

LA DIFFICOLTÀ DI TORNARE NORMALI

Newsletter Nr. 3 - Gennaio 2014

07/01/2014 - La faticosa e complessa dinamica che dovrebbe portare verso l'uscita dalla crisi economica e finanziaria sta entrando nella fase più difficile e pericolosa: quella in cui gli interventi delle banche centrali dei paesi sviluppati dovrebbero rimodularsi prima di diminuire, per lasciare il posto alla crescita dell'economia reale. I mercati non si accontenteranno più di capire quanto carburante, massa monetaria, hanno a disposizione per gonfiare gli asset finanziari, ma s'interogheranno sul senso delle strategie monetarie straordinarie, entrate da tempo in territorio sconosciuto. Queste dovrebbero restringersi solo grazie ad un meccanismo di anticipazione della crescita economica messo in moto dai mercati stessi. Se il Federal Open Market Committee ha deciso una modesta diminuzione di 10 miliardi di dollari d'interventi straordinari il 18 dicembre scorso è perché questa dovrebbe riflettere la modesta ripresa dell'economia reale (anche se con un'accelerazione nel 3. trimestre) e la ancor più modesta crescita dell'inflazione; dati in linea con la crescita globale, che per il primo semestre del 2013 si attesta attorno al 2,5%, come nel secondo semestre del 2012.¹

Di veramente impressionante ci sono i bilanci delle banche centrali, in particolare della FED e la performance degli asset finanziari considerati più a rischio, quali azioni e obbligazioni high yield soprattutto negli Stati Uniti e in Giappone, un po' meno in Europa e nei paesi emergenti. C'è quindi da chiedersi che tipo di crescita economica stanno anticipando i mercati. O meglio, in che maniera stanno rispondendo ai massicci interventi delle banche centrali.

Fino ad ora, e forse per qualche tempo ancora, i mercati si sono accontentati di reagire a due classici motti: "Non andare contro la FED" e "seguì il trend". Ma da alcuni mesi sono le banche centrali stesse ad avisare, più che i mercati, i governi, che il loro ruolo non può restare ancorato in eterno all'emergenza. A maggio, il Rapporto della banca dei regolamenti internazionali (BRI) e poi la riunione del Federal Open Market Committee (FOMC), hanno annunciato un imminente ritorno a politiche monetarie più normali. Improvvisamente, sorprendendo gli operatori finanziari, la liquidità che tanto generosamente le banche centrali hanno prodotto in questi anni, si è diretta verso gli Stati Uniti, prosciugando sia le borse sia i mercati obbligazionari delle piazze emergenti, provocando svalutazioni valutarie e aumento generale dei tassi (il decennale USA a luglio sfiorava il 3%). Si è trattato di un primo assaggio della difficoltà di gestire il rientro dall'emergenza. I mercati finanziari si sono lasciati sorprendere un'altra volta quando, il 18 settembre scorso, la FED ha annunciato di non esser pronta a ridurre gli interventi straordinari (tapering): i tassi sono scesi, le borse sono ripartite incoraggiando il rischio.

I mercati, anche se trascinati dal tradizionale rally natalizio, s'interrogano. Per il momento non sembrano intenzionati a cedere a reazioni forti, ma cercano di capire che cosa faranno le banche centrali e per questo monitorano con attenzione non solo i dati direttamente anticipatori della crescita, ma anche la disoccupazione e l'inflazione. Parallelamente s'interrogano sulla valutazione di alcuni asset, magari già ora portatori di un'altra bolla. Infine, in maniera più globale, osservano che cosa la politica – e non solo le banche centrali – sta preparando per trasformare una morbida ripresa, dopo cinque anni dallo scoppio della crisi finanziaria, in un percorso di crescita strutturalmente più sano.

La “convergenza concettuale”

E' un fatto indiscusso che la gestione di questa crisi, la prima così potente dopo il 1929, è stata affidata alle banche centrali. Solo loro sono capaci di agire con la rapidità necessaria a un sistema ormai globalizzato e fortemente interconnesso, ma gestito da élites politiche che hanno un elettorato estremamente localizzato e che quindi non intendono assumersi responsabilità che possono avere – e sempre più spesso hanno – valenza planetaria. Globalizzati per definizione, i mercati finanziari si sono ancor più affidati alla saggezza dei banchieri centrali, fra i quali, come scrive Jean-Claude Trichet, ex presidente della Banca centrale europea (BCE), “un fenomeno di avvicinamento pratico e concettuale ha avuto luogo dallo scoppio della crisi finanziaria (...) che non si è limitato ad essere spettacolare solo immediatamente dopo la bancarotta di Lehman Brothers, con l'apertura immediata di un network multilaterale di linee swaps che rimane una prodezza storica. Questo livello mai visto prima di cooperazione è anche simbolicamente illustrato dal coordinato ribasso dei tassi d'interesse dopo l'8 ottobre 2008”.²

La crisi ha anche iniziato o accelerato un processo multidimensionale di convergenza nel definire gli elementi chiave del pensiero e dell'azione nell'ambito delle politiche monetarie, che l'ex presidente della banca centrale europea definisce “progresso di convergenza concettuale”.³ Alla base di questa strategia condivisa c'è la definizione della stabilità dei prezzi (attorno al 2%), la scelta di comunicare attraverso conferenze stampa, la sorveglianza bancaria affidata alle banche centrali, l'idea di analizzare costantemente l'evoluzione monetaria (monitoraggio della moneta e dei crediti), la politica monetaria non convenzionale (Quantitative Easing, abbreviato QE) e infine il recente ricorso alle “forward guidance”, l'assicurazione sulla strategia dei tassi. L'interesse di avere un approccio olistico – secondo Trichet – che include l'analisi dell'economia reale, della moneta e della finanza non è più negato dalla parte dominante del mondo accademico.

Dal Quantitative Easing (QE) alle “forward guidance”

Alla luce dell'analisi di Trichet è forse più facile interpretare le mosse delle banche centrali e in particolare della FED, che è quasi sempre la prima ad agire. Dopo aver tagliato i tassi a breve, il QE è servito a tenere bassi quelli a lungo, ma con un gonfiamento della massa monetaria che prelude a nuove bolle. Tramite le “forward guidance”, cioè dando indicazioni chiare sulla politica dei tassi, le banche centrali sperano di indurre i mercati a non uscire dalle obbligazioni a lunga scadenza finché il tasso di disoccupazione, negli Stati Uniti, non scenderà almeno al 6- 6,5% e il tasso d'inflazione non si allontani dal 2%. Il modello di questo nuovo tipo d'intervento è stato probabilmente ispirato da Mario Draghi quando, nel 2012, è bastato che segnalasse la ferma determinazione della Banca centrale europea (“What ever it takes”) per renderne di fatto superfluo l'intervento. Per muoversi sul “fronte diplomatico”, le banche centrali devono essere sempre e costantemente portatrici sane di credibilità. Quella americana, che ha inaugurato le politiche monetarie straordinarie, la sta mantenendo, poiché dall'altra parte dell'Atlantico i segnali di crescita economica s'iniziano davvero ad intravedere, lo stesso si può dire per il Regno Unito. Quella giapponese rappresenta ancora, per il tramite dell'Abenomics, il primo tentativo – per ora credibile – di smuovere la stagnante economia del Sol Levante dal decennale declino deflazionista. Mentre la banca di Mario Draghi, unica istituzione veramente federale dell'Unione europea (UE), ha saputo compiere un'interpretazione estensiva dei trattati e diventare non solo la guardiana della stabilità monetaria, ma anche la garante della persistenza dell'euro. Le banche centrali, dopo cinque anni di interventi, sanno di non poter continuare a lungo sul percorso tracciato se la crescita non darà loro ragione, e cominciano a temere la bolla su alcuni asset finanziari.

Attenti alle “bolle”!

Negli ultimi cinque anni il comparto azionario ha reso attorno al 15% annualizzato, i Treasuries attorno al 5% e gli high yield americani più del 20%; mentre la crescita dell'economia globale è stata piuttosto modesta. Le valutazioni azionarie, misurate con il rapporto prezzo/utili, rientrano ancora nelle medie storiche: 16,5 per la borsa americana, 14,8 per quella europea e 11,7% per i mercati emergenti, a sconto di almeno il 20%. Ma aumenta la schiera di singoli titoli con multipli vicini o oltre gli equilibri del passato, con lo S&P ai massimi storici. Già oggi, forse, con margini di utile netto globalmente superiori alla media e profitti societari record per rapporto al PIL, è lecito interrogarsi sulla sostenibilità di quanto sta avvenendo. Siamo già all'interno di una bolla pronta a esplodere da un momento all'altro

La maggior parte degli economisti e analisti finanziari – questo di per sé potrebbe essere preoccupante – è convinta di no. Anzi, le quotazioni potrebbero continuare a salire nei prossimi anni. La giustificazione di questo ottimismo sta nella sussistenza delle tendenze di fondo che la crisi alimenta: tassi bassi rendono il costo del capitale per le aziende particolarmente conveniente; la globalizzazione permette delocalizzazioni fiscalmente competitive e utili diversificati; i costi energetici e delle materie prime, grazie anche a scoperte come lo shale gas e alla modestia della crescita globale, sono contenuti; l'elevata disoccupazione anestetizza le pressioni salariali; l'inflazione contenuta con rischi, almeno in Europa, di deflazione, vista anche la sovra capacità produttiva. In questo contesto molte aziende confidano nella loro capacità di aumentare profitti e produttività anche nel 2014. Le banche centrali hanno paura che aiutare l'offerta attraverso politiche monetarie espansive, a medio termine non basti a sostenere la domanda aggregata: sono necessarie riforme strutturali e consumatori-salariati con adeguato reddito da spendere.

Distribuzione della ricchezza e inflazione

Il cuore del problema sta nella distribuzione della ricchezza che paralizza e condiziona lo sviluppo di un sistema economico sano. Poiché la crisi è partita dagli Stati Uniti è utile soffermarsi sull'evoluzione delle disuguaglianze in questo paese dove quel 10% di redditi più alti è passato dall'assorbire il 34% del reddito totale alla fine degli anni '70, al 50% del 2007 (la metà del reddito nazionale!). Il contesto è ancora più spettacolare se ci si interessa alle ricchezze riferite a quel 1% di super-ricchi, la cui quota parte è passata da circa il 10% del reddito nazionale durante i Trent'anni del dopoguerra, a circa il 23% di oggi. Ciò non deve sorprendere giacché il top 1% si è accaparrato, sul periodo 1976-2007, il 58% della crescita generale dei redditi e, nel periodo 2002-2007, il 65%. Questa percentuale sale al 93% per gli anni subito dopo lo scoppio della crisi (2009-2010), rivelando, di fatto, chi ha beneficiato maggiormente della generosità della FED.⁴ Questi dati ci permettono di intuire gli effetti delle politiche monetarie espansive della FED in un ambiente in cui la ricchezza non è sufficientemente distribuita verso il basso.

La parte più ricca della popolazione, in cerca di rendimenti, inflaziona gli asset finanziari (borsa, obbligazioni high yield, immobiliare) e non solo in patria. L'economia risponde però solo moderatamente agli stimoli monetari perché i meccanismi di trasmissione dell'inflazione finanziaria verso quella “reale” (inflazione da aumento dei salari o da domanda aggregata) è molto lento: i redditi più bassi tendono ad aumentare moderatamente come pure i tassi di occupazione. Le aziende, soprattutto quelle strutturalmente più sane e aperte alla globalizzazione si scoprono cariche di liquidità grazie a bassi tassi d'interesse, al contenuto costo della manodopera e ai vantaggi fiscali delle delocalizzazioni e restituiscono parte del loro risparmio agli azionisti oppure acquistano sul mercato azioni proprie o di terzi (sia in patria sia all'estero), contribuendo ad inflazionare gli asset finanziari ma non l'economia reale, anche se questa maniera di agire alimenta quella “sensazione di ricchezza” che dovrebbe stimolare i consumi perché è un

canale di trasmissione dell'inflazione finanziaria verso l'economia reale.

Una parte importante di questo risparmio, però, va in processi di fusioni e acquisizioni tesi a migliorare i margini, ma a scapito dell'occupazione, soprattutto quella meno qualificata. Ecco perché la crescita economica resta moderata costringendo la FED a continuare la politica espansionista sperando che le aziende inizino davvero a investire su loro stesse e che la politica intervenga per correggere le disfunzioni del sistema. Ma è a questo livello che appaiono le più grandi difficoltà. Come dice Trichet, "il messaggio che le banche centrali lanciano alle autorità pubbliche e private è sempre stato chiaro e cristallino: dovete mettere ordine in casa! (...) Se le economie avanzate si aspettano che le loro banche centrali si sostituiscano alle autorità pubbliche per risolvere le loro difficoltà o incapacità ad agire e al settore privato perché non riesce a correggere le sue debolezze, non soltanto sono in errore, ma rischiano di aprire la strada a un nuovo acuto episodio della presente crisi (...). La fiat money si basa sulla credibilità degli istituti di emissione e sulla loro indipendenza per fornire stabilità e preservare nel tempo la fiducia nella moneta, senza inflazione e senza deflazione".⁵

A rischio la credibilità della FED: meno QE, più distribuzione della ricchezza

La FED, responsabile della valuta di riferimento del mondo, il 18 settembre scorso, ha dovuto rinviare l'inizio del rientro dal QE (tapering) per ragioni più politiche che economiche. Le lotte di natura fiscale e di budget che avelenano il congresso americano, hanno probabilmente obbligato la banca a non togliere liquidità al mercato proprio quando il governo stava per chiudere i battenti lasciando senza stipendio 800 mila funzionari pubblici. Il mercato ha apprezzato questa possibilità, anche perché i dati economici – probabilmente già condizionati dal rischio della chiusura parziale del governo (shut down) – non erano entusiasmanti: la credibilità della FED non è caduta come quella del governo! L'accordo finalmente raggiunto fra democratici e repubblicani ha scongiurato solo nel breve termine il rischio di un default della più grande economia del mondo. Il Congresso ha accettato di finanziare il governo fino al 15 gennaio ed esteso il tetto al debito fino a marzo 2014. L'intesa avvenuta tra i due partiti storici nelle scorse settimane è incoraggiante. Che cosa succederà, già nel primo trimestre di quest'anno, se le lotte intestine dovessero esacerbarsi? Se la FED dovesse intervenire ancora una volta per sostenere la fragilità della politica, il mercato potrebbe dubitare della sua reale indipendenza, giudicandola alla mercé della politica e imprigionata nella trappola della liquidità. La banca di Bernanke ha quindi fretta di agire, indicando ai mercati che solo i dati economici la guideranno, come ha confermato l'ultimo rapporto del FOMC, che dà il via al "tapering".

Tentando di sabotare l'Obamacare i repubblicani (o almeno la frangia estrema) hanno di fatto voluto affossare l'intera strategia politica ed elettorale del presidente, che vorrebbe risollevare l'America attraverso una migliore distribuzione della ricchezza, capace di aumentare le disponibilità di una fascia più ampia della popolazione in grado di lavorare e consumare. La battaglia è stata vinta, ma la guerra continua, anche se si cercherà di evitare scontri frontali troppo violenti. Sta di fatto che Obama avrà comunque difficoltà a intervenire per favorire i piani di crescita. La FED dovrà quindi continuare con politiche monetarie di sostegno ancora a lungo, sempre meno attraverso forme di QE e sempre più indicando chiaramente le sue intenzioni (forward guidance). Per quanto tempo ancora

La fase di QE ad oltranza, almeno negli Stati Uniti, è probabilmente finita. Parallelamente la politica dovrà districarsi tra i limiti di bilancio, politiche di rilancio per l'economia reale e interventi fiscali capaci di riallocare in termini più produttivi la ricchezza generata dalla società. Un programma non da poco, che la FED dovrà sostenere fin che potrà, attraverso tassi contenuti. Sarà il rapporto tra crescita economica e tasso d'inflazione il vero freno alle politiche monetarie espansive. Ciò accadrà quando saranno veramente cambiati i parametri della distribuzione della ricchezza.

Dopo l'impressionante salita dello S&P nel 2013, difficilmente potremo rivedere quest'anno una crescita a due cifre; le valutazioni attuali sono alte. Potremmo però assistere, negli Stati Uniti, alla prima fase del ciclo in cui la crescita si autoalimenta, anche se in maniera moderata. Per volere dichiarato delle banche centrali, i politici dovranno intervenire maggiormente e concretamente. I loro modi e tempi non sono quelli della finanza globalizzata. Per questa ragione avremo più volatilità e qualche scossone. In un ambiente di tassi che resteranno bassi, non dovrebbero però esserci tracolli, soprattutto se la staffetta tra banche centrali continuerà.

Staffetta tra banche centrali Ora tocca all'Europa

La minor creazione di massa monetaria negli Stati Uniti (riduzione del QE), dovrebbe essere controbilanciata da un aumento di quella europea. Tanto più che, con la restituzione dei prestiti LTRO, la banca di Mario Draghi è forse l'unica al mondo ad aver ridotto il suo bilancio negli ultimi mesi. Ma da questa parte dell'Atlantico, con l'Unione europea portatrice di un modello federale incompiuto, raggiungere decisioni condivise è il risultato di tormentati equilibri politici sia all'interno dei singoli stati che fra loro stessi. Per accontentare soprattutto la Germania, l'UE si è concentrata sul rigore fiscale affidando la crescita al solo stimolo monetario il quale, tuttavia, stenta a raggiungere l'economia proprio perché il sistema bancario non è ancora stato ristrutturato. Nel 2014 toccherà ai politici far partire quell'Unione bancaria, controllata dalla BCE, che è il vettore necessario al modello banco-centrico continentale per rilanciare l'intero sistema. Proprio il processo di ripulitura dei bilanci bancari lascia capire che il 2014 potrebbe rappresentare un periodo complesso. Mario Draghi dovrà compiere un altro miracolo, dopo quello di aver – per ora – salvato l'euro nel 2011. Il banchiere dovrà essere pronto a contrastare eventuali e prevedibili scosse di assestamento dell'Unione bancaria con forme nuove di QE, che solo in parte potranno ispirarsi ai modelli anglosassoni, i quali si basano sul ruolo centrale delle borse e della raccolta diretta tramite emissioni di bond.

L'Europa resterà anche nel 2014 un terreno d'investimento interessante proprio perché dovrà beneficiare d'interventi di politica monetaria straordinaria e contenere la pressione fiscale deflazionista che l'ha sopraffatta durante la giovane storia dell'euro. Draghi non potrà e non vorrà esaurire subito le cartucce, altrimenti la politica tenderà a rinviare le decisioni difficili. Ecco perché anche in questa parte del mondo la volatilità potrebbe a tratti aumentare, con movimenti che potrebbero sorprendere l'investitore. Le ragioni di sobbalzare non mancano, dal pasticcio politico italiano, all'immobilità della Francia che stenta ad adeguarsi ai cambiamenti che la crisi richiede. D'altra parte c'è la Germania che, attraverso la Grosse Koalition potrebbe maturare una sensibilità per un suo maggior ruolo trainante, favorendo i consumi interni al suo territorio (ridistribuzione della ricchezza tramite strumenti quali il salario minimo), senza opporsi a politiche monetarie straordinarie che per ora non danno segnali (come insegna l'America) della tanto germanicamente temuta inflazione. Un indebolimento dell'euro è inoltre assolutamente necessario, anche perché la sua forza alimenta tensioni nei paesi mediterranei, storicamente abituati ad affidarsi alle svalutazioni per superare i momenti difficili.

Continuerà il sostegno monetario dell'Abenomics

Assieme all'UE, comunque costretta a lottare con i suoi complessi meccanismi decisionali, ci sarà il Giappone a sostenere il ruolo di fornitore di liquidità al sistema finanziario internazionale. I dubbi sulla riuscita dell'esperimento Abenomics sono tanti, visti i problemi strutturali, quali l'invecchiamento della popolazione e l'atavica chiusura della società giapponese incapace di concepire nuove politiche d'immigrazione. In termini di PIL, grazie ai potenti interventi monetari, il Giappone cresce, nel 2013, secondo le previsioni del Fondo Monetario Internazionale, dell'1,8% (un tasso più che onorevole per un

paese abituato alla stagnazione), per scendere al 1,5% nel 2014. Per non perdere credibilità (debito pubblico attorno al 230% del PIL), il paese del Sol Levante dovrà comunque operare un consolidamento fiscale, con aumenti previsti delle tasse al consumo. Per questa ragione l'inflazione degli asset finanziari non avrà quest'anno la potenza registrata nel (52% Nikkei), ma continuerà comunque a essere forte perché Abe, in questa fase del suo progetto di trasformazione, sarà costretto in ogni caso ad essere sostenuto da stimoli monetari per non annientare sul nascere "l'effetto crescita" prodotto fino ad ora. Non a caso, il suo gabinetto ha approvato il 12 dicembre 2013, proprio per bilanciare il carico fiscale, ulteriori stimoli al budget per 53,3 miliardi di usd (poco prima della decisione del FOMC di ridurre il QE!). Lo yen continuerà ad indebolirsi e quindi va "shortato" per investire nella borsa di Tokyo.

Attivi ma sbilanciati gli interventi in Inghilterra

Nel Regno Unito l'inflazione è scesa dal 5% del 2011 al 2,2% di ottobre. Parallelamente sono stati creati 60 mila posti di lavoro al mese (la più forte crescita fra le economie avanzate), con un PIL stimato per il 2013 all'1,4%, in recupero negli ultimi trimestri. Con l'inflazione sotto controllo, gli stimoli monetari continueranno a essere mantenuti.⁶ La ripresa inglese, anche se sostenuta da apparentemente solidi fondamentali, è sbilanciata. Come scrive l'economista Nouriel Roubini⁷, il paese di Margareth Thatcher è tornato al "business as usual", poiché i veri motori della crescita sono gli stessi che hanno contribuito allo scoppio della crisi del 2007-2008: inflazione immobiliare (invece di crescita netta delle esportazioni) che stimola il consumo privato e la domanda interna; grande fiducia nella piazza finanziaria londinese come motore della crescita, mentre altre città stanno deindustrializzandosi. Gli utili delle società quotate oltre Manica sono molto dipendenti dall'estero, con una componente importante di società attive nelle commodities. L'insieme di questi elementi indurrebbe a essere prudenti su questa borsa, ma per il momento, come ha detto il governatore Carney il 17 dicembre scorso, "la ripresa deve ancora manifestarsi adeguatamente prima che si possa considerare appropriato un aggiustamento dell'eccezionale livello di stimoli monetari che continuiamo a fornire all'economia". Più chiara è forse la situazione della sterlina, dietro la quale c'è un sistema bancario già avanti nel "deleveraging", che potrebbe beneficiare in un primo tempo delle difficoltà della zona euro e poi del relativo QE. I veri pericoli per l'Inghilterra non sono immediati: appariranno drammaticamente in futuro se le politiche delle banche centrali non produrranno gli effetti sperati!

Paesi emergenti al traino delle politiche monetarie delle economie avanzate

Mentre negli anni scorsi ci si era abituati a lasciarsi trascinare dalla crescita dei paesi emergenti, in particolare dalla Cina, ora avviene in parte il contrario. E' la crescita determinata o provocata da politiche monetarie espansive nei paesi avanzati a provocare l'economia di quelli in via di sviluppo. Questi paesi dovranno compiere sforzi importanti per avere buoni fondamentali in grado di attrarre, ma soprattutto trattenere, i flussi finanziari alla ricerca di rendimenti, che l'inizio del tapering americano renderà sempre più selettivi. Il 2013 ha segnato un anno di sottoperformance dei mercati emergenti (20% se misurato in usd relativamente ai mercati sviluppati) con una sottoperformance attorno al 30% negli ultimi tre anni. Solo per questa ragione, anche in termini tecnici, il 2014 non dovrebbe essere negativo. Quest'anno il centro dell'interesse degli investitori si situerà nei paesi sviluppati poiché da loro provengono le politiche monetarie espansive e l'attesa conferma -per ora si guarderà soprattutto agli Stati Uniti - che funzionano.

In Cina il nuovo piano di riforme annunciato al 18. Congresso del Partito Comunista – anche se i dettagli non sono conosciuti – sembra andare oltre le aspettative dei mercati, preannunciando una nuova fase nello sviluppo della società e dell'economia. Si tratta di riforme strutturali che dovranno traghettare il paese

verso un modello di crescita, che attualmente stenta a decollare, non più trascinato dall'export e dall'immobiliare, ma dal consumo. Le autorità sono pronte a sacrificare un po' di crescita, ma non troppo: le pressioni sociali sarebbero incontenibili. Le politiche fiscali e monetarie straordinarie saranno necessarie per impedire frenate troppo violente, anche se la conseguenza è il proliferare d'indebitamenti locali eccessivi e di attività bancarie parallele. Il vero nucleo del cambiamento riguarda il rapporto tra governo e mercati, promuovendo questi ultimi quali "forza decisiva" per una migliore allocazione delle risorse. L'attenzione va anche alla volontà di allargare la schiera di cittadini che possono aumentare la propensione al consumo in presenza di un sistema di sicurezza sociale che li liberi dalla necessità di risparmiare. La Cina, man mano che la sua valuta si aprirà, avrà una gestione delle politiche monetarie sempre più complementare o contestuale a quelle dei paesi avanzati. C'è da aspettarsi che gli impulsi della nuova strategia continuino, portando i multipli delle società quotate più in linea con quelli dei paesi avanzati.

Note:

1. Global Prospects and Policies, IMF, Ottobre 2013, p.1
2. Jean-Claude Trichet, "2013 Per Jacobsson Lecture – Central Banking in the Crisis and Open Questions on Unconventional Monetary Policy", 12 Ottobre 2013, Washington, DC.
3. Idem
4. I paesi d'Europa hanno resistito meglio alla spinta verso una società più disuguale fino alla fine degli anni '90, ma poi hanno ceduto anche loro, soprattutto in Italia e in Germania dove, a titolo d'esempio, quel 20% più povero della popolazione ha subito una contrazione del reddito del 2% all'anno relativamente alla media (1985-2005), mentre nell'insieme dei paesi OCSE la diminuzione è stata dell'1% all'anno. Per un'analisi quantitativa dettagliata vedi: Jean-Paul Fitoussi, *La théorie du lampadaire*, ed. Les liens qui libèrent, 2013, p. 97
5. Jean-Claude Trichet, op. cit.
6. Mark Carney, "The spirit of the season", speech at The Economic Club of New York, 9 dicembre 2013.
7. Nouriel Roubini, RGE's Global Economic Outlook: A New Abnormal Normalisation, 11 dicembre 2013.