti e delle prospettive meno ottimiste di diversi paesi emergenti. Delineando il quadro economico sono emerse alcune sorprese positive – in Giappone, in Germania, in Spagna e nel Regno Unito – ma queste non bastano a modificare il contesto globale. Negli Stati Uniti l'eccedenza di stock a fine 2013 si è rivelata superiore alle previsioni: il rigore dell'inverno ha segnato la domanda mentre le esportazioni sono diminuite e la produzione si è contratta nel primo trimestre del 2014. In Cina, la flessione della domanda interna ha superato le previsioni, a causa degli sforzi delle autorità per controllare l'espansione del credito e della frenata del mercato immobiliare. L'attività si è fortemente ridimensionata anche in Russia poiché le tensioni geopolitiche hanno rallentato i

---

2 Ibidem, p. XV.

3 Ibidem, p. XVI

4 ibi

5 Marco Valsania, *“Occupazione USA ai livelli pre-crisi”*, Il Sole 24 Ore, 7 giugno 2014.

6 *Global Economic Prospects*, World Bank, Giugno 2014, p.6

consumi. Negli altri paesi emergenti la crescita è stata più debole di quanto gli esperti del FMI avevano previsto, in parte a causa della più debole domanda esterna, dagli Stati Uniti e dalla Cina in particolare, e, in alcuni casi, dalla frenata di quella interna confrontata con la diminuzione degli investimenti.

Gli indicatori avanzati del FMI segnalano un'economia più tonica nel secondo trimestre del 2014, confermando l'idea che la frenata era dovuta in parte a fattori occasionali, come il mal tempo americano. Ma alcune cause di debolezza registrate nel primo trimestre sembrano essere persistenti in particolare per ciò che concerne l'investimento a livello globale. Per questa ragione le previsioni sono state riviste al ribasso. Le tensioni geopolitiche potrebbero inoltre spingere troppo in alto il prezzo del petrolio minacciando la crescita dei più deboli. Ma, avverte il FMI, se sui mercati finanziari i tassi d'interesse a lungo termine, soprattutto oltre Atlantico, aumentano troppo e più velocemente del previsto, c'è da temere che il movimento di avversione al rischio riparta. Gli Stati Uniti che, per gli esperti del fondo, vedranno la loro crescita ripartire – anche se non recupererà quella persa nel primo trimestre – dovrebbero trattenersi dal frenare troppo rapidamente la politica monetaria espansiva.

### Negli Stati Uniti diminuisce la disoccupazione, ma la FED aspetta

La Federal Reserve (FED) disattenderà i desiderata del FMI intraprendendo velocemente (o almeno più velocemente di quanto si pensi) la via verso la normalizzazione monetaria? Nella riunione del 18 giugno 2014 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha confermato la riduzione di acquisti di bond, ma non ha dato segnali chiari su quando intende iniziare ad aumentare i tassi. Oltre Atlantico – secondo il Rapporto della Banca Mondiale - la riduzione del fiscal drag, l'aumento del reddito delle famiglie e della loro ricchezza (le azioni sono salite del 42% dall'inizio del 2013) spingono la domanda, gli investimenti e le assunzioni e “ci si aspetta che tutto ciò conduca ad una ancora più forte crescita. Con il *deleveraging* che si appresta ad una fine, i prestiti al consumo negli Stati Uniti sono in crescita allo stesso ritmo del periodo pre-crisi”.<sup>7</sup> Ma il FOMC ha comunque preferito non annunciare rialzi di tassi e mantenere la situazione attuale “per un considerevole periodo di tempo dopo la fine del programma di acquisto di asset, in particolare se l'inflazione e le aspettative d'inflazione continuano ad essere contenute sotto l'obiettivo di lungo termine del 2 per cento. Quando il Comitato deciderà di rimuovere la politica accomodante, assumerà un approccio bilanciato che terrà conto delle aspettative di lungo termine per il massimo impiego e inflazione al 2 per cento. Il Comitato anticipa anche che potrebbe continuare a mantenere un livello accomodante anche quando le condizioni economiche si avvicinino ai target”.<sup>8</sup>

Perché tutta questa declamata generosità per i mercati? Da una parte la Fed sa che ci sono ancora ombre per quanto riguarda il tasso di partecipazione alla forza lavoro che è rimasto al 62,8%, ai minimi da oltre trent'anni, perdendo in un anno 0,6 punti percentuali nonostante la disoccupazione sia, nello stesso periodo, scesa di 1,2 punti. Ma in ambito occupazionale, comunque, i risultati ci sono: la FED vuole concedere ancora tempo, per stimolare quelle riforme strutturali necessarie ad una politica d'impiego di lungo termine. Inoltre, anche se la FED dice che non è sua responsabilità occuparsi delle economie di altri paesi, non può non essere cosciente che gli Stati Uniti sono attualmente il faro della crescita mondiale. Una loro brusca frenata avrebbe dure conseguenze immediate: rivelerebbe che le loro iper-generose politiche monetarie sono servite a ben poco e trascinerrebbe il mondo in una nuova pericolosissima recessione. E' quindi possibile che Janet Yellen voglia conferme sulla forza della crescita interna<sup>9</sup>, ed anche valutare l'impatto sui mercati e gli equilibri economici globali delle recenti mosse di stimolo straordinario avviate dalla BCE. Presa tra il FMI, che promuove politiche monetarie accomodanti conscio della debolezza della ripresa globale, e la Banca Mondiale secondo la quale “la crescita di alcuni asset finanziari sta andando oltre quella del ciclo economico” intravedendo “vulnerabilità che si erano manifestate prima del 2008”<sup>10</sup>, la FED sembra per ora privilegiare i consigli della signora Lagarde.

---

7 *ibidem*

8 *FOMC presse release, 18 giugno 2014.*

9 La recente riduzione di crescita del PIL americano è ancora tutta da analizzare.

## La palla nel campo della BCE

Il 5 giugno scorso il presidente della BCE, Mario Draghi, ha annunciato il taglio di 10 punti base del tasso di rifinanziamento (ora allo 0.15%), la discesa del tasso di deposito in territorio negativo (-0.1%) e il marginal lending facility (lo sportello d'emergenza) allo 0,4%. Il lancio di un'iniezione di liquidità per le banche mirata alla concessione di prestiti all'economia reale, Targeted Long-Term Refinancing Operation (TLTRO), è forse l'elemento centrale della strategia della BCE per spezzare la perniciosa spirale tra bassa inflazione e credito insufficiente. Francoforte intende indurre le banche a richiedere liquidità per prestiti alle famiglie (ma non in mutui ipotecari per evitare bolle immobiliari) e alle imprese e non all'acquisto di titoli di stato come avvenne nelle precedenti LTRO. Gli istituti di credito possono richiedere finanziamenti, inizialmente, fino al 7% del loro portafoglio crediti nel settore privato (posizioni al 30 aprile 2014): l'ammontare massimo è quindi di 400 miliardi di Euro. Ma anche successivamente potranno accedere, a condizioni interessanti, a nuovi finanziamenti su base trimestrale, purché dimostrino la concessione di nuovi prestiti all'economia reale.

La BCE si prepara ad acquistare titoli cartolarizzati (ABS), basati su prestiti al settore privato dell'eurozona, un mercato che in parte è da costruire in quanto ancora poco sviluppato in Europa.<sup>11</sup> Si tratta di titoli che dovranno essere "semplici" e "trasparenti", come ha precisato Mario Draghi, per evitare la creazione di strumenti complessi come quelli che hanno contribuito alla crisi globale. In un'ottica più strategica e quindi di lungo termine è particolarmente interessante rilevare che la BCE, a capo di un sistema finanziario banco centrico, diversamente da quello anglosassone basato sulla predominanza dei mercati finanziari, voglia creare un mercato ABS, proprio ora che ottiene la vigilanza sugli istituti di credito. Se questo mercato si svilupperà davvero, la BCE aumenterà la sua indipendenza perché, nel bisogno, sarà meno legata al contestato e imbarazzante acquisto di titoli di stato. E' pure curioso che per questo obiettivo chieda l'aiuto della banca d'Inghilterra.<sup>12</sup>

Ma questa è musica del futuro. Per ora, a muovere il sistema banco-centrico, ci sono altre due misure deliberate dal Consiglio insieme alla riduzione del corridoio dei tassi, che favoriranno la liquidità. La prima riguarda l'estensione, da metà 2015 fino a dicembre 2016, delle operazioni di finanziamento al sistema attraverso aste a tasso fisso e piena aggiudicazione, di fatto la fornitura alle banche di tutta la liquidità che richiedono. La seconda riguarda la sospensione della sterilizzazione dei titoli di stato in difficoltà acquistati nel 2010 e 2011 con il programma Smp. Questo di fatto inietta nel sistema circa 165 miliardi di euro. La BCE si era impegnata all'epoca a sterilizzare questi interventi, ma ora la situazione è molto diversa da allora, quando l'inflazione era sopra l'obiettivo del 2 per cento e si poteva temere che la liquidità aggiuntiva creata dal Smp avesse un effetto inflattivo.

Le misure annunciate da Draghi sono state accolte positivamente dai mercati. Non solo perché aumentano la liquidità e le possibilità di credito all'economia, ma anche perché la BCE si è detta pronta ad altro ("we are not finished here"). Per questo il mercato per ora si accontenta, ben sapendo che non è difficile creare liquidità, il problema vero è come farla arrivare dove si vorrebbe; cioè alle famiglie e soprattutto a quel tessuto di piccola e media imprenditoria di paesi come l'Italia, che stentano a rivedere quel rapporto di cooperazione e compenetrazione tra banca e impresa. Ma, per far

---

10 *Global Economic Prospects*, World Bank, Giugno 2014, p.22

11 "Global securitisation market grew dramatically in the run up to the crisis, with amounts outstanding peaking at 2 trillion eur in Europe and 11 trillion in United States.... Aggregate US issuance has been reasonably strong since the crisis, with usd 2,2 trillion issued in 2013, equivalent to two-thirds of the pre-crisis annual rate. The issuance has been driven predominantly by Agency MBS of the other asset classes, only auto loan ABS issuance levels have been maintained since the crisis. In Europe, where there is no Agency MBS market, aggregate issuance has been notably lower since the crisis, with only eur 174 billion issued in 2013 (including retained issuance); equivalent to roughly 40% of the pre-crisis annual rate", in *"The Case For Better Securitisation Market In The European Union, A Discussion Paper"*, Bank of England-European Central Bank, maggio 2014, p.10

12 *ibidem*

ripartire il movimento, più che la mancanza di credito, è l'assenza di domanda a paralizzare. In paesi come l'Italia la parte più dinamica del settore produttivo sopravvive solo grazie all'esportazione.

Nel pacchetto di misure comunicate da Draghi, quindi, ancora una volta, un ruolo centrale è attribuito all'effetto annuncio. Tra gli strumenti che la BCE intende utilizzare per rilanciare l'economia manca il Quantitative Easing (QE); cioè l'acquisto diretto di titoli di Stato, strumento principe per contrastare la deflazione, liberando i bilanci delle banche e favorendo così nuovi acquisti o nuovi prestiti, come da tempo operano la Federal Reserve, la Banca d'Inghilterra e quella del Giappone.

Nelle dinamiche planetarie di rilancio tramite la componente monetaria, il ruolo della BCE è molto più complesso e ambizioso delle consorelle anglosassoni e giapponese. A Francoforte c'è infatti una banca centrale incompleta in quanto rappresenta gli interessi di 18 paesi europei, con sistemi politici, fiscali, sociali e finanziari molto diversi fra loro: quali titoli comperare, in quali quantità e in base a quali criteri? Il peso dell'urgenza, l'individualità dei paesi membri dell'Unione europea (UE) stimola Francoforte ad andare oltre il suo ruolo istituzionale.

Jean-Claude Trichet, l'11 giugno scorso a Losanna, invitato dalla Fondazione Jean Monnet pour l'Europe, non ha esitato ad affermare che la BCE è riuscita a promuovere il processo d'integrazione europea a livelli impensabili fino a pochi anni fa ("L'UE si è dimostrata audace"). Riprendendo il pensiero di Jean Monnet, Trichet ha ricordato che, agendo nell'urgenza, l'integrazione delle economie provoca e determina quella politica; con la crisi del 2008 la regia di questo passaggio è di fatto passata nelle mani della BCE.

#### L'attore incompleto: UE, dall'integrazione economica a quella politica?

Negli anni '50 il carbone e l'acciaio erano elementi centrali delle economie di guerra e per questo furono alla base del primo vero progetto d'integrazione sovranazionale del Continente. Poi, con il Piano Marshall l'ambizione di unire politicamente il continente tramite il mercato e le istituzioni, si innestò nella Comunità economica europea (CEE). Negli anni '90 Jacques Delors completò il disegno rilanciando l'obiettivo del mercato comune e creando un forte coronamento politico con l'euro.<sup>13</sup> Delors, dopo la caduta del Muro di Berlino e l'accentuarsi della finanziarizzazione dell'economia, capì che il carbone e l'acciaio dei tempi moderni era la moneta, l'euro. La Germania, che dovette rinunciare al marco, non gli concesse di realizzarlo con alla testa una vera e completa banca centrale, capace di creare moneta anche attraverso l'acquisto di titoli di stato, perché terrorizzata dai comportamenti inflattivi dei partner del Sud (Italia e Francia in primis). Ma volle che questa fosse indipendente e veramente sovranazionale, creando i presupposti per il suo futuro divenire perno dell'intero processo d'integrazione. Dalla sua creazione, mentre la classe politica ha continuato a rivelare la sua inadeguatezza ed impreparazione a gestire le sfide di un mondo sempre più globalizzato, la BCE, la più sovranazionale fra le istituzioni comunitarie, ha continuato a segnalare i problemi reali e potenziali di un'economia basata su una moneta unica, ma priva di una vera politica economica comune sostenuta da un vero budget condiviso. Gli indicatori di competitività, ha spiegato Trichet a Losanna, interni ed esterni (costo della manodopera, costo unitario di produzione, bilancia dei pagamenti) avvertivano da tempo la costante deriva della zona euro e la BCE ne era portavoce. L'ex presidente della BCE ha però voluto sottolineare che non c'era unione bancaria e non si era neppure terminato il mercato comune dei servizi, in un contesto in cui la correlazione tra stato e banca era altissima: se la BCE non poteva acquistare titoli di stato, questo compito poteva essere svolto dalle banche convinte di agire con l'indiretta complicità di Francoforte.

La crisi del 2007-2008 ha aperto il vaso di Pandora delle insufficienze di un sistema europeo in cui il mercato interno non era stato completato e le riforme strutturali costantemente rinviate. Ci si accorse che non esisteva nemmeno un meccanismo di salvataggio per aiutare i paesi in pericolo. In pochi anni, dopo il 2011, con l'avvitarsi della crisi economica sull'euro, il patto di stabilità e crescita è stato rafforzato, ampliando i poteri della Commissione assieme al fiscal compact

---

<sup>13</sup> Vito Monte, *Il passo lento del montanaro, Rapporti Svizzera-Unione europea-Euro*, Edizioni La Regione Ticino, 2007, pp. 135-150.

che obbliga ad una maggiore sorveglianza degli squilibri macroeconomici: "Siamo andati molto avanti nella sorveglianza delle politiche economiche e nel campo della definizione dei budget nazionali".<sup>14</sup> Tradotto: siamo andati molto avanti nel trasferimento di poteri a livello sovranazionale.

### L'aiuto delle banche centrali e i limiti del Credit Easing di Mario Draghi

Ma ad oggi la BCE non è ancora libera di effettuare un vero QE, anche se nell'urgenza ha acquistato titoli di Stato di alcuni paesi in difficoltà, malgrado l'opposizione della Germania, che comunque ne ha riconosciuto la legittimità perché effettuati sul mercato. Con il suo Credit Easing, Mario Draghi decide solo in parte, contrariamente ai suoi omologhi della FED e delle banche centrali giapponese e inglese, quanta liquidità immettere sul mercato: dipende tutto dalla domanda delle banche, che possono rimborsare la liquidità ottenuta prima del tempo (su loro iniziativa la base monetaria si era già ridotta di un terzo da agosto 2012). Con gli LTRO, per quanto massicci, la BCE resta passiva nei confronti del sistema creditizio.<sup>15</sup> Le banche della zona euro hanno usato i fondi dei due interventi del 2011 e 2012 per risanare i loro conti e acquistare titoli di Stato. Ora però, con in corso gli stress test della BCE, la situazione è più complicata. Con l'idea di lanciare il mercato degli ABS europei, Draghi si sta posizionando per una maggiore capacità d'intervento, per un vero QE se necessario. Ma ha bisogno di tempo. Ecco perché l'articolata mossa della BCE può aver successo solo se restano aperti, almeno per ora, i rubinetti della liquidità delle altre banche centrali, in un contesto che sia almeno di moderata crescita capace di provocare un po' d'inflazione.

Ed effettivamente, visto il tenore della riunione del FOMC del 18 giugno, sembra che la signora Yellen sostenga questa visione, mentre la Banca d'Inghilterra, pochi giorni prima (5 giugno) aveva deciso di mantenere il programma di acquisti di asset a 375 miliardi di sterline. La banca del Giappone non sembra intenzionata ad arrestare i suoi interventi.<sup>16</sup> Anzi, per sostenere la componente più complessa dell'Abenomics, cioè le riforme strutturali annunciate a giugno, la BOJ prevede un ulteriore piano di QE nella seconda parte del 2014, obbligando anche l'ultraconservativo fondo pensione governativo ad investire pesantemente in borsa. Con un debito pubblico al 240% del PIL il paese del Sol Levante ha un vitale bisogno d'inflazione!

La necessità di mantenere alto il livello di interventi monetari nelle economie avanzate dipende dalla debolezza dei paesi emergenti ed in via di sviluppo, con al centro la Cina, che non sono pronti a compensare la frenata nelle esportazioni con un aumento della domanda interna. Le previsioni di crescita in Cina sono costantemente riviste al ribasso (da 7,7% a 7,4%, previsioni BCE), con la crescita che terrà grazie "alla forte domanda esterna delle economie avanzate e modesti stimoli fiscali e monetari. Le autorità continuano ad enfatizzare che la Cina si sta muovendo verso una minore, ma più sostenibile crescita e quindi in questo ambito le aspettative vanno conseguentemente riviste".<sup>17</sup>

---

14 Jean-Claude Trichet, "*L'avenir de la zone euro*", conferenza, Losanna, 11 giugno 2014.

15 Riccardo Sorrentino, "*In Europa il 'QE' non decolla*", Il Sole 24 Ore, 6 giugno.

16 Escludendo cibo ed energia, ad aprile l'inflazione CPI era al 2,3%, ma 0,8% togliendo l'effetto fiscale. A giugno è ulteriormente aumentata, ma siamo lontani dall'obiettivo del 2%, Vedi Hiroshi Nakaso, Deputy Governor of the Bank of Japan, "*The Conquest of Japanese Deflation: Interim Report*", 19 giugno 2014.

17 Nel primo trimestre del 2014 il PIL previsto per l'anno è sceso dal 7,7% al 7,4%, vedi ECB *Montly Bulletin*, Giugno 2014, p.15.

## Si prepara una nuova bolla?

L'investitore dovrebbe sentirsi a suo agio in questo scenario per i prossimi mesi e forse anni, con le banche centrali costrette a darsi manforte. Ma qualche dubbio si insinua sulla tenuta e la solidità degli impressionanti stimoli monetari che ci accompagnano dall'inizio di questa crisi (che risale ormai a quasi 7 anni fa) e che continuano a gonfiare i bilanci delle banche centrali e le borse. Gli istituti d'emissione sono riusciti, nell'urgenza, a muoversi in piena autonomia, con il G20 pronto a sostenere – o meglio a beneficiare – delle politiche monetarie decise dai banchieri centrali. Ma ora la realtà è molto più complessa. Le politiche monetarie permettono di guadagnare tempo, ma sono gli interventi strutturali, nelle mani della politica, a dover creare un sano contesto di crescita che permetta ad un certo punto di rinunciare al “doping”.

La Banca dei Regolamenti internazionali (BRI) già da tempo puntella il mondo politico.<sup>18</sup> Ora si preoccupa anche dei margini di manovra dei suoi membri: “Le banche centrali sono diventate più dipendenti dalle decisioni dei governi – sulla politica fiscale, sulle scelte finanziarie dei governi e sulle regolamentazioni che richiedono a banche e ad altri istituti di detenere bond governativi”.<sup>19</sup> Gli asset finanziari, secondo Philip Turner, “hanno conosciuto una significativa accelerazione. Ma l'auspicata crescita reale del PIL, che avrebbe consentito alle banche centrali di ridimensionare gli acquisti non si è materializzata. Questa disconnessione tra la rapida crescita dei prezzi degli asset finanziari e la persistente debolezza della domanda è preoccupante. Si tratta di una bolla destinata a scoppiare? O le previsioni sottostimano la domanda reale nei prossimi due anni?”<sup>20</sup>

I dubbi di essere tornati in una bolla ci sono. Le condizioni del mercato assomigliano molto a quelle del 2007. Gli spread e la volatilità sono molto bassi mentre i prezzi degli immobili e le operazioni di M&A stanno esplodendo. Le società americane stanno riacquistando azioni proprie ad un tasso annualizzato che corrisponde al 2,5% del PIL: il buy-back aumenta gli utili per azione e i bonus dei manager. Questo dato in sé potrebbe apparire comunque positivo; il riacquisto di azioni proprie dovrebbe segnalare ottimi bilanci. In certi casi, come per la Apple, è vero. Ma in realtà i debiti netti (dopo aver sottratto il cash) nella corporate America sono al livello record di 2,3 trilioni di dollari essendo saliti del 14% l'anno scorso. Il ratio dei debiti di lungo termine sul totale degli asset è vicino al picco del 2009. Per giustificare questi numeri è necessario che gli utili per azione siano positivi, anzi eccellenti; ma il Bureau for Economic Analysis (BEA) rileva che negli Stati Uniti i profitti della produzione corrente sono scesi di 198 miliardi di dollari nel primo trimestre, mentre il cash flow è diminuito di 120 miliardi. Certo questi dati sono influenzati dal mal tempo, ma la flessione, per 26 miliardi, ha colpito anche gli utili prodotti all'estero. Non dovrebbe meravigliare se ora le aziende guadagnano meno, visto che sono a livelli record dal dopoguerra (in rapporto al PIL): la crisi ha permesso di assumere personale a costi stracciati e indebitarsi, almeno negli USA, a tassi irrisori. Ma gli analisti continuano a prevedere utili in crescita anche quest'anno (+9% per lo S&P).<sup>21</sup>

A detta di Thomas Piketty<sup>22</sup>, ciò che ci aspetta nel XXI secolo è il possibile ritorno a un regime storico di crescita debole. Nel più breve termine, si può solo rilevare che le aspettative non riflettono la potenza degli interventi monetari effettuati o comunque previsti. Sul versante della domanda, i postumi dell'indebitamento privato antecedente la crisi e dell'indebitamento pubblico amplificati dalla stessa, continuano a pesare sulla domanda interna. E' probabile – come scrive Jean Pisany-Ferry – che il fenomeno durerà parecchi anni, anche se il suo peso si ridurrà. Sul fronte dell'offerta, la

---

18 Vedi “*Il bastone e la carota*”, Newsletter 2, [www.centrostudimonte.com](http://www.centrostudimonte.com)

19 Philip Turner, “*The exit from non conventional monetary policy: what challenges*”, BIS Working Papers, N. 448, p. 1

20 Ibidem, p.12

21 “*Market conditions bear a worrying resemblance to those of 2007*”, The Economist, June 28th-July 4th 2014.

22 Thomas Piketty, *Le capital au XXIe siècle*, Editions du Seuil, 2013, p. 125.



crisi ha diminuito la crescita potenziale della produzione perché le aziende hanno investito meno e hanno ostacolato l'adozione di nuove tecnologie.<sup>23</sup>

A fronte di questa analisi, ad oggi, sembra chiaro che il bull market sia ancora sostanzialmente dipendente dagli interventi delle banche centrali. Diventa ancora più attuale chiedersi se gli stimoli monetari si trasmettono sufficientemente all'economia reale stimolando la spesa del settore privato in modo da ridurre la disoccupazione. A questi interrogativi William R. White, ex capo economista della BRI, risponde negativamente: "L'argomento secondo il quale una maggiore ricchezza "wealth" (generata da bassi tassi che stimolano il valore dei beni) conduce ad una maggiore spesa, deve essere riconsiderato. Pur non negando la solida correlazione empirica di questo rapporto nel passato, l'argomento soffre di una pecca analitica. Bassi tassi non possono generare ricchezza "wealth", se questa viene definita come la capacità di permettere in futuro migliori standard di vita. Secondo questa prospettiva, prezzi delle azioni più alti costituiscono ricchezza se basati su aspettative di maggiore produttività e utili".<sup>24</sup>

Ma la realtà storica che sta dietro gli interventi straordinari è molto diversa poiché, nell'ultimo quarto di secolo, questi sono stati ampiamente utilizzati per affrontare cali reali o prospettici nell'economia. A titolo di esempio, la politica monetaria fu allentata nel 1987 dopo il crash di Ottobre. Poi di nuovo nel 1990, a seguito del boom immobiliare che nel crollo trascinò le Savings and Loan Associations. Malgrado il calo della disoccupazione, gli americani decisero di non alzare i tassi nel 1997 per paura degli effetti globali a seguito della crisi del Sud Est Asiatico. Nel 1998, il fallimento dell'hedge fund LTCM provocò un allentamento esplicito, il quale fu poi seguito nel 2001 da una forte e vigorosa risposta monetaria per contrastare la frenata in corso, aggravata dal crash a seguito dell'11 settembre. Dal 2007 la politica monetaria è al centro delle speranze di crescita delle economie avanzate. Secondo White, gli effetti cumulativi di questi interventi, nel lungo termine, hanno permesso ad investimenti sbagliati di persistere riducendo il tasso di crescita e provocando bolle successive di vari tipi.

### Forti interventi monetari, poca inflazione!

Prima di chiederci se veramente viviamo in una bolla e quando scoppierà bisogna interrogarsi sul perché le banche centrali, nei paesi avanzati, possono procedere con questo tipo di politica senza accumulare inflazione. Certo, l'impegno dichiarato di voler combattere a tutti i costi l'inflazione ha contribuito a mantenere basse le aspettative. Ma la vera ragione è probabilmente da ricercare nei tassi di crescita dei paesi emergenti, paralleli ad una serie di frenate economiche importanti in vari paesi: in Germania dopo la riunificazione, nel Sud Est asiatico dopo la crisi, negli Usa dopo il crash del Nasdaq. L'aumento secolare dell'offerta si è verificato contestualmente all'indebolimento della domanda, a causa anche della variabile demografica; questo contesto ha facilmente permesso di anticipare la riduzione dell'inflazione.

Anche se l'attenzione dichiarata della FED si concentra sulla disoccupazione, in realtà la vera variabile che può influenzare un cambio sostanziale nelle politiche monetarie è dato dal tasso di crescita delle economie e dall'inflazione. Negli Stati Uniti e in Inghilterra, c'è qualche segnale, ma per ora non sembra preoccupare. In Giappone l'inflazione volutamente prodotta non ha ancora raggiunto i target scelti dal governo. In Europa la situazione volge piuttosto alla deflazione. Come scrive White, "la combinazione di eccedenza di debito (da parte dei mutuatari) ed eccessivo volume di prestiti (da parte degli istituti di credito) ha condotto a un sistema di spesa molto prudente ... le banche si sono fatte più caute e preferiscono mantenere riserve piuttosto che concedere altri crediti, mentre a sua volta anche la clientela è più

---

<sup>23</sup> Jean Pisani-Ferry, *"Il rompicapo della crescita"*, il Sole24 Ore, 1. Marzo 2014.

<sup>24</sup> William R. White, *"Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences"*, August 2012, Revised September 2012, Federal Reserve Bank of Dallas – Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 126, p. 12



prudente e, in linea generale, non propensa a richiedere prestiti. A mio parere, queste condizioni sono destinate a permanere, e quindi direi che la deflazione è il maggior rischio a breve termine".<sup>25</sup>

## Conclusione

Con una ripresa mondiale ancora fragile e instabilità geopolitiche aperte che tendono ad accumularsi, le preoccupazioni riguardanti la capacità di superare la crisi scoppiata nel 2007 oltre Atlantico, con la bolla dei subprime, appaiono certamente legittime. Gli Stati Uniti, anche se a tassi di crescita ridotti per rapporto alle medie storiche, danno segnali di vitalità. Ma se questi vengono confrontati all'entità delle manovre finanziarie straordinarie, i risultati non sono brillanti. E' certo diminuita la disoccupazione, ma non si muove il tasso di partecipazione della forza lavoro. Ciò significa che la politica dei QE è servita e serve a muovere il mercato, ma non ha provocato grossi cambiamenti strutturali e produttivi capaci di creare ricchezza diffusa e quindi stimolare consumi senza il ricorso obbligato all'indebitamento. Il Giappone ha deciso pure lui di accelerare la via della creazione monetaria: ne ha bisogno per svalutare lo yen, stimolare l'esportazione e creare inflazione capace con il tempo di erodere il debito. Continuerà ancora l'esperimento e quindi favorirà la sua borsa e i flussi monetari internazionali. Ma contestualmente deve ora iniziare la fase più complessa dell'Abenomics che riguarda riforme strutturali e sociali estremamente complesse. L'Unione europea è strutturalmente impossibilitata ad operare come i paesi anglosassoni e il Giappone. La via dei QE è frenata dalla frammentazione delle politiche dei paesi membri incapaci di una vera visione comune. La banca centrale europea si è di fatto assunta l'onere di trascinare il processo d'integrazione utilizzando la costruenda unione bancaria per stimolare l'utilizzo del credito quale strumento motore della domanda. Parallelamente tenta, con la prospettiva degli ABS, di provocare un sistema di cartolarizzazioni che avvicini il mondo continentale europeo al sistema finanziario anglosassone. Gli annunci di Draghi, per ora, hanno salvato l'euro: ma sono annunci. Per riuscire nei suoi obiettivi la BCE ha bisogno dell'aiuto delle altre banche centrali: non potendo per ora lanciare un vero QE, ha bisogno di beneficiare di quello degli altri. Janet Yellen e il FMI sembrano propensi a seguire questo percorso. Sanno di poter continuare fin che non appaiono segnali anticipatori d'inflazione. Senza crescita, l'inflazione, nei paesi sviluppati, può partire solo se le banche centrali perdono credibilità! I paesi in via di sviluppo soffrono perché hanno un controllo molto relativo sui loro flussi finanziari. Ciò si traduce, nel lungo termine, in tentativi di provocare la nascita di un sistema finanziario alternativo al dollaro; nel breve, in pericolose tensioni geopolitiche. E' tempo di essere molto, molto prudenti: finita la stagione dei risultati, resteranno le incertezze geopolitiche e quelle sulla macroeconomia a condizionare l'andamento degli asset finanziari nel breve termine. Nel più lungo termine sarà l'attualmente non preoccupante aspettativa di crescita dell'inflazione a segnare la fine di un ciclo iniziato già da qualche anno.

---

25 William R. White, "Inflazione o deflazione?", Dialogo con Notestein, aprile 2014.