

IL BASTONE E LA CAROTA

Newsletter Nr. 2 - Luglio 2013

07/07/2013 - La prova generale di un possibile ritorno a politiche monetarie più "normali" è iniziata il 19 giugno scorso con la comunicazione di Ben Bernanke a conclusione della riunione del Federal Open Market Committee (FOMC). L'impatto sui mercati delle parole del presidente della più importante banca centrale del mondo è stato violento. Tutti gli asset finanziari, salvo qualche eccezione come il dollaro americano, si sono fortemente deprezzati, cogliendo di sorpresa gli operatori finanziari, mentre il rendimento del treasury decennale è salito al 2,6%. La paura si è presto trasformata in panico poiché il contesto finanziario era reduce da una forte correzione della borsa giapponese (-7% in un solo giorno, il 23 maggio), dovuta a dubbi sulla sostenibilità delle politiche monetarie giapponesi e cinesi, dove Pechino intende contenere la speculazione che mina i suoi progetti di sviluppo del mercato interno, gestendo con mano ferma i rubinetti della liquidità. E' quindi finita la festa sui mercati finanziari

Probabilmente no, o meglio, non ancora. Il messaggio che la Federal Reserve (Fed) ha voluto dare, proprio in prossimità della fine del semestre, ha almeno un obiettivo: ricordare che gli interventi straordinari sono utili solo se restano tali. La politica deve approfittare del contesto del denaro facile per attuare riforme strutturali che la più grande crisi finanziaria dopo quella del 1929 richiede. Altrimenti il denaro resta incagliato ai piani alti della finanza, alimentando la speculazione. Gli Stati Uniti sono stati tra i primi ad utilizzare forme straordinarie di allentamento monetario. E sono anche quelli che iniziano, forse, a vedere qualche risultato in termini di crescita economica. Sanno che non potranno continuare a lungo su questa strada. Bernanke sta quindi saggiando il terreno. Ora che anche il Giappone intende mettere mano ad una colossale manovra di Quantitative Easing (QE, forti allentamenti monetari), è necessario che le banche centrali, e la FED in particolare, siano pronte ad intervenire, su ogni eccesso, per ricordare ai mercati che i rischi diventano enormi quando si costruiscono leve finanziarie partendo da liquidità fornita per l'emergenza. E' quanto è successo negli ultimi mesi al mercato obbligazionario ed alle valute di carry trade. Dopo le parole di Bernanke, gli investitori assuefatti alla bassa volatilità e ai tassi estremamente contenuti, sono corsi a chiudere le posizioni a leva. Così le valute a basso reddito, quali lo yen e il franco svizzero, si sono apprezzate, mentre quelle a maggior reddito, come il dollaro australiano e le valute di paesi emergenti, si sono deprezzate. Il rifugio nel cash e nel dollaro ha travolto quasi tutte le asset class, non risparmiando nemmeno i paesi emergenti, soprattutto quelli già provati da un contesto economico debole, quali il Sud Africa (Rand, -6%), il Brasile (Real -6%) e l'India (Rupia -8%). Viste le correlazioni, a poco è servita la diversificazione di portafoglio nella protezione dei patrimoni.

Il Rapporto della Banca dei regolamenti internazionali (BRI)

Le parole di Bernanke hanno preceduto di pochi giorni la pubblicazione del rapporto annuale della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), nel quale è riassunto come gli istituti di credito centrali sono intervenuti fino ad ora e le preoccupazioni (rivelatrici di prossime strategie) per il futuro. Le banche centrali negli ultimi cinque anni non solo hanno portato i tassi praticamente a zero (USA, UK, EU, in Giappone lo sono dagli anni '90!). Hanno anche effettuato una forte espansione dei loro bilanci che, collettivamente, sono ora tre volte superiori al periodo pre-crisi. Originariamente conosciuta per descrivere interventi destinati a

evitare un collasso finanziario, la frase “whatever it takes” (tutto ciò che è necessario), è diventata un grido di battaglia per motivare l’utilizzo di armi monetarie straordinarie.

Ma il culmine della crisi – si legge nel rapporto – è passato, e ora gli obiettivi devono andare oltre l’emergenza e favorire il ritorno ad adeguati e sostenibili tassi di crescita.¹ Quanto è stato messo in atto, ha permesso di guadagnare tempo. Ma il tempo non è stato utilizzato bene poiché i tassi di interesse eccessivamente bassi e politiche monetarie non convenzionali hanno reso “più facile prendere prestito che risparmiare, spendere più che tassare, restare come si è invece di cambiare”.

Le autorità politiche devono accelerare la riforma del mercato del lavoro liberando i mercati per aumentare la produttività e rilanciare la crescita; il settore privato deve ridurre la leva finanziaria mentre quello pubblico deve assicurare sostenibilità fiscale, “i rischi del sistema finanziario – dice il rapporto della BRI - devono essere gestiti e l’aspettativa che la politica monetaria da sola possa risolvere questi problemi è una ricetta verso il fallimento”. Il messaggio della banca dei banchieri centrali aiuta a riqualificare l’intervento di Bernanke. Più che un vero e proprio cambio di politica monetaria, Bernanke ha voluto richiamare all’ordine gli operatori finanziari ed alle proprie responsabilità le autorità politiche.

La visione positiva della Federal Reserve

Dalla riunione dei governatori (FOMC) è emerso che sulla base dei dati in loro possesso “l’economia americana sta continuando moderatamente a crescere, malgrado le restrizioni dell’attuale politica fiscale, mentre il miglioramento del mercato del lavoro e il rafforzamento del comparto immobiliare contribuiscono ad aumentare la fiducia dei consumatori e la spesa delle famiglie”. La disoccupazione è ancora al 7,6%, ma il Comitato crede che i rischi per l’economia ed il mercato del lavoro sono in diminuzione dalla scorsa primavera. L’inflazione dal canto suo resta sotto il target di lungo periodo del 2%, ed anzi, recentemente è anche calata a causa di fattori transitori che non intaccano le stabili aspettative di lungo termine. Le proiezioni di crescita economica del FOMC variano tra il 2,3% e il 2,6% nel 2013, tra 3% e 3,5% nel 2014, per raggiungere un massimo del 3,6% nel 2015, quando la disoccupazione dovrebbe attestarsi tra il 5,8% e il 6,2% e l’inflazione restare contenuta tra 0,8% e 1,2% per toccare il 2% solo nel 2015.

A larga maggioranza i membri del FOMC non prevedono rialzi dei tassi prima del 2015, un primo aumento potrebbe avvenire nel 2016. Il programma in vigore dal settembre 2012, di acquisto di titoli di stato statunitensi a lungo termine (45 miliardi di usd al mese) e di prestiti ipotecari (40 miliardi) non è stato modificato ma, ha annunciato Bernanke, potrebbe variare il ritmo se le condizioni economiche evolvono, probabilmente da fine anno, concludendo l’esperimento a metà del 2014 se il tasso di disoccupazione si avvicinerà al 7% (era 8,1% quando questa forma d’intervento monetario fu annunciata).

Bernanke e la maggioranza dei membri del FOMC si sono mostrati ottimisti sul futuro dell’economia americana, visto il miglioramento delle condizioni finanziarie. Il principale rischio, che potrebbe manifestarsi quest’anno, è dato dalla politica fiscale federale americana: potrebbe costare l’1,5% della crescita. E’ proprio questo l’aspetto positivo: l’economia cresce comunque anche se a passo moderato. Bernanke ha quindi voluto approfittare di una situazione - secondo lui – favorevole per preparare il percorso verso il ritorno a politiche monetarie più normali, provocando, volutamente, una correzione dei mercati.

Il banchiere centrale ha anche promesso che è pronto a ritornare sui suoi passi se la situazione peggiora, ammettendo che “non abbiamo ancora veramente visto gli effetti delle politiche fiscali”. Probabilmente, il 19 giugno scorso è iniziata una nuova tattica d’intervento della Fed; quella della carota e del bastone. Gli stimoli monetari potranno naturalmente essere frenati dalla crescita economica. Ma se questa non c’è, o

non c'è a sufficienza, mentre i mercati esagerano speculando, la Fed interverrà con il bastone, togliendo o frenando il flusso di liquidità.

Dubbi sullo stato dell'economia mondiale

In effetti la crescita economica mondiale è modesta e non può sostenere un cambio nelle politiche monetarie espansive. Il bollettino mensile della Banca centrale europea (BCE) precisa, riguardo all'economia globale, che “mentre le condizioni dei mercati finanziari globali sono migliorate, un certo numero di sorprese negative sia nel sentiment che nei dati economici rilevati nel secondo trimestre, sottolineano la fragilità della ripresa e l'incertezza che circonda il global outlook”.² Ma anche altri istituti di ricerca quali il FMI e l'OCSE, hanno rivisto le stime di crescita dell'economia globale, interrogandosi sulla situazione degli Stati Uniti, viste le politiche fiscali in corso, sulle politiche di austerità dell'Unione europea e sui limiti dei paesi emergenti. Il JPM Global composite PMI è sceso a giugno a 51,4 da 52,9.

Ragionando da economista keynesiano – e non da banchiere centrale preoccupato anche delle bolle sui mercati – il premio Nobel per l'economia Paul Krugman, ha subito definito l'intervento di Bernanke uno sbaglio: “Non è escluso che la Federal Reserve possa vincere la sua scommessa, ma ci sono forti possibilità che questa scelta finisca per apparire ai posteri come un errore storico”.³ Secondo Krugman “l'economia americana è ancora in condizioni difficilissime, e lo si vede chiaramente se invece di guardare alla disoccupazione guardiamo all'occupazione ... la realtà è che siamo ancora molto lontani da livelli di occupazione accettabili”. Secondo l'accademico la Fed continua a peccare di ottimismo.

I pericoli di un cambio improvviso e violento nell'ambito dei tassi, sono stati ben esplicitati nell'ultimo rapporto della BRI: “Che cosa succederebbe ai detentori di buoni del tesoro americani (esclusa la Fed) se i tassi dovessero salire del 3% nelle varie maturità: perderebbero più di un trilione di usd, o almeno l'8% del PIL negli Stati Uniti. Le perdite dei debiti emessi da Francia, Italia, Giappone e Regno Unito si situerebbero tra il 15% e il 35% del PIL dei rispettivi paesi”. Secondo l'istituto di Basilea “le potenzialità di perdita in relazione al PIL sono ad un livello record in molte economie avanzate. Un aumento improvviso dei tassi pone enormi rischi per la stabilità del sistema finanziario ... ma continuare a fornire stimoli straordinari sta diventando sempre più pericoloso poiché l'equilibrio tra benefici e costi si sta spostando ... Gli stimoli monetari da soli non bastano a riportare la crescita perché le radici del problema non sono monetarie ... Le banche centrali – conclude il Rapporto – devono tornare al loro ruolo di stabilizzatori, permettendo ad altri di compiere il duro ma essenziale lavoro di aggiustamento”.

Il bastone di Bernanke ha aperto, almeno negli Stati Uniti, un percorso sicuramente più misurato per le politiche monetarie non convenzionali, come indicato dalla BRI. E' inoltre riuscito a riportare il senso del rischio agli investitori, che per questo da ora in avanti saranno più selettivi. Ma è comunque difficile immaginare che l'economia americana riesca veramente a tenere il passo con le previsioni del FOMC. Come scrive Martin Feldstein, “raggiungere gli obiettivi di crescita di PIL fissati dalla Fed per quest'anno richiede che l'economia cresca più del 3% nel terzo trimestre”.⁴ L'export americano sta declinando come conseguenza della crescita negli altri paesi e del rafforzamento del dollaro. Il “sequester”, l'aumento dell'imposizione fiscale iniziato il 1. gennaio, continuerà a ridurre la domanda aggregata. Queste forze potrebbero veramente controbilanciare gli effetti positivi avuti sul PIL con l'aumento degli investimenti residenziali. La crescita è inoltre stata sostenuta soprattutto dai consumi, che sarà difficile restino a questi livelli con utili societari stagnanti e tasso di risparmio della famiglie sceso al 3,2%. L'aumento dei tassi d'interesse conseguente alla parole di Bernanke indebolirà la crescita e gli impieghi. Tornerà la Fed fra qualche settimana o mese a correggere il tiro Molto dipenderà da ciò che succederà negli altri poli economici del mondo, nei paesi emergenti, in Europa e innanzitutto in Giappone.

Supporti monetari straordinari da Europa, Regno Unito e Giappone

Come reazione all'intervento di Bernanke, Mario Draghi, presidente della BCE, ha dichiarato, il 4 luglio scorso, esplicitamente e a sorpresa, che i tassi d'interesse resteranno ai livelli attuali, o anche più bassi, per un lungo periodo di tempo. L'indicazione sull'evoluzione futura della politica monetaria ("forward guidance"), in pratica una guida per le prossime mosse, è una novità assoluta per la BCE, che si è sempre rifiutata di impegnarsi sull'andamento futuro dei tassi. La scelta della BCE, che ha contribuito a calmare i mercati, dipende dal fatto che l'inflazione è sotto controllo, l'economia dell'Eurozona è debole e la moneta, e soprattutto il credito, non crescono. Questi tre fattori saranno decisivi per sostanziare le future decisioni sui tassi. Il presidente della BCE ha anche detto che l'attuale livello dello 0,5% del principale tasso di rifinanziamento non è da considerarsi un minimo e ha esplicitamente dichiarato che il tasso sui depositi che le banche tengono presso la BCE (oggi a zero), può anche diventare negativo.

Draghi è in parte stato obbligato ad intervenire, perché le parole di Bernanke hanno provocato un rialzo dei tassi in Europa, dove la ripresa combatte ancora con la recessione. Ma la capacità d'intervento della BCE, vista l'ostilità della Bundesbank e la minaccia della Corte costituzionale tedesca sul meccanismo salva stati (Omt), è per ora limitata. A meno che gli eventi non precipitino, sarà difficile che l'istituto guidato da Mario Draghi possa andare oltre le parole prima delle elezioni tedesche di settembre. Un'indiscrezione pubblicata dalla Süddeutschezeitung nelle scorse settimane, accennava a riflessioni all'interno della BCE, atte a preparare un piano di acquisti generalizzato di obbligazioni di tutti i paesi membri dell'euro e non solo di quelli in difficoltà. Affinché una simile ipotesi possa essere presa in considerazione, paesi quali l'Italia e la Francia devono dimostrare che stanno seriamente operando per rilanciare la produttività, ridimensionando il loro apparato statale e liberalizzando le strutture produttive interne. E' quanto chiede la Germania in linea con il Rapporto della BRI.

Volendo riflettere su forme di QE alternativi a quelli americani, è forse più facile volgere lo sguardo verso Londra, dove Mark Carney, nuovo governatore della Banca d'Inghilterra, ha confermato che manterrà in essere l'attuale piano di acquisti di bond (un programma di 375 miliardi di sterline; lo 0,8% del PIL mondiale), e soprattutto verso Tokyo.

Se il 21 luglio prossimo il potere politico di Shinzo Abe uscirà rafforzato dalla urne, verranno probabilmente confermati i piani di un enorme operazione di trasformazione economica, ma anche sociale, del Giappone. L'Abenomics – come ormai viene denominata la politica di rilancio di Abe – punta al deprezzamento dello yen, al fine d'incentivare l'export nipponico continuamente minacciato da quello cinese, a tassi di interesse negativi (per disincentivare il risparmio), a politiche monetarie esplosive per aumentare l'inflazione tanto da raggiungere la soglia del 2% ed uscire dall'atavica deflazione. Entro il 2015 – quando gli USA progettano di rialzare i tassi - si prevedono interventi monetari pari al 4% del PIL mondiale, quindi superiore anche ai tre QE americani (3,1% del PIL mondiale): una bella carota per i mercati finanziari dopo il bastone di Bernanke!

Sembra quasi che la Fed voglia in parte tirare i remi in barca proprio perché si aspetta che il Giappone la sostituisca. Uno yen debole favorisce i prodotti giapponesi; ma nel contempo un rafforzamento del dollaro (grazie a tassi più allettanti), aiuta gli Stati Uniti a finanziare il proprio debito pubblico. La liquidità prodotta dall'Abenomics andrà alla ricerca di rendimenti sia sul mercato obbligazionario che azionario. Malgrado la stampa scriva di guerre valutarie, in realtà sui movimenti giapponesi le reazioni sono state relativamente contenute. L'attacco va piuttosto alla politica commerciale cinese.

Le implicazioni di un mercato unico transatlantico

Le operazioni monetarie in corso hanno infatti anche una connotazione geopolitica. L'Occidente sembra voler ritornare al centro della crescita economica mondiale, o almeno vuole meglio controllarla. L'8 luglio scorso, a Washington, è iniziata la prima seduta di una tornata negoziale tra americani ed europei per definire, già nel corso del 2014, un accordo commerciale per un mercato unico transatlantico. L'ambizione del progetto è enorme, e potrebbe avere un impatto considerevole sulle dinamiche di sviluppo anche per il resto del mondo: l'interscambio USA-UE, che è già pari a 646 miliardi di dollari l'anno, unirà due blocchi che rappresentano il 50% dell'output mondiale, il 30% dei commerci globali e il 20% degli investimenti diretti.⁵ Il Centre for Economic Policy Research ha quantificato l'impatto sul PIL tra 68,2 e 119,2 miliardi di eur per l'UE e tra 49,5 e 94,9 miliardi di eur per gli Stati Uniti (proiezioni al 2027).⁶

La crescita che potrebbe partire dal mercato transatlantico toccherebbe gli aspetti più sofisticati dell'interscambio economico, dove i servizi – se saranno inclusi –, la tecnologia, il comparto farmaceutico, competeranno ad un alto livello di qualità, favorendo strutture di know-how più che aziende di medio e basso livello manifatturiero. Questa dinamica dovrebbe in parte compensare la progressiva normalizzazione dei tassi di crescita di alcune economie emergenti, quali quella cinese. A questo proposito è interessante osservare come si sta muovendo il gigante asiatico. L'accordo di libero scambio recentemente firmato con la Svizzera, proprio nel bel mezzo di una disputa commerciale con l'UE per i dazi sui pannelli solari, rivela la ricerca di vie alternative per agganciarsi al progetto del grande mercato euro-americano, beneficiando anche di una piazza finanziaria amica per preparare la negoziazione dello yuan.

Conclusioni operative

E' sicuramente importante cercare di interpretare possibili scenari futuri. Ma è nel breve termine che vanno assunte concrete scelte operative.

In questa fase della crisi economico-finanziaria le banche centrali hanno ancora un ruolo determinante. In un mondo globalizzato capire dove vanno i flussi finanziari e chi sono gli attori e i registi degli spostamenti, è necessario per sostenere le scelte d'investimento. Gli Stati Uniti, che si assumono e si arrogano il ruolo di poliziotti del sistema finanziario globale, hanno dato un messaggio forte il 19 giugno scorso: agire col bastone e la carota per bloccare la speculazione, quando questa esagera, e operare per preparare il rialzo progressivo dei tassi, che saliranno parallelamente alla crescita economica, se questa ci sarà. Per il momento il rialzo registrato nei rendimenti del decennale americano, avvenuto in maniera violenta e improvvisa, non dovrebbe essere troppo lontano dai massimi. E' probabile una fase di assestamento. Vista comunque l'abbondanza di liquidità e bilanci che hanno beneficiato in questi ultimi anni di tassi bassi e manodopera a buon mercato, il comparto high yield americano dovrebbe ancora offrire valore, doppiamente interessante per l'investitore in eur.

Man mano che la liquidità americana diminuirà, aumenterà quella proveniente dal Giappone. L'indebolimento dello yen favorirà soprattutto gli esportatori, ma è necessario coprire il cambio per entrare sulla borsa di questo paese. Alla ricerca di rendimenti più elevati, i flussi in uscita dallo yen andranno sul dollaro, in borsa, ma anche nel comparto obbligazionario: in termini relativi e reali, il decennale non lontano dal 3% e l'inflazione tra lo 0,8% e l'1,4% permettono di avere rendimenti positivi in una valuta considerata "rifugio". Ma anche i paesi emergenti, dopo la correzione, tornano ad essere selettivamente interessanti. Solo progressivamente i flussi si rivolgeranno all'Europa, aspettando prima conferme che le dolorose riforme e l'austerità riescano a mantenere vivo il processo d'integrazione europeo e quindi l'euro. In Europa i tassi non possono anticipare una ripresa che non c'è. I veri cambiamenti li vedremo dopo settembre. In termini borsistici, e nell'ottica di medio periodo del mercato transatlantico, le società europee meglio posizionate per beneficiarne sono probabilmente a sconto per rapporto a quelle americane. In questa dinamica si situa perfettamente anche la borsa svizzera, soprattutto se il franco frenerà la sua corsa contro eur e usd.

Note:

1. "I. Making the most of borrowed time", in 83rd BIS Annual Report 2012/2013, 23 June 2013
2. Monthly Bulletin, June 2013, European Central Bank, Eurosystem
3. Paul Krugman, "La politica monetaria USA è ancora troppo convenzionale", Il Sole 24Ore, 29 giugno 2013.
4. Martin Feldstein, "There is little chance that more bond-buying will help the economy. Meanwhile the financial risks are growing", WSJ, the 1st July 2013.
5. Mario Platero, "Al via il grande negoziato Europa-Stati Uniti", Il Sole 24Ore, 9 luglio 2013
6. "Reducing Transatlantic Barriers to Trade and Invest. An economic Assessment". Final Report, March 2013, Joseph François, Projet leader, CEPR, London