

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE

INTERVENTI DELLE BANCHE CENTRALI, CONGIUNTURA ECONOMICA,
MERCATI VALUTARI E POSSIBILI SCENARI 2019

di Alessandro Samorì

NUMERO 1 – DICEMBRE 2018

© Associazione Diritto al Futuro ETS-APS, 2018
Via Mantova 19, 10153 Torino - Italia

Siti internet

<http://www.dirittofuturo.org>

<http://www.dirittoalfuturo.eu>

<http://www.righttothefuture.org>

Indirizzo di posta elettronica:

info@dirittofuturo.org

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte

SOMMARIO

| | |
|--|----|
| La crisi finanziaria del 2008 e il ruolo delle Banche centrali dal 2008 ad oggi | 5 |
| Che cosa sono le Banche Centrali | 5 |
| Le politiche non convenzionali delle banche centrali | 5 |
| Le politiche non convenzionali della FED statunitense | 6 |
| Le politiche non convenzionali della BCE | 6 |
| Gli effetti delle politiche non convenzionali e lo scenario attuale | 7 |
| La situazione economica in Usa tra crescita economica, tassi di interesse e dazi | 7 |
| La situazione economica in Unione Europea tra fine del quantitative easing, politica monetaria, crisi del debito e rischio di disgregazione dell'area Euro | 10 |
| La crisi del debito in Italia | 13 |
| Il mercato valutario e Il ruolo del dollaro nella finanza internazionale | 17 |
| Il mercato delle valute | 17 |
| Il dominio del dollaro americano | 18 |
| Che cos'è la dedollarization e perché difficilmente potremo assistervi nei prossimi anni | 20 |

La crisi finanziaria del 2008 e il ruolo delle Banche centrali dal 2008 ad oggi

Che cosa sono le Banche Centrali

Le Banche centrali sono istituzioni indipendenti che gestiscono la politica monetaria di uno Stato. Oltre alle loro funzioni di regolamentazione del sistema bancario e di controllo della stabilità dei prezzi, ci interessano qui in particolare due strumenti a loro disposizione:

- Il primo è la definizione del tasso di interesse a cui viene prestato denaro. Il **tasso ufficiale di sconto** è quello a cui la banca centrale presta denaro agli istituti di credito per garantire la liquidità del sistema. Esso influisce ovviamente sui tassi a cui le banche prestano denaro ai propri clienti e a cui si prestano denaro tra loro (tasso di interesse interbancario).

Le manovre sul tasso ufficiale di sconto hanno l'obiettivo di stabilizzare i prezzi ed influenzare la crescita economica. In estrema sintesi, una diminuzione del tasso di interesse aiuta le imprese a contrarre prestiti bancari e quindi la crescita economica. Le politiche dei tassi bassi saranno quindi attuate nei momenti di recessione. Viceversa, l'aumento dei tassi di interesse, sarà attuato in situazioni in cui la crescita economica è tale che rischia di provocare un eccesso di inflazione.

- Il secondo è il **controllo della base monetaria**, che è attuato immettendo o limitando la liquidità nel sistema, concedendo prestiti o acquistando titoli di debito emessi da istituzioni pubbliche (titoli di Stato) o private (corporate bond) e regolando la riserva frazionaria delle banche.

E' importante ricordare che se la banca centrale esercita un controllo puntuale e diretto sulla quantità di banconote e monete coniate, la maggiorparte della moneta circolante è tuttavia erogata dalle banche private nella forma di prestiti; su questa quota della moneta circolante la banca centrale ha un controllo indiretto tramite la riserva frazionaria.

In un sistema con riserva frazionaria (o riserva obbligatoria) il sistema bancario può di fatto "creare" moneta, infatti le banche possono prestare più del denaro che hanno in deposito, fatto salvo il fatto di dover mantenere una minima riserva frazionaria oltre la quale non potranno più erogare prestiti. Più la percentuale di riserva sarà bassa più base monetaria sarà in circolazione, viceversa più alta sarà la percentuale, meno ampia sarà la base monetaria. Ipotizzando di fissare la percentuale di riserva al 20%, questo significa che su 100 Euro depositati, la banca dovrà tenere una riserva di 20 Euro, mentre potrà concedere in prestito la parte restante.

Sebbene questo processo di creazione di moneta possa continuare all'infinito, viene stabilito un tasso minimo di riserva che determina il massimo dei prestiti erogabili, dato un certo livello di depositi, che limita questa crescita ed è quindi una garanzia per l'intero sistema.

La riserva frazionaria rappresenta quindi uno strumento di controllo sull'offerta di prestiti da parte delle banche. Ciò, data una certa crescita dei depositi, fissa una massima crescita della moneta circolante.

Il controllo della base monetaria permette alla banca centrale di influenzare la liquidità del sistema e quindi stimolare l'inflazione e in generale l'economia nei momenti di recessione.

Le politiche non convenzionali delle banche centrali

A fronte di crisi finanziarie molto serie, gli interventi ordinari sui tassi di interesse o gli interventi fiscali del governo non sarebbero di per sé sufficienti ad evitare fallimenti di istituti bancari e avvistamenti a spirale in senso negativo dell'economia. Gli effetti di una forte riduzione dei tassi di interesse da parte delle banche centrali sono infatti lenti, lo stesso dicasi per la politica fiscale e di investimento dei governi.

I cosiddetti interventi di **politica monetaria non convenzionale** mirano ad una enorme emissione di moneta da parte della banca centrale, attraverso concessione di prestiti a tassi agevolati alle banche e di acquisto (a

seguito di emissione di moneta) di obbligazioni governative (titoli di stato) e titoli di debito privati (corporate bond, cartolarizzazioni ...) come avvenuto nelle recenti manovre di quantitative easing.

Analizzeremo più in dettaglio tali manovre avvenute di recente in USA e nell'area Euro a partire dal 2008, tenendo conto che anche le banche centrali britannica e giapponese hanno avviato programmi simili di stimolo dell'economia. La prima per un periodo più limitato e la seconda con un programma massiccio di acquisto di titoli e una politica di tassi di interesse negativo che continuano tutt'ora.

Le politiche non convenzionali della FED statunitense

A seguito della **crisi dei mutui subprime** scoppiata negli Stati Uniti nel 2008, che ha portato al fallimento di alcuni importanti istituti finanziari e ad una rapida inversione del ciclo economico USA e mondiale, la Federal Reserve americana ha, nell'arco del periodo 2008- 2014, effettuato interventi straordinari di politica monetaria. La FED ha acquistato titoli federali per 1983 mld di dollari sul mercato, altri 744 per mortgage related securities (MRS, mutui immobiliari subprime), e 1737 per mortgage backed securities (mutui immobiliari sottostanti) di titoli in portafoglio alle agenzie federali.

Queste manovre hanno innalzato il bilancio della fed da 870 miliardi di dollari del 2008 a 4430 miliardi a settembre 2015. Il debito del bilancio federale è passato da 10.720 mld di dollari nel 2008 a 19.042 nel 2015 e dal 72% al 105% del PIL.

Insieme al quantitative easing la FED, per aiutare la crescita economica, ha rapidamente abbassato il tasso di sconto dal 3,5% al 0,25%. Valore che ha mantenuto nel periodo 2009 – 2015, momento in cui i tassi hanno ricominciato lentamente a salire a seguito dei segnali positivi dell'economia sia sul lato della crescita del PIL sia dell'occupazione.

Le politiche non convenzionali della BCE

Il programma di espansione monetaria della BCE è iniziato dopo quello della FED a seguito della **crisi dei debiti sovrani** di alcuni paesi dell'area Euro (Grecia, Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda) e del rischio del coinvolgimento di diverse banche europee in una pericolosa crisi di liquidità.

- Dal 2011 la BCE ha avviato un programma di LTRO (long term refinancing operation) con prestiti agevolati alle banche per un ammontare complessivo di circa 1000 miliardi di Euro

- Dal marzo 2015, ha avviato un programma di acquisto di obbligazioni private e di Stato, per un ammontare di 60 miliardi al mese sino al settembre 2016, con l'obiettivo di stimolare la crescita economica e di raggiungere un tasso di inflazione dell'area Euro del 2%. Il programma di acquisto è poi stato prorogato sino al dicembre 2018 con un picco di 80 miliardi al mese, poi ridotti, dal 2018, a 30. La BCE ha acquistato prevalentemente titoli di Stato di paesi dell'area Euro (esclusi quelli Greci), ma anche obbligazioni non bancarie e cartolarizzazioni denominate in Euro.

In parallelo la BCE ha operato una politica di tassi di interesse bassi portandoli sino a 0 (erano al 4% nel 2008).

Gli effetti delle politiche non convenzionali e lo scenario attuale

La situazione economica in Usa tra crescita economica, tassi di interesse e dazi

L'economia americana è uscita dalla crisi, sia in termini di crescita economica che di disoccupazione. Nel 2009, al culmine della crisi finanziaria ed economica, la **crescita del PIL** divenne negativa del 4% e la disoccupazione toccò il 10%. Attualmente la crescita annua del PIL è intorno al 2,5% e la **disoccupazione** dal 2009 è costantemente calata sino ad arrivare, ad ottobre 2018, al 4%, molto vicino a un livello di piena occupazione.

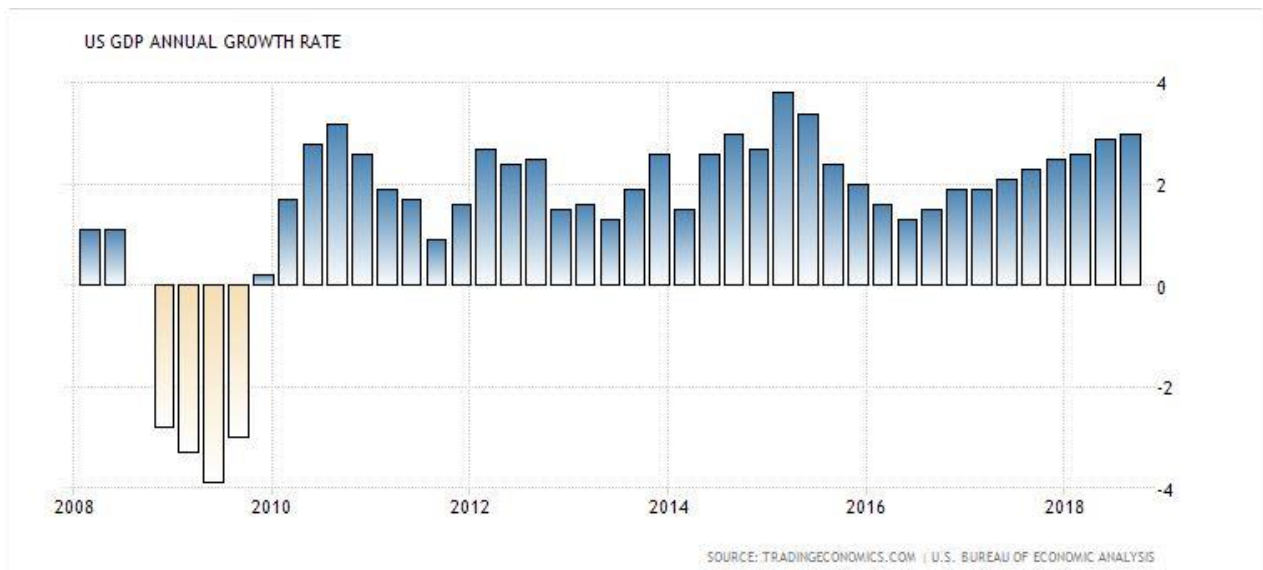


Figura 1 - Tasso di crescita annuale del PIL USA dal 2008 al 2018

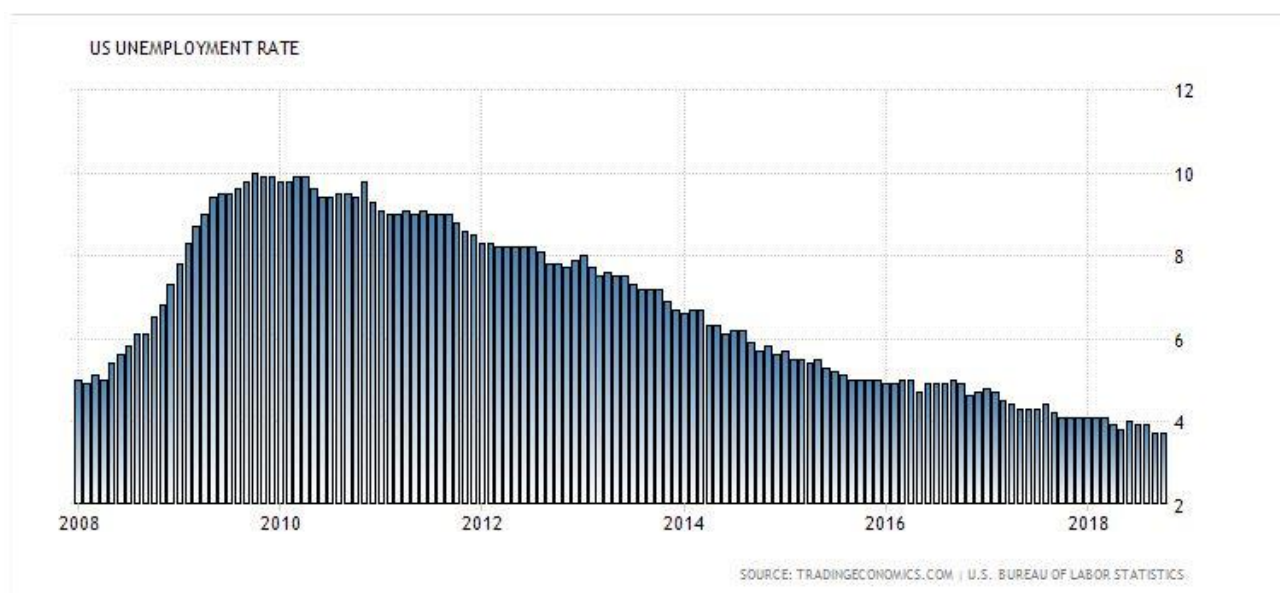


Figura 2 - Tasso di disoccupazione USA dal 2008 al 2018

Nonostante la Fed abbia inondato il mercato di liquidità, sino ad ora, la crescita dell'**inflazione** è stata modesta ed è intorno al 2,5% (ottobre 2018). Altrettanto forte è stata la crescita del **mercato azionario** che, dai minimi del marzo 2009, è salito ininterrottamente sino ad oggi con un apprezzamento del 400%.

Historical Data API Alerts Forecast

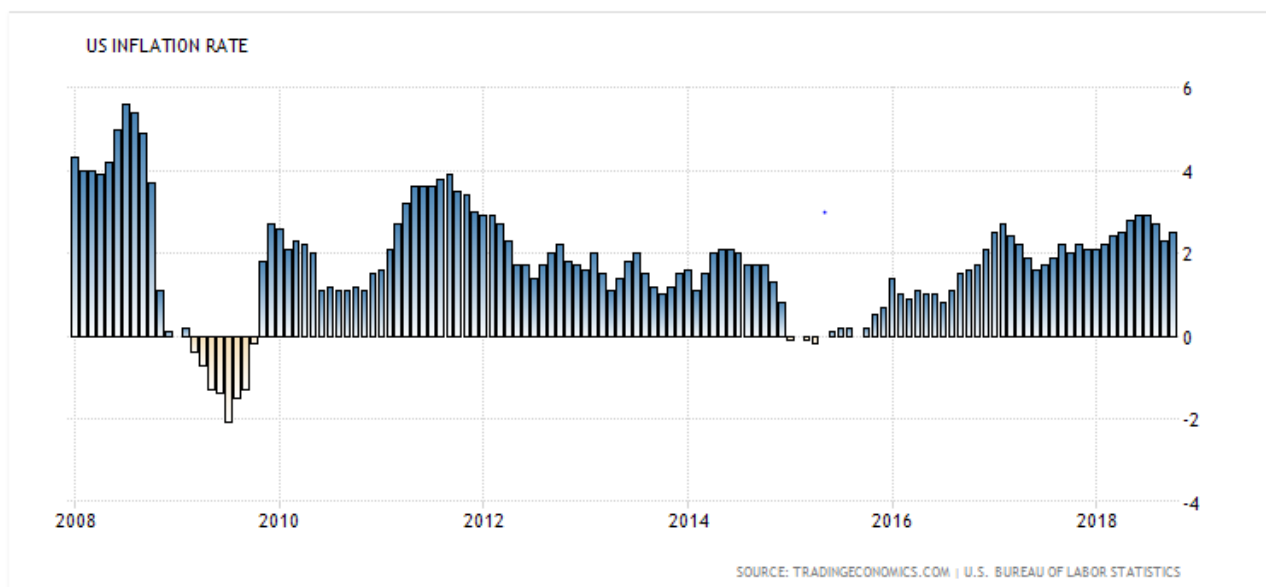


Figura 3 - Tasso di inflazione USA dal 2008 al 2018

Dal 2016 i **tassi ufficiali di sconto** sono stati lentamente alzati sino ad un valore del 2% (novembre 2018), si prevedono ulteriori rialzi sino a tutto il 2019 con un raggiungimento del tasso di sconto sino ad un valore almeno del 3%.

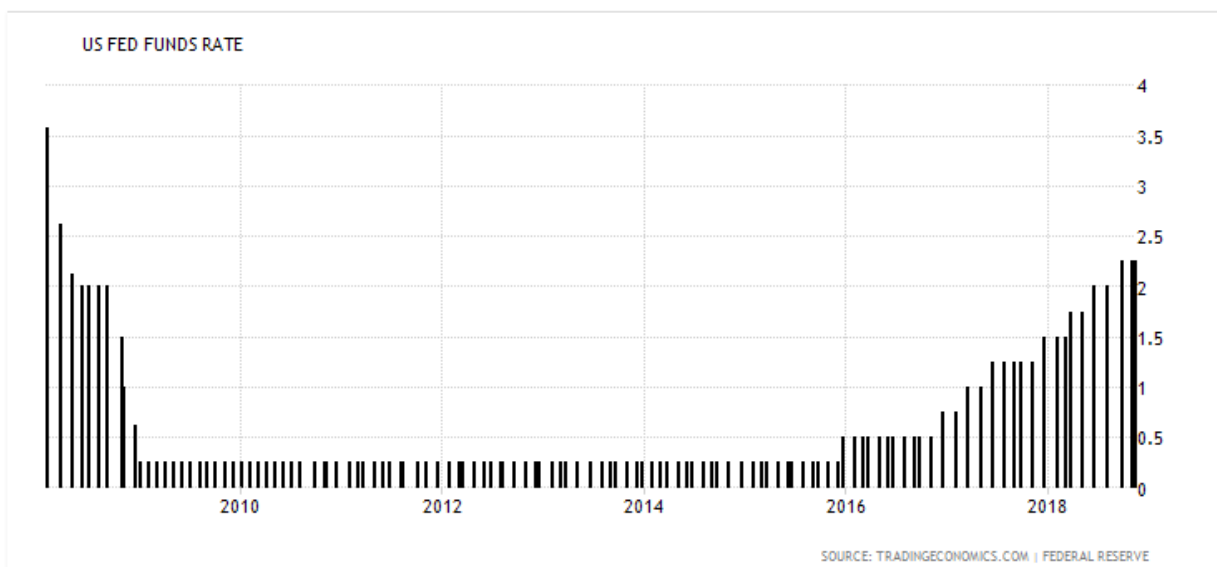


Figura 4 - Tasso di sconto applicato dalla FED USA dal 2008 al 2018

Una buona parte degli analisti finanziari intravedono la possibilità di un calo del ciclo economico a partire dal 2019 e una possibile recessione nel 2020. Al momento l'economia americana si trova in salute, con una crescita economica costante e una disoccupazione ai minimi storici. Nello stesso tempo l'inflazione pare al momento sotto controllo e, soprattutto, un'eventuale recessione non coglierebbe la FED impreparata, dato

che presumibilmente i tassi di interesse arriveranno almeno al 3% entro il prossimo anno e questo permetterà di avere ampi spazi di manovra nel caso in cui il ciclo economico dovesse rallentare o addirittura andare in recessione.

Sul fronte valutario, a partire dalla metà del 2014, si è avuto un forte apprezzamento del dollaro americano rispetto a tutte le altre valute. Ciò è avvenuto in corrispondenza, da un lato della conferma del fatto che il paese stava uscendo dalla crisi economica, e dall'altro che la FED, di conseguenza, avrebbe a breve interrotto il programma di quantitative easing, per poi ricominciare ad alzare i tassi di interesse. Come sempre, infatti, gli effetti sul mercato finanziario si hanno in anticipo rispetto agli eventi, dato che questi si muovono in base alle aspettative degli operatori (i mercati anticipano gli eventi).

L'elezione di Donald Trump ha portato ad un cambio della politica economica internazionale che, se confermata dalle successive amministrazioni, potrebbe avere effetti non di poco conto sul ruolo degli USA, di cui parleremo più per esteso in seguito. Sin dal suo insediamento, stando alle sue dichiarazioni, Trump pare orientare la politica americana per lo meno verso un alleggerimento dello storico ruolo degli USA di "consumatore del mondo". L'economia americana è sempre stata trainata dai consumi interni e la loro bilancia commerciale (differenza tra esportazioni e importazioni) dagli anni '70 è quasi sempre stata in passivo, con una forte accelerazione dello stesso dagli anni '90 ad oggi. L'importanza dell'economia americana e la sua vocazione di paese importatore, hanno fatto sì che la loro crescita sia stata sempre un volano per la crescita mondiale.

Pur essendo la Federal Reserve un ente indipendente (anche se è nominato dal Presidente), Trump sin dal suo insediamento si è detto molto preoccupato per l'eccessivo apprezzamento del dollaro (che un mese dopo la sua elezione arrivò a sfiorare la parità con l'Euro, con un apprezzamento del 30% rispetto al maggio 2014). Soprattutto, nel periodo successivo, è cresciuta la sua azione nei confronti dei paesi notoriamente esportatori (Cina e Germania in particolare).

Ad una narrativa presidenziale volta a porre l'accento sugli interessi americani e sulla necessità di dare priorità all'occupazione sul proprio territorio, è seguita, di recente, una politica commerciale conflittuale verso i principali paesi esportatori, Cina e Germania in primis, accusati di scarsa correttezza nel commercio internazionale. Nel corso del 2018 si sono susseguite quindi misure volta ad imporre **dazi** alle importazioni, in modo particolare verso la Cina e in seconda battuta verso i paesi dell'Unione Europea.

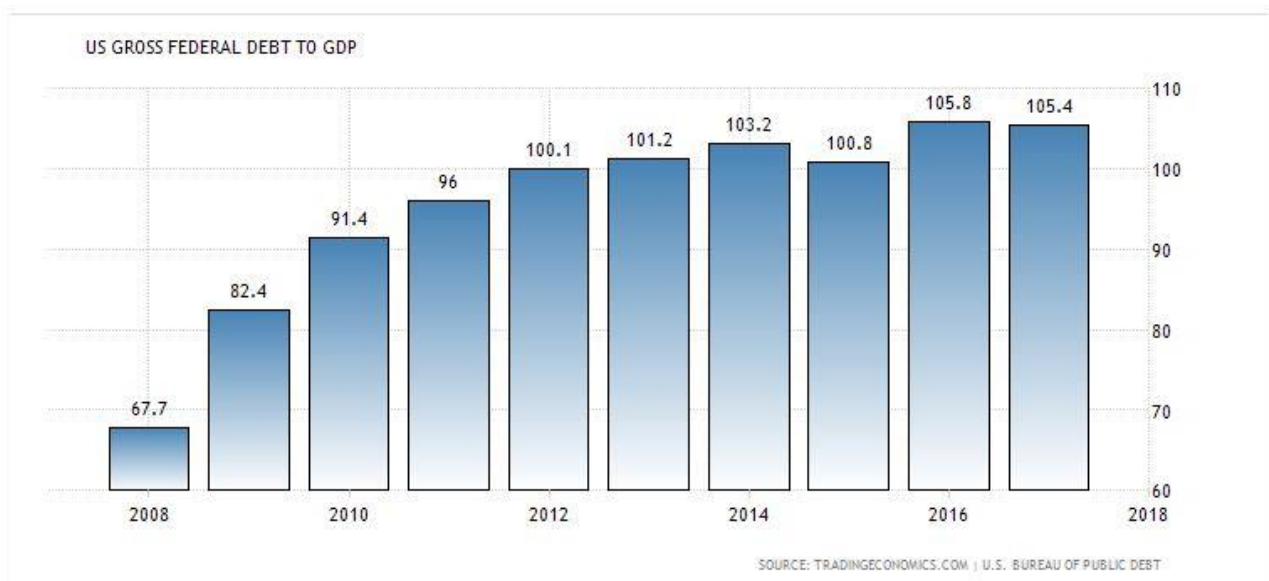


Figura 5 - Debito pubblico federale USA dal 2008 al 2018

Al di là della retorica utilizzata, queste misure possono avere due letture. La prima è geopolitica: i dazi non sono altro che una mossa anticinese, dato che è chiaro che la Cina (e non la UE e la Germania) rimane il principale obiettivo di queste manovre. Che la Cina sia al momento l'unico antagonista degli USA ed il principale obiettivo della loro politica estera di contenimento è chiaro del resto almeno sin dai tempi dell'amministrazione Obama.

La seconda lettura è invece di politica economica e vedrebbe gli USA ritirarsi lentamente dal loro ruolo di "consumatore del mondo", cercando quindi di ridurre il passivo della loro bilancia commerciale, oltre che il loro deficit che, anche a seguito delle politiche del QE, ha portato il debito pubblico federale a livelli mai visti nella storia recente (105%).

Le conseguenze di entrambi gli scenari sono molteplici, oltre che in buona parte imprevedibili e dovrebbero essere oggetto di un'analisi ad hoc. Torneremo comunque su questo punto più avanti.

La situazione economica in Unione Europea tra fine del quantitative easing, politica monetaria, crisi del debito e rischio di disgregazione dell'area Euro

Nel corso del periodo 2015 - 2018 la zona Euro è riuscita ad uscire lentamente dalla stagnazione economica: la **crescita del PIL** è arrivata a superare il 2% (arrivò ad essere negativa del 6% nel 2009) e l'**inflazione** si è portata lentamente verso il livello obiettivo della BCE del 2% (arrivò ad essere negativa nel 2015, quando iniziarono gli acquisti di obbligazioni da parte della BCE). La **disoccupazione** è scesa dal 12% (nel 2013) all'attuale 8%.

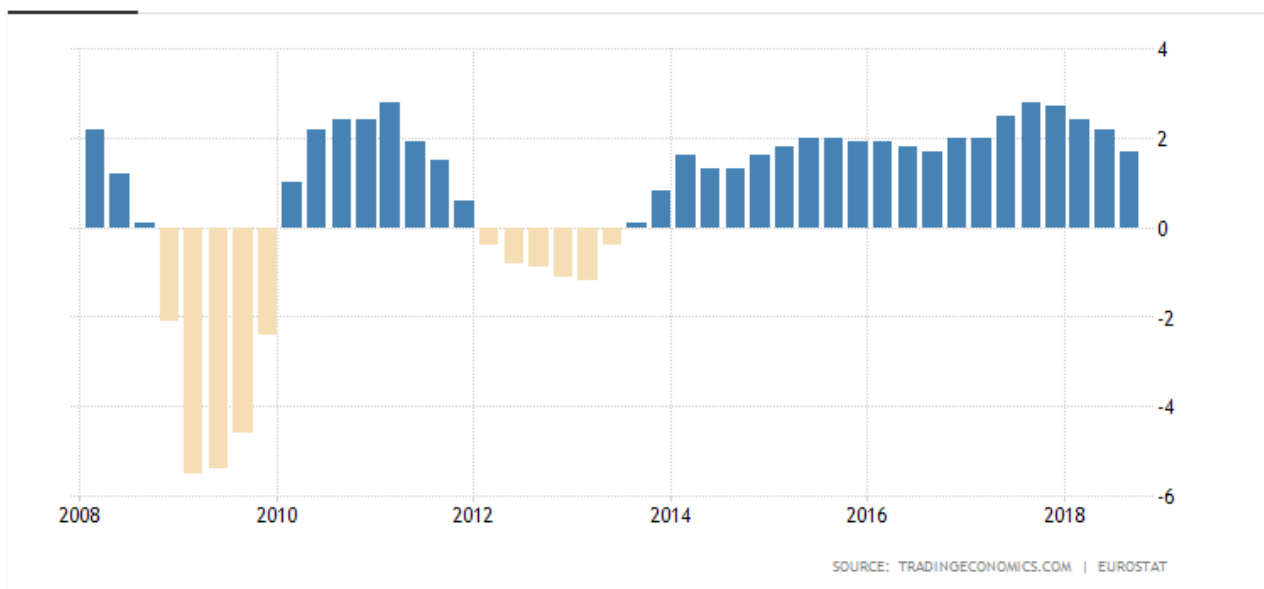


Figura 6 - Tasso di crescita annuale del PIL UE dal 2008 al 2018

La fine del **quantitative easing** è prevista per il dicembre 2018, e i tassi di interesse ricominceranno a salire presumibilmente dal settembre 2019. La fine del processo di acquisti significa che, per il momento, la BCE non acquisterà nuovi titoli, ma, è bene chiarirlo, continuerà a riacquistare il debito in scadenza e reinvestire le cedole maturate. Pur con questa precisazione, l'avvicinarsi della fine di una politica monetaria espansiva desta non poche preoccupazioni. Nell'ultimo anno la crescita economica sta infatti rallentando e in parallelo diverse banche di affari ormai si attendono, a partire dal 2020, una inversione del ciclo economico mondiale. Una recessione economica coglierebbe la zona Euro impreparata e senza la possibilità di utilizzare la leva monetaria, dato che i tassi sarebbero ancora vicini allo zero. A ciò si aggiunge la situazione finanziaria molto preoccupante in cui versano alcuni paesi come l'Italia, di cui parleremo per esteso in seguito.

Dal referendum sulla **Brexit** in poi la zona UE è stata ripetutamente attraversata da contrasti tra Stati membri e la delegittimazione del potere centrale e delle sue regole è cresciuta, soprattutto in alcuni paesi. Se in alcuni casi, in riferimento al cosiddetto **gruppo di Visegrad** (Polonia, Ungheria, Slovacchia e Repubblica Ceca), i dissapori sono legati innanzitutto al fenomeno migratorio, esiste una crescente insofferenza verso i meccanismi dovuti, tra le altre cose, al **patto di stabilità**, che impone ai paesi membri il rispetto di alcuni parametri di bilancio. La principale accusata da un movimento trasversale che va dai cosiddetti sovranisti ad una parte degli economisti keynesiani, è la Germania, che a loro detta è la principale beneficiaria degli attuali meccanismi di funzionamento dell'UE.

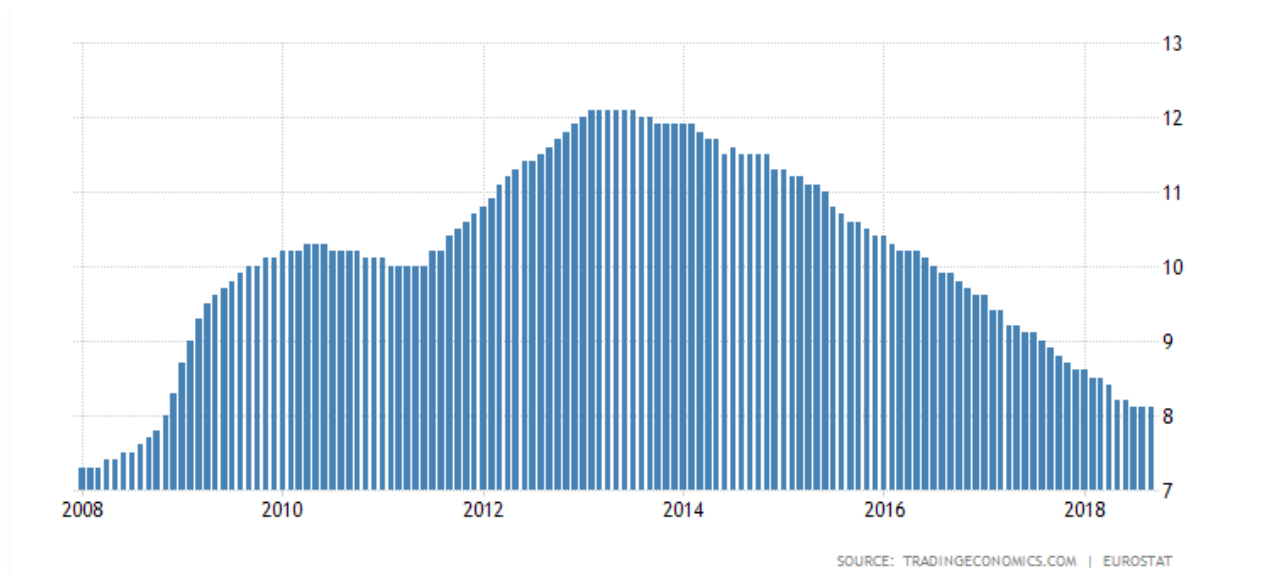


Figura 7 - Tasso di disoccupazione UE dal 2008 al 2018

Se in alcuni casi si arriva a mettere in discussione l'esistenza della UE e dell'Euro, in altri le critiche sono più costruttive e mirano a ridiscutere gli accordi tra i paesi e il ruolo di alcuni all'interno dell'Unione. In modo particolare:

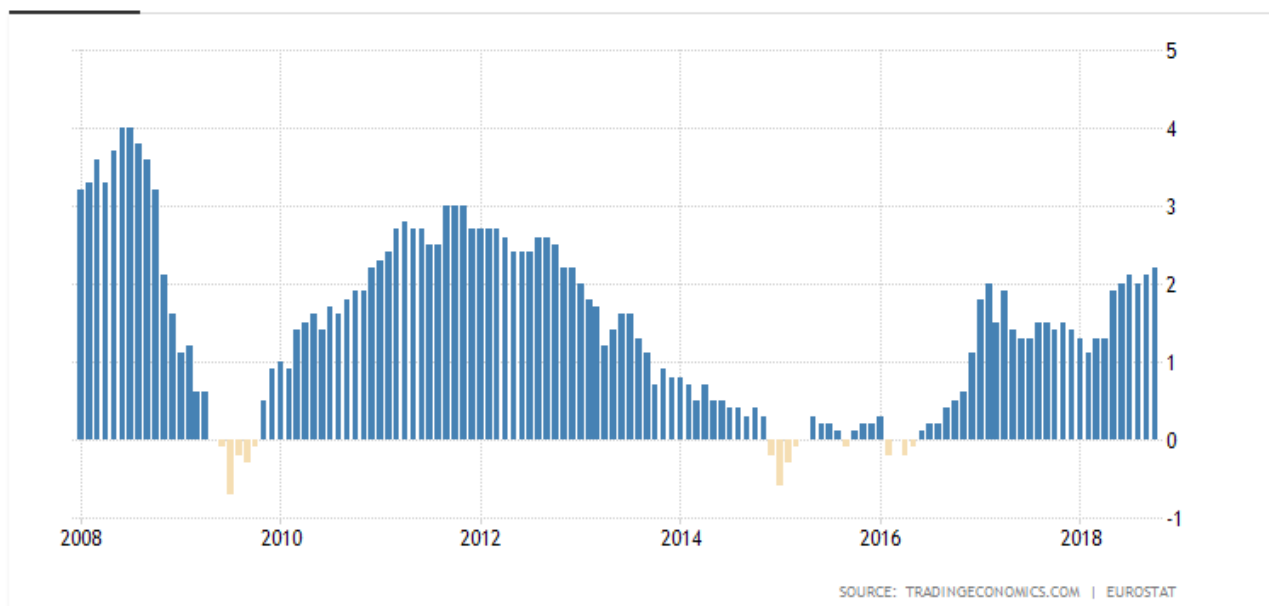


Figura 8 - Tasso di inflazione UE dal 2008 al 2018

Viene richiesta una maggiore **flessibilità sui vincoli di bilancio** rispetto alle regole del **fiscal compact**, un patto di bilancio sottoscritto dai paesi europei nel 2012, che stabilisce alcune regole ai fini del mantenimento dell'equilibrio di bilancio. Tra queste troviamo: l'obbligo di perseguire il pareggio di bilancio, l'obbligo di non superare un deficit strutturale di bilancio (la parte non legata alla congiuntura economica o ad eventi imprevedibili come le calamità) dello 0,5% annuo se il rapporto debito/PIL è superiore al 60%, necessità di ridurre ogni anno il rapporto debito/PIL di 1/20 per la parte che eccede il 60%, l'obbligo di mantenere il deficit pubblico sempre sotto il 3% annuo, e l'obbligo di inserire queste regole all'interno di norme di tipo costituzionale nei singoli paesi.

Tali regole, di ispirazione **ordoliberalista** tedesca, vengono definite non solo troppo penalizzanti verso alcuni paesi molto indebitati e inclini ad introdurre una riduzione dello stato sociale, ma anche a forte rischio di produrre meccanismi recessivi che, di fatto, impedirebbero l'uscita dalla spirale del debito: debito-recessione- aumento del debito.

La **Germania** viene considerata il principale beneficiario dell'esistenza della **zona Euro**, potendo disporre di un cambio favorevole alle sue esportazioni, ma praticando al suo interno una politica di bassi consumi che non agevola le esportazioni degli altri paesi membri. Questi fattori le hanno permesso di accumulare un enorme surplus della bilancia commerciale contravvenendo alle raccomandazioni contenute in accordi UE finalizzati ad impedire il superamento del 6% di attivo della bilancia commerciale per 3 anni consecutivi.

La presenza di un tasso di cambio fisso per tutti i paesi, permetterebbe inoltre alle banche tedesche di usufruire dei differenziali di tassi di interesse favorevoli, incassando alti tassi di interesse attraverso il possesso di titoli di stato di altri paesi più indebitati (come l'Italia), senza che questi rischino una svalutazione come avverrebbe se i cambi tra le valute dei paesi fossero flessibili.

Infine, la Germania è accusata di ostacolare **meccanismi di compensazione** come l'introduzione degli Euro Bond e il completamento dell'unione bancaria.

Gli **Eurobond** permetterebbero di distribuire i debiti a livello europeo attraverso la creazione di obbligazioni del debito pubblico dei paesi facenti parte della zona euro, sarebbero emessi da un'agenzia dell'Unione europea, e la loro solvibilità sarebbe garantita congiuntamente dagli stessi Paesi dell'eurozona. L'introduzione di emissioni congiunte di eurobond significherebbe la condivisione di emissioni sovrane tra gli stati membri e la ripartizione dei relativi flussi di entrata e dei costi di gestione del debito. Si tratterebbe quindi chiaramente di una forma di condivisione del debito che, per essere attuata, implica la crescita di fiducia tra i paesi membri e senza la quale, i paesi più "virtuosi" e non solo la Germania, li vedrebbero solo come un modo per accollarsi un onere aggiuntivo, in termini di costo del debito, a favore dei paesi meno "virtuosi", i quali potrebbero essere inoltre incentivati a perseverare in questo atteggiamento proprio a seguito dell'esistenza del meccanismo degli eurobond stessi, con un rischio di innalzamento del debito condiviso e quindi dei tassi di interesse da pagare per tutti.

L'**Unione Bancaria** permette, dal 2014 una regolamentazione e vigilanza centralizzata sul sistema bancario (tramite il MVU, meccanismo di vigilanza unico) ad opera della BCE tramite le autorità nazionali. Nel 2016 è stato poi introdotto il MRU (meccanismo di risoluzione unico) con l'obiettivo di garantire una risoluzione ordinata delle banche in dissesto, con costi minimi per i contribuenti e per l'economia reale. Attraverso tale meccanismo, le banche non possono più essere salvate con il denaro dei contribuenti; in caso di grave difficoltà, esse vengono sottoposte a bail in – ovvero salvate ma sacrificando azionisti e creditori privati – sotto la supervisione di un'altra autorità europea (il Meccanismo di Risoluzione Unico, MRU, che opera da Bruxelles) o poste in liquidazione. Ancora da venire invece è uno schema comune di assicurazione dei depositi, che dovrebbe rimborsare i piccoli depositanti di banche liquidate, ma con denaro proveniente dal resto del sistema bancario e non dai contribuenti, con un obiettivo di un ammontare di 55 miliardi di Euro.

Senza volere entrare nel dettaglio o schierarsi nella discussione in atto, è necessario ricordare almeno alcuni dei benefici che alcuni paesi della zona UE (quelli maggiormente indebitati), possono avere a seguito della loro appartenenza alla zona euro, e cioè tassi di interesse ben più bassi sul loro debito di quelli che avrebbero qualora non ne facessero parte e un tasso di inflazione più contenuto, come potrebbe essere qualora si trovasse a detenere una loro valuta locale (nel suo “Un Piano B per l’Italia”, Paolo Savona stima, in caso di uscita dall’Euro, un picco di inflazione tra il 3 e il 6% complessivo nei primi due anni).

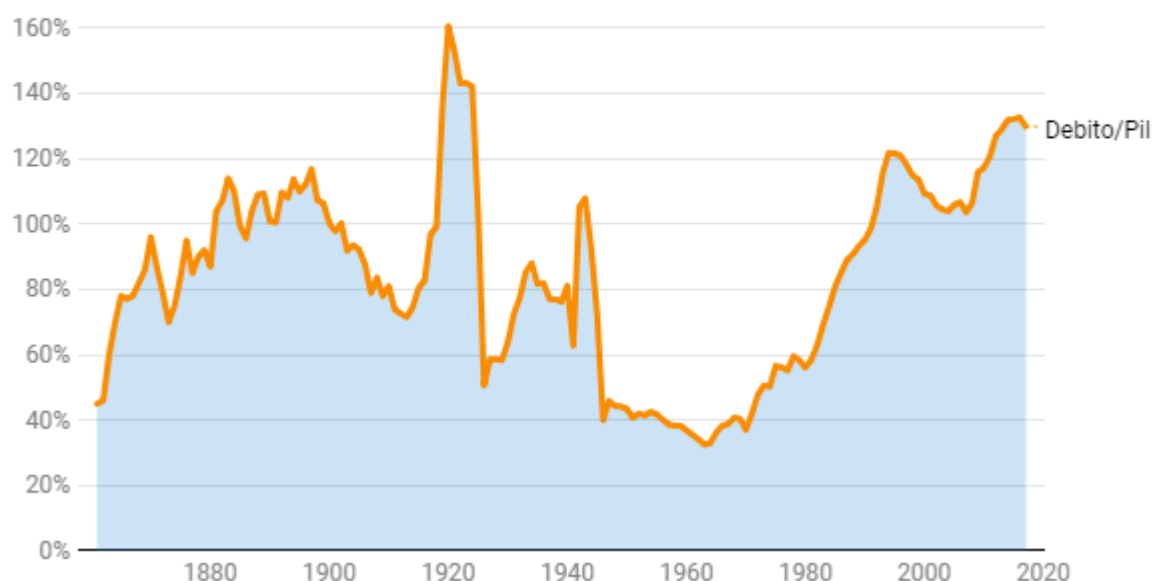
La crisi del debito in Italia

A seguito della crisi dei debiti sovrani del 2011-2012 Spagna, Portogallo e Irlanda hanno adottato misure che hanno riportato i paesi a rientrare nei parametri richiesti dal patto di stabilità, nella direzione di un abbassamento del debito. Pur esistendo, soprattutto in Spagna, movimenti politici molto critici verso le politiche di bilancio che fanno seguito al patto di stabilità, non esistono al momento posizioni dominanti all’interno di essi di tipo anti Euro o anti Europa. Più ambigua è la posizione dell’Italia, in cui la recente affermazione di una coalizione di governo euroscettica, sta portando a non pochi attriti con l’Unione Europea.

Più che scendere nei dettagli della discussione politica di stretta attualità, cercheremo di risalire alle origini della crescita del debito pubblico in Italia e delle ragioni della sua potenziale pericolosità per l’equilibrio economico e finanziario del paese.

Il debito pubblico italiano dall'Unità ad oggi

Il rapporto tra debito pubblico e Pil dal 1861 al 2017



Fonti: charting di Pietro Saccò mediante Datawrapper, *Avvenire.it*, 4 marzo 2018. I dati dal 1861 al 2001 sono tratti da Artoni R. (2005), *Note sul debito pubblico italiano dal 1885 al 2001*, in *Rivista di storia finanziaria*; i dati dal 2002 al 2017 sono di provenienza Istat

In Italia la prima crescita sensibile del rapporto tra spesa pubblica e Pil dal 30,1 al 40,6% si registra tra il 1960 e il 1970, in linea con la media europea, crescita dovuta soprattutto a un progressivo aumento dei servizi sociali offerti dallo Stato. Negli anni '70 il fenomeno di crescita del debito continua, con bilanci costantemente in passivo di valori sino al 10%, che vengono però camuffati da una forte inflazione che, a seguito della crisi petrolifera, arriva a sfiorare il 20%. Agli inizi degli anni '80 il debito sfiora il 60%.

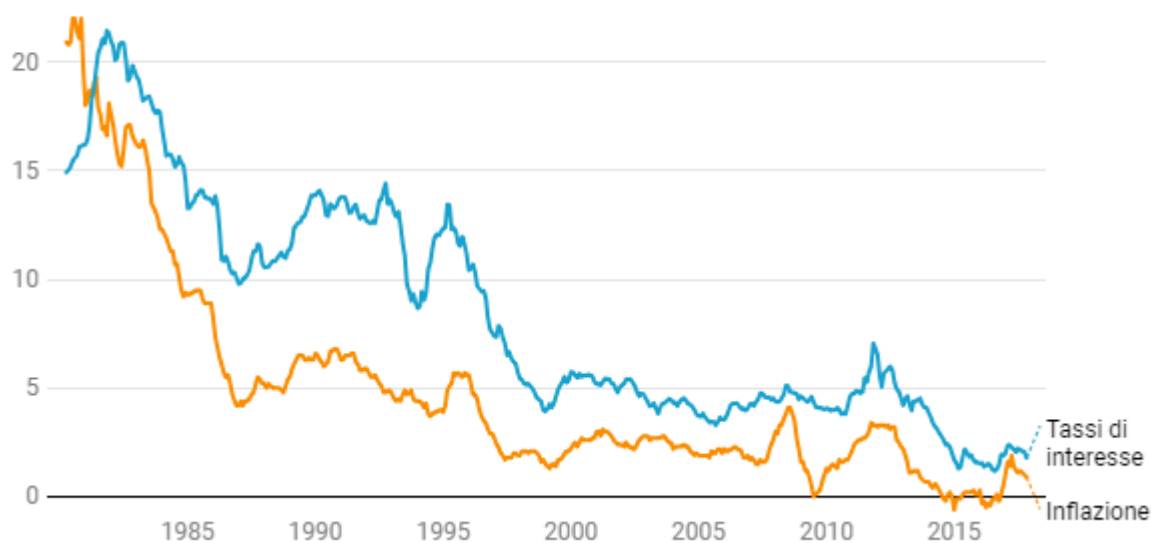
Tra il 1975 e il 1981 gli interessi sul debito pubblico pagati dall'Italia erano in media del 10% inferiori all'inflazione nominale, questo faceva crescere il rischio che le aste dei titoli del debito pubblico non venissero

evasi, per evitare ciò, dal 1975 fu deciso che la banca centrale avrebbe garantito l'evasione completa delle aste di titoli di stato emettendo moneta per comprare le obbligazioni rimaste invendute. In questo modo il costo dell'aumento del debito non risultava nei conti pubblici, ma veniva scaricato sulla lira, che infatti tra il 1975 e il 1980 si svalutò del 40% rispetto al dollaro.

Nel 1981 il governo americano del neoeletto **Ronald Reagan** e il capo della FED di allora **Paul Volcker**, decisero di ridurre la loro inflazione, che era arrivata a toccare il 14%, operando un drastico aumento dei tassi di interesse (dal 9% al 19% in sei mesi). L'Italia, insieme agli altri Stati Europei, è costretta a seguire la medesima strada antinflazionistica, aumentando il costo del denaro. Con la drastica diminuzione dell'inflazione, il meccanismo attuato sin qui, di aumentare il debito pubblico svalutando la moneta, non è più sostenibile (la lira nel solo 1981 perde un altro 40%). Nello stesso anno si decide quindi di operare il cosiddetto **"divorzio" tra il ministero del Tesoro e la Banca d'Italia**, che non sarà più tenuta, da allora in poi, ad acquistare i titoli di stato invenduti. Questa è sicuramente una manovra antinflattiva, perché evita lo "stampaggio di denaro" per acquistare l'invenduto e dovrebbe stimolare il governo ad una politica fiscale più rigorosa in modo da essere più competitivo sul mercato (anche quello internazionale) in cui dovranno essere venduti i titoli di stato.

Il tasso di interesse dei titoli di Stato italiani e l'inflazione

Il tasso medio ponderato dei titoli di Stato italiani in circolazione rispetto alla variazione tendenziale dei prezzi al consumo

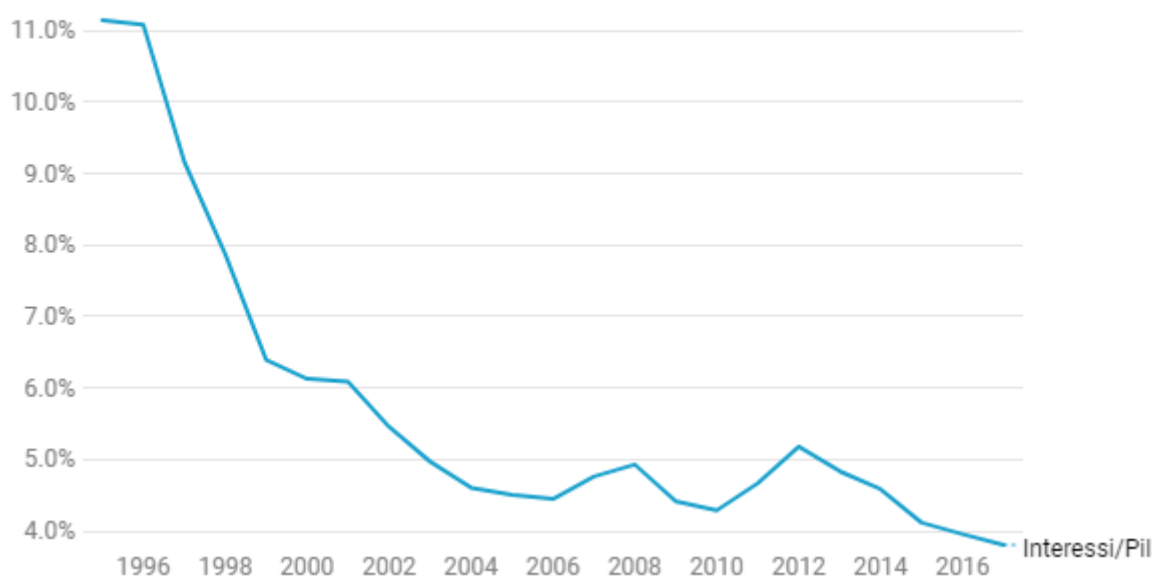


Fonti: charting di Pietro Saccò, *Avvenire.it*, 4 marzo 2018 mediante FRED Economic Data Service, Federal Reserve Bank of Saint Luis. Dati della Banca Mondiale

Questo però non avviene, e i bilanci per tutto il corso degli anni '80 continuano ad essere chiusi in forte passivo. Nello stesso tempo l'inflazione è scesa e non riesce più a compensare l'aumento del debito stesso. Negli anni '80 questo passa dal 60 al 100% del Pil e del 124% nel 1994. È in questo periodo che si crea un gap tra molti Stati europei (che adottano invece una politica fiscale più rigorosa) e l'Italia, un gap che non verrà mai più colmato. Dalla metà degli anni '90, la politica dell'Italia, infatti, diviene ugualmente rigorosa e tutti i bilanci verranno chiusi sempre in attivo (al netto degli interessi sul debito divenuti una parte sempre più importante dello stesso), ma questo si scontra con due problemi, il primo sono appunto gli interessi sul debito (pur diminuiti fortemente a seguito dell'ingresso nella zona euro) e il secondo è il fatto che dalla fine degli anni '90 la crescita del paese inizia costantemente ad essere inferiore a quella degli altri paesi europei. La crisi del 2008 assesta il colpo, si spera non definitivo, all'economia e alle finanze italiane.

Il costo degli interessi rispetto al Pil dal 1995 al 2016

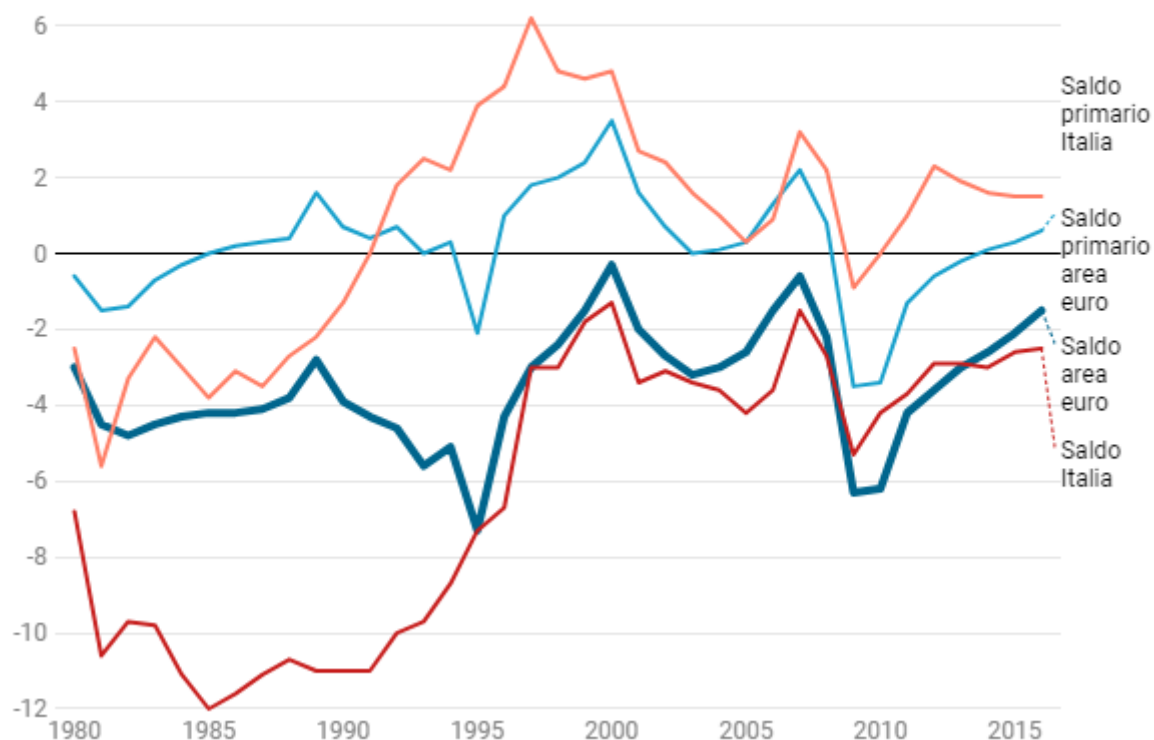
Spesa per interessi passivi dello Stato italiano in percentuale del Prodotto interno lordo



Fonti: charting di Pietro Saccò mediante Datawrapper, Avvenire.it, 4 marzo 2018. Dati Istat

I bilanci dell'Italia e media dell'area euro dal 1980 al 2016

Surplus e deficit del bilancio dello Stato, in percentuale del Pil, al netto (saldo primario) e al lordo della spesa per interessi.



Fonti: charting di Pietro Saccò mediante Datawrapper, Avvenire.it, 4 marzo 2018. Dati Banca d'Italia

In sede di analisi storica resta da valutare in quale misura, durante gli anni '80 (quelli in cui l'Italia ha subito il colpo più duro in termini di crescita del debito), una politica di finanze pubbliche molto generosa abbia fatto il paio con la necessità politica (in buona parte tollerata all'estero) di creare consenso in un paese in cui il partito comunista aveva le potenzialità di arrivare al governo (unico caso dell'area NATO e CEE).

Il mercato valutario e Il ruolo del dollaro nella finanza internazionale

Il mercato delle valute

Il mercato valutario è il **mercato più grande al mondo** in termini di scambi. Gli scambi in valuta possono coinvolgere i più svariati soggetti: banche centrali, banche private, speculatori, aziende, governi, persone fisiche. Esso permette la conversione tra valute ed è uno strumento dei mercati internazionali e consente quindi, ad esempio, di acquistare beni da un paese all'altro, pagando normalmente nella valuta del paese esportatore.

Una **transazione valutaria** non è altro che una transazione tra due parti in cui viene acquistata una certa quantità di una valuta pagando con una certa quantità di un'altra, sulla base di un certo rapporto di cambio. Il mercato valutario è un mercato OTC (over the counter) non regolamentato e i prezzi delle valute sono determinati da una libera transazione tra le parti, che chiaramente sarà influenzata dal rapporto di cambio presente sul mercato in quel momento.

I rapporti di cambio tra valute sono determinati da diversi fattori, che derivano dall'economia reale e dalla situazione politica dei singoli paesi, che come sempre sono mediate dalle aspettative degli operatori. Tra i fattori che possono influenzare la forza o la debolezza della valuta di un paese:

Tasso ufficiale di sconto: una valuta sarà tanto più remunerativa per chi la acquista più sarà alto il rendimento dei depositi in quella valuta (e delle obbligazioni emesse da quello Stato). A fronte di aspettative di aumento del tasso di sconto la valuta tenderà quindi ad apprezzarsi.

Inflazione: l'inflazione erode il potere di acquisto di una valuta e quindi la sua domanda specifica. Talvolta però l'inflazione elevata può far crescere le aspettative degli operatori per un innalzamento dei tassi di interesse da parte della banca centrale (per limitare la stessa inflazione) e quindi rafforzare la valuta stessa.

Bilancia commerciale: una bilancia commerciale negativa (maggiori importazioni che esportazioni) indebolisce la domanda di una certa valuta e quindi il suo valore, e viceversa.

Stato generale dell'economia di un paese: elevata produttività, competitività e crescita economica sono favorevoli al rafforzamento di una valuta.

Politiche monetarie: una politica monetaria espansiva (emissione di moneta tramite prestiti o acquisto di obbligazioni da parte della banca centrale) tende a creare inflazione e ad indebolire la moneta

Politica fiscale e indebitamento: un eccessivo debito, soprattutto se non bilanciato da una sufficiente crescita economica, indebolisce la valuta del paese.

Fattori politici: chiaramente la valuta può essere influenzata dalle aspettative riguardo la situazione politica e la sua stabilità, incluso il potere militare.

Valute high yield e safe haven

Al di là delle oscillazioni di breve periodo, dovute alla speculazione finanziaria, i rapporti di cambio tra valute sono legati a fattori **fondamentali** delle economie e della politica dei singoli paesi di cui si è parlato sopra. Una delle classificazioni più utili è la distinzione tra valute di investimento (high yield) e valute rifugio (safe haven).

Le prime (**high yield currencies**) sono proprie di economie con tassi di crescita (e normalmente tassi di interesse) più elevati, che offrono grosse opportunità di apprezzamento nei momenti di crescita economica, ma nello stesso tempo, maggiori opportunità di discesa in quelli di recessione e/o di crisi politiche. Le seconde (**safe haven currencies**) offrono invece, normalmente, tassi di interesse più bassi, ma una maggiore stabilità

e garanzia di minore deprezzamento (o addirittura di crescita, proprio perché gli investimenti si sposteranno su di esse) nei momenti di crisi politiche o economiche.

Troviamo nella prima categoria tutte le valute dei paesi emergenti (Turchia, Sud Africa, Brasile, Russia ...) oltre che le valute dei paesi legati alle materie prime (Australia, Nuova Zelanda, Canada).

Le valute rifugio per eccellenza sono invece il Franco Svizzero (CHF) e lo Yen Giapponese (JPY). Queste valute (e le relative obbligazioni emesse dalle banche che le controllano) danno tassi di interesse molto bassi, ma garantiscono sicurezza di rimborso per i propri titoli di stato e di stabilità nei momenti di crisi. Ciò è dovuto alla stabilità ed efficienza delle loro economie e dei loro sistemi politici. Un caso singolare è quello del Giappone, che pur avendo uno dei debiti pubblici più alti al mondo (oltre 200% del PIL), non presenta per il momento problemi di solvibilità del suo debito, soprattutto a causa del fatto che la quasi totalità di esso (oltre il 90%) si trova in mani interne (banche, assicurazioni, privati), che continuano costantemente a riacquistare il debito. Il Giappone, a differenza di altri paesi come l'Italia (la cui % di debito in mani estera supera il 30%) è molto poco esposto all'azione dei mercati internazionali e quello nazionale sembra per ora avergli sempre conferito sostegno.

Come sarà affrontato nel dettaglio di seguito, valuta rifugio per eccellenza, anche se i suoi tassi di interesse non sono sempre bassi, è il dollaro americano (USD). Diverso è il caso dell'Euro, che se rispetto a valute come quelle emergenti può essere considerato una valuta rifugio, ha avuto sino ad ora un andamento legato alle sorti politiche ed economiche della zona Euro.

Il dominio del dollaro americano

Quasi la metà delle transazioni valutarie coinvolge il dollaro americano. Questa valuta rimane tutt'ora la **valuta di riferimento** attorno a cui ruota l'intero mercato dei cambi (così come, sino all'ultima guerra, era per la sterlina britannica).

Alcune delle ragioni del successo del dollaro americano:

- Le transazioni in **materie prime** (es. Petrolio e Oro) avvengono in dollari. Se si vogliono acquistare materie prime (che sono quotate in questa valuta) è quindi necessario possedere dollari.
- Una buona parte delle **transazioni commerciali internazionali** avvengono in Dollari
- I **bond governativi USA** sono storicamente considerati un bene rifugio per il loro rating e per i tassi di interesse più elevati rispetto a quelli di altri paesi con rating analoghi (Giappone, Svizzera)
- Il **mercato azionario** più grande del mondo, quello americano, scambia in Dollari
- È la **valuta di riserva** più diffusa al mondo (quasi due terzi delle riserve valutarie sono in dollari), Questa è anche una conseguenza dei punti precedenti: se vogliono acquistare materie prime e commerciare con la più grande economia mondiale, tutte le banche centrali e gli operatori economici, pubblici e privati, di un paese, devono detenere dollari. In pratica il dollaro possiede la caratteristica di essere accettata (quasi) ovunque come mezzo di pagamento, perché stabile (cambio permettendo) e liquido a livello globale

Questo conferisce un enorme potere agli USA, esercitato tramite il sistema bancario, attraverso il quale sono in grado di bloccare l'accesso ai circuiti internazionali di quegli Stati eventualmente colpiti da sanzioni ed embarghi internazionali. Esiste una Agenzia l'Ofac (Office of Foreign Assets control) posta sotto il controllo del Ministero del Tesoro Americano, che esercita attività di investigazione al fine di garantire il rispetto delle sanzioni contro paesi esteri e comminando sanzioni alle entità pubbliche e private (banche e aziende) che non le rispettano.

Currency distribution of OTC foreign exchange turnover

Net-net basis,¹ percentage shares of average daily turnover in April²

| Currency | 2001 | | 2004 | | 2007 | | 2010 | | 2013 | | 2016 | |
|------------------|--------------|------|--------------|------|--------------|------|--------------|------|--------------|------|--------------|-----------|
| | Share | Rank | Share | Rank | Share | Rank | Share | Rank | Share | Rank | Share | Rank |
| USD | 89,9 | 1 | 88,0 | 1 | 85,6 | 1 | 84,9 | 1 | 87,0 | 1 | 87,6 | 1 |
| EUR | 37,9 | 2 | 37,4 | 2 | 37,0 | 2 | 39,0 | 2 | 33,4 | 2 | 31,4 | 2 |
| JPY | 23,5 | 3 | 20,8 | 3 | 17,2 | 3 | 19,0 | 3 | 23,0 | 3 | 21,6 | 3 |
| GBP | 13,0 | 4 | 16,5 | 4 | 14,9 | 4 | 12,9 | 4 | 11,8 | 4 | 12,8 | 4 |
| AUD | 4,3 | 7 | 6,0 | 6 | 6,6 | 6 | 7,6 | 5 | 8,6 | 5 | 6,9 | 5 |
| CAD | 4,5 | 6 | 4,2 | 7 | 4,3 | 7 | 5,3 | 7 | 4,6 | 7 | 5,1 | 6 |
| CHF | 6,0 | 5 | 6,0 | 5 | 6,8 | 5 | 6,3 | 6 | 5,2 | 6 | 4,8 | 7 |
| CNY ³ | 0,0 | 35 | 0,1 | 29 | 0,5 | 20 | 0,9 | 17 | 2,2 | 9 | 4,0 | 8 |
| SEK | 2,5 | 8 | 2,2 | 8 | 2,7 | 9 | 2,2 | 9 | 1,8 | 11 | 2,2 | 9 |
| NZD ³ | 0,6 | 16 | 1,1 | 13 | 1,9 | 11 | 1,6 | 10 | 2,0 | 10 | 2,1 | 10 |
| MXN ³ | 0,8 | 14 | 1,1 | 12 | 1,3 | 12 | 1,3 | 14 | 2,5 | 8 | 1,9 | 11 |
| SGD ³ | 1,1 | 12 | 0,9 | 14 | 1,2 | 13 | 1,4 | 12 | 1,4 | 15 | 1,8 | 12 |
| HKD ³ | 2,2 | 9 | 1,8 | 9 | 2,7 | 8 | 2,4 | 8 | 1,4 | 13 | 1,7 | 13 |
| NOK ³ | 1,5 | 10 | 1,4 | 10 | 2,1 | 10 | 1,3 | 13 | 1,4 | 14 | 1,7 | 14 |
| KRW ³ | 0,8 | 15 | 1,1 | 11 | 1,2 | 14 | 1,5 | 11 | 1,2 | 17 | 1,7 | 15 |
| TRY ³ | 0,0 | 30 | 0,1 | 28 | 0,2 | 26 | 0,7 | 19 | 1,3 | 16 | 1,4 | 16 |
| RUB ³ | 0,3 | 19 | 0,6 | 17 | 0,7 | 18 | 0,9 | 16 | 1,6 | 12 | 1,1 | 17 |
| INR ³ | 0,2 | 21 | 0,3 | 20 | 0,7 | 19 | 0,9 | 15 | 1,0 | 20 | 1,1 | 18 |
| BRL ³ | 0,5 | 17 | 0,3 | 21 | 0,4 | 21 | 0,7 | 21 | 1,1 | 19 | 1,0 | 19 |
| ZAR ³ | 0,9 | 13 | 0,7 | 16 | 0,9 | 15 | 0,7 | 20 | 1,1 | 18 | 1,0 | 20 |
| DKK ³ | 1,2 | 11 | 0,9 | 15 | 0,8 | 16 | 0,6 | 22 | 0,8 | 21 | 0,8 | 21 |
| PLN ³ | 0,5 | 18 | 0,4 | 19 | 0,8 | 17 | 0,8 | 18 | 0,7 | 22 | 0,7 | 22 |
| TWD ³ | 0,3 | 20 | 0,4 | 18 | 0,4 | 22 | 0,5 | 23 | 0,5 | 23 | 0,6 | 23 |
| THB ⁴ | 0,2 | 24 | 0,2 | 22 | 0,2 | 25 | 0,2 | 26 | 0,3 | 27 | 0,4 | 24 |
| MYR ⁴ | 0,1 | 26 | 0,1 | 30 | 0,1 | 28 | 0,3 | 25 | 0,4 | 25 | 0,4 | 25 |
| HUF ³ | 0,0 | 33 | 0,2 | 23 | 0,3 | 23 | 0,4 | 24 | 0,4 | 24 | 0,3 | 26 |
| SAR ⁴ | 0,1 | 27 | 0,0 | 32 | 0,1 | 32 | 0,1 | 34 | 0,1 | 34 | 0,3 | 27 |
| CZK ⁴ | 0,2 | 22 | 0,2 | 24 | 0,2 | 24 | 0,2 | 27 | 0,4 | 26 | 0,3 | 28 |
| ILS ⁴ | 0,1 | 25 | 0,1 | 26 | 0,2 | 27 | 0,2 | 31 | 0,2 | 29 | 0,3 | 29 |
| CLP ⁴ | 0,2 | 23 | 0,1 | 25 | 0,1 | 30 | 0,2 | 29 | 0,3 | 28 | 0,2 | 30 |
| IDR ⁴ | 0,0 | 28 | 0,1 | 27 | 0,1 | 29 | 0,2 | 30 | 0,2 | 30 | 0,2 | 31 |
| COP ⁴ | 0,0 | 31 | 0,0 | 33 | 0,1 | 33 | 0,1 | 32 | 0,1 | 33 | 0,2 | 32 |
| PHP ⁴ | 0,0 | 29 | 0,0 | 31 | 0,1 | 31 | 0,2 | 28 | 0,1 | 31 | 0,1 | 33 |
| RON ⁴ | ... | 37 | ... | 40 | 0,0 | 34 | 0,1 | 33 | 0,1 | 32 | 0,1 | 34 |
| PEN ⁴ | 0,0 | 32 | 0,0 | 35 | 0,0 | 36 | 0,0 | 36 | 0,1 | 35 | 0,1 | 35 |
| OTH | 6,6 | | 6,6 | | 7,7 | | 4,7 | | 1,6 | | 2,1 | |
| Total | 200,0 | | 200,0 | | 200,0 | | 200,0 | | 200,0 | | 200,0 | |

¹ Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis). ² Because two currencies are involved in each transaction, the sum of the percentage shares of individual currencies totals 200% instead of 100%. ³ Turnover for years prior to 2013 may be underestimated owing to incomplete reporting of offshore trading in previous surveys. Methodological changes in the 2013 survey ensured more complete coverage of activity in emerging market and other currencies. ⁴ Turnover may be underestimated owing to incomplete reporting of offshore trading.

Fonte: Bank for International Settlements (2016), Foreign exchange turnover in April 2016

Questa posizione privilegiata del dollaro (e quindi una continua e forte richiesta da parte del mercato finanziario internazionale) permette agli Stati Uniti di rifinanziare il loro debito (che è il più grande al mondo) senza grosse difficoltà, senza che questo provochi un'eccessiva svalutazione della valuta stessa e un eccessivo incremento dei tassi di interesse, nonostante una bilancia dei pagamenti costantemente in passivo e le enormi spese militari (il 35% di quelle mondiali). Ovviamente la forza militare non fa altro che, a sua volta, aumentare la credibilità stessa della valuta.

Che cos'è la dedollarization e perché difficilmente potremo assistervi nei prossimi anni

Si parla da tempo di **dedollarizzazione** e cioè del possibile processo di perdita da parte del dollaro americano del suo ruolo egemone sul mercato internazionale. Se l'avvento dell'Euro, anche a seguito della recente debolezza della UE, non ha scalfito questo dominio, recentemente potenze come Cina e Russia (via via affiancate da altri paesi minori come Iran e Venezuela) stanno cercando di mettere in discussione il dominio del dollaro, effettuando transazioni commerciali, in particolar modo quelle di materie prime, in valute diverse. In particolare, c'è da chiedersi quale sia la possibilità per l'unico di questi paesi con velleità di potenza mondiale, la Cina, di avere una valuta (lo **Yuan**) che possa mettere in discussione, almeno nella propria area di influenza, il potere del dollaro americano, facendo crescere l'attrattiva della propria come valuta di investimento e di riserva.

Se il tema richiederebbe una riflessione a parte, pare opportuno evidenziare almeno alcuni elementi che non giocano a favore di questa ipotesi, almeno per i prossimi anni.

Al di là della sua netta inferiorità militare e quindi della sua incapacità, per ora, di agire come potenza globale, la Cina è protagonista di una crescita economica che pare inarrestabile, ma quelli che più sovente vengono trascurati nell'analisi della sua possibile crescita futura, sono i problemi interni del paese. Ne elencheremo alcuni.

La **legittimazione del potere** del partito comunista è legata a filo doppio alla crescita economica e ci si chiede quanto potrà durare la pax con il ceto medio, che ormai ha raggiunto i 400 milioni di persone, basata sull'assenza di libertà politiche in cambio dell'arricchimento infinito, nel caso in cui tale crescita rallentasse in maniera sensibile.

La politica di crescita cinese ha sino ad ora fatto leva sugli investimenti pubblici, sulla compressione dei consumi e dei redditi delle famiglie (in proporzione alla crescita del PIL) e sull'indebitamento, che è costantemente cresciuto. La priorità assoluta è sempre stata la crescita, spesso a discapito della produttività degli investimenti stessi. Alle spese infrastrutturali si sono recentemente sommate quelle militari, data la volontà di colmare, almeno in parte, il gap con gli Stati Uniti. Molti analisti mettono in discussione il dato ufficiale del 49% del **rapporto debito/Pil** della Cina, che sarebbe in realtà molto più grande, se si considera l'enorme indebitamento delle diverse istituzioni finanziarie pubbliche e dei governi locali. A questo si deve aggiungere il maggiore fattore di instabilità, che è l'enorme **debito privato**, che supera il 200% del PIL, secondo le stime ufficiali, ma che recentemente alcuni analisti di Hong Kong, hanno ipotizzato possa essere di 15 volte superiore

Dal punto di vista finanziario, viene ugualmente spesso sottovalutata una debolezza che è conseguenza dell'accentramento politico: la **scarsa trasparenza finanziaria**. In estrema sintesi, la Cina, molte delle aziende quotate nel mercato locale e il loro debito, non sono viste come un asset sufficientemente sicuro dagli investitori, proprio per la scarsa trasparenza finanziaria offerta. Anche alcuni atteggiamenti del governo cinese di fronte alle crisi non possono certo incentivare gli investitori, a titolo di esempio, è forse utile ricordare che durante la recente crisi di borsa del 2015, per cercare di fermare le vendite di titoli azionari, si arrivò a prevedere e ad applicare il carcere per chi praticava vendite allo scoperto. In questa situazione è difficile, sino a che non verranno risolti alcuni nodi fondamentali, che però paiono in una certa misura insiti

nel sistema cinese stesso di accentramento del potere, che la Cina e la sua valuta possano essere viste come un terreno di investimento sicuro dai mercati internazionali.

Infine, è utile notare come quasi la metà del territorio cinese sia popolato da **minoranze etiche**, verso le quali l'atteggiamento del governo è stato non di rado di repressione (buddisti in Tibet e mussulmani Uiguri nello Xinjiang). La via di uscita da questa situazione sembra alquanto complicata, anche se, almeno per ora, pare esagerato evocare lo scenario Jugoslavo a fronte di un'eventuale cedevolezza del governo centrale (magari a seguito di una sua crisi politica).

L'**egemonia del dollaro** è troppo importante per gli USA perché questi possano accettarne il tramonto (le ragioni sono state ampiamente esposte sopra), ma cosa accadrebbe, se per qualche ragione geopolitica gli Usa dovessero accettare ciò? Di certo una minore richiesta di dollari da parte dei mercati mondiali porterebbe ad un innalzamento del debito americano sino a livelli insostenibili e quindi del tasso di interesse offerto dalle banche. La risposta sarebbe una diminuzione dei consumi interni e di certo imporrebbe una diminuzione della spesa pubblica (innanzitutto quella militare), il che, molto probabilmente, ridimensionerebbe il ruolo egemonico stesso degli USA.

Tornando al punto sollevato sopra, resta da chiedersi quanto le mosse dell'attuale amministrazione americana (il tentativo di riequilibrio della bilancia commerciale attraverso la diminuzione delle importazioni e la svalutazione del dollaro e l'imposizione di dazi ad Europa e Cina), siano un tentativo di anticipare e smussare questi possibili effetti o, in realtà, solo la maniera, a loro parere più efficace, per colpire il nemico numero uno che è la Cina e pungolare un'Unione Europea che potrebbe cercare, se riuscisse a passare la tempesta attuale, di essere troppo autonoma. Senza voler dare una risposta, che rischierebbe di trasformare il presente documento in un esercizio di futurologia, resta però utile chiedersi in quale misura il ruolo di "consumatore del mondo" sia connaturato con la natura egemonica stessa degli USA, in quale misura quindi, esso sia, più che una "concessione" o uno "scambio" con il resto del mondo (come viene talvolta dipinto dall'attuale amministrazione), piuttosto una utile arma di dominio, che definisce una forma di dipendenza che può essere, al momento opportuno, utilizzata come minaccia.