

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE

RASSEGNA DEI PRINCIPALI FATTI DEL SECONDO TRIMESTRE

di Alessandro Samorì

NUMERO 3 – GIUGNO 2019

© 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

Account Twitter

[@DirittoalFuturo](https://twitter.com/DirittoalFuturo)

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

SOMMARIO

Uno sguardo generale	5
La grande assente è l'inflazione	5
Le banche centrali continuano a favorire l'espansione monetaria	7
I movimenti dei principali asset finanziari	9
I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina	10
Stati Uniti	10
Europa	11
Cina	12
Conclusioni	14

Uno sguardo generale

La grande assente è l'inflazione

Nell'ultimo trimestre abbiamo assistito ad un calo dell'inflazione nelle principali aree del mondo e allo stesso modo sono calate le stime per quella futura. Nell'area Euro la crescita dei prezzi è passata dall'1,7% al 1,2%, in USA dal 2% al 1,8%, fa eccezione solo la Cina, dove è passata dal 2,5% al 2,7%.

Tra gli obiettivi delle Banche Centrali rientra quello della stabilizzazione dei prezzi. Un'inflazione eccessiva porta ad un indebolimento del potere di acquisto dei lavoratori oltre che a creare uno scenario di incertezza che può danneggiare l'economia. Se poi l'inflazione dovesse diventare a doppia cifra, tra i rischi aggiuntivi ci sono quello dell'eccessivo deprezzamento della valuta e una fuga di capitali all'estero, che può essere devastante per le finanze pubbliche e private di un paese, anche perché ha tra i suoi effetti un marcato aumento dei tassi di interesse che la stessa banca centrale dovrà operare per contrastare il fenomeno di fuga dei capitali.

Anche l'inflazione eccessivamente bassa o addirittura negativa (la deflazione) può però essere pericolosa, dato che può spingere i consumatori a rimandare gli acquisti. Paradigmatico è il caso del mercato immobiliare: se i potenziali acquirenti prevedono che i prezzi delle case domani saranno più bassi, attenderanno a comprare e il meccanismo del calo dei prezzi si autoalimenterà rendendo difficile per un paese in recessione riuscire a invertire il trend. È per quest'ultima ragione che, a seguito della crisi del 2008–2009, le banche centrali di tutto il mondo, come ampiamente sottolineato negli scorsi report, hanno cercato di stimolare l'inflazione, sia abbassando i tassi di interesse, sia iniettando liquidità nel sistema con le manovre di quantitative easing.

Gli obiettivi di Fed e BCE sono per entrambe un tasso di inflazione del 2%. Negli Stati Uniti i numeri stanno oscillando attorno a quel valore, ma non lo stanno superando e nell'ultimo anno la crescita dei prezzi è in calo ed in questo trimestre è arrivata all'1,8%, contro un picco di quasi il 3% nel 2018. Nell'eurozona le cose vanno molto peggio, nonostante gli acquisti di titoli da parte della BCE stiano continuando e i tassi di interesse siano a 0. L'inflazione, dopo aver raggiunto il target nel 2018, ha ricominciato a scendere sino all'ultimo dato di maggio dell'1,2%.



Figura 1 - Andamento dell'inflazione negli USA



Figura 2 - Andamento dell'inflazione nella Zona Euro



Figura 3 - Andamento dell'inflazione in Giappone

Ancora più basso, attorno all'1%, è il tasso di inflazione del Giappone, il paese che più di ogni altro sta portando agli estremi le politiche monetarie espansive, senza ottenere, sino ad ora, alcun risultato significativo, pur continuando, ad ogni riunione della sua banca centrale, a sostenere che l'obiettivo del 2% è perseguibile.

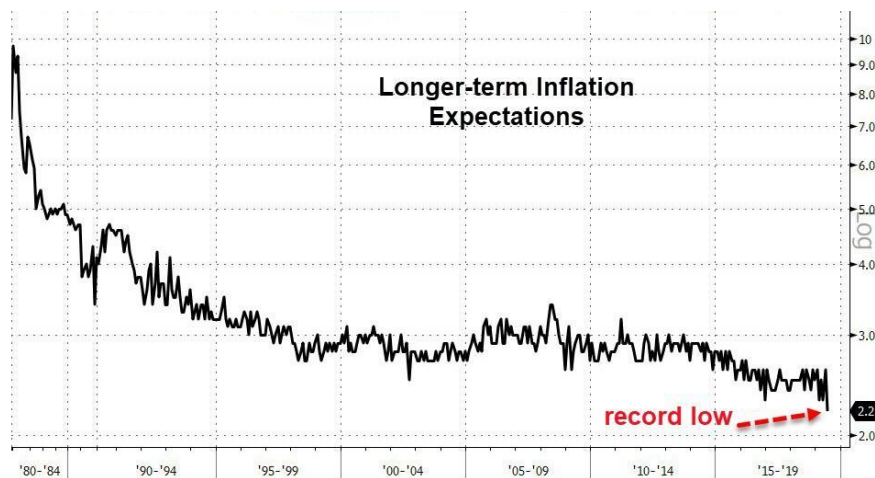


Figura 4 – Aspettative di inflazione a lungo termine (5-10 anni) in USA. (Fonte: Università del Michigan).



Figura 5 - Inflazione prevista dai contratti swap sull'inflazione a 5 anni nell'area Euro

Il calo tendenziale dell'inflazione è un fenomeno globale che parte dagli anni '80. Significativo è il grafico in figura 4, basato sulle rilevazioni dell'Università del Michigan, in cui vengono evidenziate le aspettative a lungo termine di inflazione, che nel mese di maggio hanno toccato i minimi da quando viene effettuata questa rilevazione.

Allargando il ragionamento, tra le ragioni che vengono più spesso citate come causa di un indebolimento tendenziale dell'inflazione mondiale ci sono: la globalizzazione e la crescita della competitività internazionale,

il rallentamento demografico, soprattutto nei paesi maturi, il rallentamento della crescita economica e della produttività del capitale¹.

Il tema meriterebbe un approfondimento a parte, quello che è certo è che sino ad ora i risultati ottenuti dalle banche centrali, soprattutto in Europa e in Giappone, non sono stati soddisfacenti, ma nello stesso tempo, tutti, coralmemente, come vedremo, pare si sentano autorizzati a fare questo ragionamento: se l'inflazione non sale, per quale ragione, pur in uno scenario economico di crescita, dovremmo alzare i tassi di interesse? Per quale ragione qualcuno dovrebbe assumersi il rischio di una crisi finanziaria in uno scenario in cui il debito privato, e quindi la leva finanziaria, stanno continuando a salire, anche se, forse, il buon senso suggerirebbe che bisogna fare qualcosa per contenerli, magari a discapito di una crescita che appare dare almeno alcuni segni di essere drogata dal denaro facile? Per quale ragione il presidente Trump dovrebbe assumersi il rischio di veder abbassare le proprie probabilità di essere rieletto se la borsa dovesse crollare? Già ai primi di aprile, Donald Trump anticipava i tempi e dichiarava esplicitamente (con quella che allora appariva una provocazione) che in assenza di inflazione, non vedeva ragioni non solo per non ricominciare ad abbassare i tassi di interesse, ma anche per non avviare un'altra manovra di *quantitative easing*, che avrebbe permesso all'economia americana di "volare come un razzo"². Come vedremo, pur in uno scenario economico non recessivo, i tassi in questi mesi si è iniziato a pensare di ricominciare ad abbassarli davvero, e non solo.

Le banche centrali continuano a favorire l'espansione monetaria

Come illustrato nello scorso report, il primo trimestre dell'anno era stato caratterizzato da una brusca inversione degli orientamenti della Federal Reserve. Questa infatti nel 2018 lasciava intendere che i tassi di interesse avrebbero potuto alzarsi anche sino al 3,5% nel 2019, e che avrebbe proseguito il processo di normalizzazione del suo bilancio³. Le cose erano però poi rapidamente cambiate dal gennaio dell'anno successivo, anche a seguito delle pressioni del presidente Trump e del crollo dei mercati azionari, avvenuto tra ottobre e dicembre del 2018. A quel punto la Fed aveva iniziato a far capire che i tassi non sarebbero saliti ulteriormente, se non sulla base di significative crescite dell'inflazione e del ciclo economico, e aveva annunciato che la normalizzazione del bilancio sarebbe terminata a settembre ad un valore di circa 3,5 mld. di USD (ancora ben 4 volte il valore che aveva prima della crisi del 2008). A questo "riorientamento" della Fed erano poi seguite mosse altrettanto accomodanti da parte della BCE (che aveva annunciato un nuovo programma di prestiti agevolati alle banche, il TLTRO) e della Banca Centrale Cinese, che aveva ulteriormente ridotto la riserva obbligatoria. A tutte queste notizie i mercati azionari, in modo particolare quello americano, hanno "festeggiato" con un ritorno ai massimi di sempre.

In questo trimestre il processo di "riaccomodamento"⁴ delle banche si è spinto ulteriormente avanti, sino a far intendere che i tassi di interesse, in un futuro anche molto breve, ricominceranno a scendere. Come indicato in predenza, le principali ragioni con cui si sono giustificate queste mosse sono state la bassa inflazione, la crescita economica incerta e i rischi geopolitici (guerra commerciale e Brexit in primis). Se nel

¹ Per un'analisi interessante del fenomeno si rimanda al volume *Il capitale del XXI secolo* di Thomas Piketty, che analizza, tra le altre cose, il fenomeno inflattivo nella storia degli ultimi 2000 anni e considera la crescita demografica, economica e dei prezzi avvenuta del XX secolo la punta di una crescita iniziata con la rivoluzione industriale, ma anche un fenomeno unico e a suo parere difficilmente ripetibile.

² Dichiarazione di Trump ad una conferenza stampa, citato da Marco Valsania nell'edizione on line del "Il sole 24 ore" in un articolo del 5 aprile 2019 dal titolo "Trump alla Fed: taglio dei tassi e ritorno al Quantitative Easing": <https://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2019-04-05/trump-fed-taglio-tassi-e-ritorno-quantitative-easing-212101.shtml?uuid=ABtiVklB>.

³ Per normalizzazione del bilancio si intende l'alleggerimento del portafoglio di titoli acquistati con una conseguente riduzione della liquidità nel sistema economico. Per una trattazione estesa di questo aspetto si rimanda ai due numeri precedenti della presente pubblicazione.

⁴ Per politica monetaria accomodante si intende quella tesa ad aumentare la liquidità nel sistema con manovre di "allentamento monetario", come l'acquisto di titoli di debito pubblico o privato e/o la riduzione dei tassi di interesse. Anche su questo si vedano i numeri di dicembre 2018 e marzo 2019 di questa pubblicazione.

caso dell'Europa le motivazioni possono essere almeno in parte giustificate, in USA non bisogna dimenticare che, pur in presenza di alcuni dati sulla produzione industriale non entusiasmanti, ci troviamo di fronte ad un paese con una crescita del PIL del 3,1% ed una disoccupazione ai minimi storici.

Se di USA, Cina ed Europa tratteremo nel dettaglio in seguito, pare utile, per mostrare quale sia il trend storico delle politiche delle banche centrali nel mondo, citare subito i casi di Australia e Giappone.

L'Australia è un paese i cui tassi di interesse hanno sempre oscillato, dal 1995 ad oggi, tra il 5 e il 7%. Storicamente, insieme alla Nuova Zelanda, l'Australia, tra i paesi sviluppati, è sempre stato quello che ha offerto tassi di interesse più elevati, a fronte di un "rischio" maggiore, prevalentemente per il fatto che l'economia australiana, essendo molto legata alle materie prime, è anche esposta a forti oscillazioni, a seconda dell'andamento del ciclo economico. Superata discretamente la crisi del 2008, anche grazie al crescente collegamento commerciale con la Cina, e riportati i tassi al 4,75% nel 2011, da allora questi non hanno fatto che scendere sino all'attuale 1,25%, con previsioni di ulteriori ribassi nel corso dell'anno sino allo 0,75%. Livelli mai visti nella storia del paese.



Figura 6 - Serie storica dei tassi ufficiali di interesse in Australia

Il Giappone ha una politica dei tassi a zero dagli anni '90. Dopo la crisi del 2009 ha iniziato un piano di espansione monetaria che ha portato il bilancio della banca centrale ad essere sei volte quello del periodo precedente la crisi e la banca stessa a diventare il principale detentore di titoli di Stato, oltre che il principale possessore di ETF⁵ sul mercato azionario, giungendo ad essere di fatto il principale operatore di borsa. Nell'ultima riunione della Bank of Japan, a giugno, il governatore ha annunciato che la politica di tassi bassi (che sono negativi dal 2016 al -0,1%) durerà almeno sino al 2020 e che non vengono meno gli obiettivi di raggiungere un'inflazione del 2% (ora siamo intorno al 1%) e quindi non finirà la politica acquisto di titoli in corso.

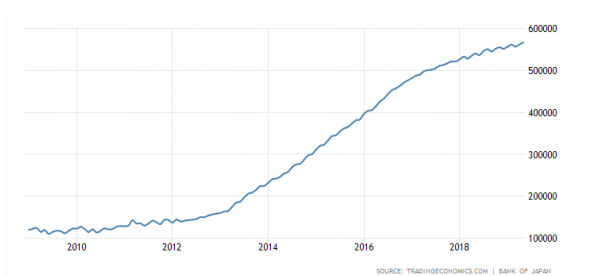


Figura 7 - Crescita del bilancio della Bank of Japan



Figura 8 - Serie storica dei tassi ufficiali di interesse in Giappone

⁵ ETF è l'acronimo di Exchange Traded Fund. Si tratta di titoli che replicano passivamente l'indice a cui si riferiscono e sono scambiabili sul mercato di riferimento.

Il Giappone ha un debito pubblico del 253% rispetto al PIL. Tuttavia, sino ad ora, nonostante ciò, rimane uno dei paesi i cui titoli di debito sono considerati più sicuri e la sua valuta, lo Yen (JPY), è considerata un rifugio nei momenti di crisi. È chiaro che, se da un lato il fatto che una buona parte del debito pubblico sia in mano alla banca centrale o a istituzioni giapponesi (e solo il 10% all'estero), insieme all'efficienza e produttività del paese e al suo elevato reddito medio, costituisce una garanzia, dall'altro nessuno ha idea di quando e come si potrà, in un domani non identificabile, attuare una exit-strategy da questa situazione, che non ha precedenti nella storia.

I movimenti dei principali asset finanziari

Nel corso del trimestre il movimento degli asset finanziari ha evidenziato una notevole prudenza da parte degli operatori. Da un lato il mercato azionario americano (indicatore e guida dei mercati azionari di tutto il mondo) si è mantenuto sostanzialmente laterale dopo i massimi raggiunti nel mese di aprile e staziona tutt'ora verso i massimi di sempre. È bene ricordare che il mercato azionario USA ha compiuto, dal 2009 ad oggi, un rialzo del 450%. Si tratta di un rialzo che non ha precedenti, sia in termini di durata, sia di ampiezza.

Ciò che è interessante osservare però è che, nonostante i valori delle azioni si mantengano su massimi mai raggiunti in precedenza, i beni cosiddetti "rifugio" sono stati comprati senza eccezioni di sorta.

I concetti di bene rifugio e di "rischio" sono molto importanti quando si vuole interpretare l'andamento dei mercati, perché la scelta degli operatori finanziari per i beni di "rischio" piuttosto che per quelli "rifugio" indica il loro livello di ottimismo o di timore sull'andamento futuro.

Tra gli asset di rischio per eccellenza troviamo le azioni e le materie prime. Tenderanno ad apprezzarsi quando esiste fiducia nella crescita economica, che in media si sposterà con un aumento del prezzo di entrambi gli asset, dovuto alla crescente domanda per le materie prime e ai buoni dividendi per le azioni (questi ultimi molto più generosi delle cedole delle obbligazioni).

Tra gli asset rifugio troviamo invece in modo particolare la liquidità (il denaro liquido la soluzione meno rischiosa per eccellenza), soprattutto quella in yen giapponesi e franchi svizzeri, e le obbligazioni, specie quelle governative americane, tedesche e giapponesi, considerate le più sicure. Infine, come eccezione nell'ambito delle materie prime, nei momenti in cui ci si attende un aumento del rischio, il bene per eccellenza acquistato è l'oro (e, in subordine, altri metalli preziosi), che avendo un valore intrinseco è considerata una protezione quando gli altri asset si svalutano.

La cosa curiosa, su cui riflettere, è stata che, pur essendo i valori delle azioni ancora ai massimi, tutti questi asset "rifugio" si sono apprezzati nel trimestre, come mostrano i grafici delle figure 10, 11 e 12.



Figura 9 – Future sul S&P 500, il principale indice azionario USA



Figura 10 – Future sul titolo di stato decennale USA



Figura 11 – Future sull'oro



Figura 12 – Andamento dell'indice DJ FXCM sullo yen giapponese⁶

Se quindi il mercato azionario, sostenuto dalla elevata liquidità iniettata nel sistema dalle banche centrali, continua a stazionare verso i massimi (almeno negli USA), e farebbe pensare ad un elevato ottimismo degli operatori, d'altro lato gli stessi paiono iniziare ad orientare le loro scelte anche verso beni che con la crescita economica e l'ottimismo nel futuro hanno tradizionalmente poco a che fare.

I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina

Stati Uniti

I dati hanno rivelato un'economia apparentemente in buono stato. Se qualche preoccupazione destano quelli sulla produzione industriale, in leggero calo, il PIL è stato rivisto a rialzo rispetto al trimestre precedente (dal 3,0 al 3,1%) e la disoccupazione è ai minimi storici (3,6%). Oltre a questo, come anticipato, non ci sono segnali di un surriscaldamento dell'economia e l'inflazione a maggio è calata dal 2 al 1,8%.

Soprattutto quest'ultimo dato, unito ad uno scenario internazionale preoccupante a seguito delle tensioni commerciali con la Cina, è stato utilizzato da parte della Fed per orientarsi verso una "narrazione" che, settimana dopo settimana, da un lato ha trasmesso minore ottimismo sullo stato dell'economia, dall'altro si è progressivamente aperta all'ipotesi che i tassi di interesse potranno essere abbassati. Il risultato è stato che

⁶ L'indice DJ FXCM è un indice sintetico che misura l'apprezzamento della valuta nipponica rispetto a un paniere di altre valute. Lo Yen giapponese è considerata la valuta "rifugio" per eccellenza, il cui apprezzamento rileva una preferenza per la liquidità da parte degli operatori e quindi una grande prudenza a fronte di un rischio percepito per il futuro.

i Future sui Fed Funds⁷ ora quotano una possibilità del 100% di un ribasso del tasso ufficiale di interesse nella prossima riunione di fine luglio (almeno dello 0,25%, portando così il tasso ufficiale al 2,25%). Questo orientamento possibilista riguardo una nuova stagione di ribassi dei tassi di interesse è emerso in maniera finalmente chiara nella riunione della Fed del 19 giugno che pur, per il momento, non ha modificato nulla nella politica monetaria.

Continua la guerra commerciale con la Cina e i tentativi di trovare un accordo sui dazi imposti dagli USA paiono per ora in alto mare. Tra i risultati attesi da queste misure, oltre ai timori di un rallentamento economico generalizzato, c'erano da un lato un miglioramento della bilancia commerciale americana (le esportazioni, per lo meno dalla Cina, avrebbero dovuto scendere), dall'altro un rialzo dell'inflazione a seguito dell'aumento dei prezzi dei beni sottoposti a dazi. Nessuno di questi eventi si è finora verificato e la bilancia commerciale USA è ulteriormente peggiorata (e quella cinese migliorata) mentre l'inflazione, come si è visto, negli USA è scesa. L'assenza di un impatto sull'inflazione dei dazi sui prodotti provenienti dalla Cina (le importazioni cinesi costituiscono il 22 % del totale di quelle USA) pare al momento da attribuirsi al fatto che gli importatori stanno riassorbendo l'aumento dei prezzi dovuti ai dazi sobbarcandosene quindi il costo. Se il fenomeno dovesse inasprirsi potrebbero comunque trovarsi costretti a caricarlo sui consumatori e quindi sull'inflazione. Accanto a questo non è da escludere siano in atto forme di "triangolazione" da parte di chi esporta, riuscendo a far transitare i prodotti in altri paesi non sottoposti ad embargo (come Vietnam e Taiwan) per poi farli arrivare negli USA.

Europa

Nel secondo trimestre i dati economici e le previsioni per l'anno in corso sono ulteriormente peggiorati. Le nuove previsioni della commissione europea sulla crescita del PIL presentano un peggioramento per la UE nel suo complesso (da 1,5% della previsione di febbraio ad 1,4%), ma soprattutto è da notare il dato della Germania, che passa da 1,1% a 0,5%. È in particolare quest'ultimo l'aspetto più preoccupante, per il ruolo di "locomotiva" che la Germania (l'economia più grande della UE) ha sempre avuto. La situazione di rallentamento dell'economia tedesca è confermata dall'analisi dello ZEW, un indicatore sullo stato generale dell'economia del paese, che si trova ai minimi dal 2012 (quando l'economia europea era in recessione).

Questi dati, uniti alle previsioni di inflazione in calo di cui si è già parlato, hanno indotto la BCE, nella riunione di giugno, a comunicare che i tassi di interesse non saliranno almeno sino al primo trimestre 2020 (la dichiarazione precedente indicava settembre 2019), ma, soprattutto, pochi giorni dopo, Mario Draghi, a dichiarare che: "Il programma di acquisto di asset ha ancora uno spazio considerevole (...). In assenza di un miglioramento, al punto che sia minacciato il ritorno di un'inflazione sostenibile ai livelli desiderati, sarà necessario un ulteriore stimolo (...). Ulteriori tagli dei tassi e misure per mitigare qualsiasi effetto collaterale continuano a far parte degli strumenti a nostra disposizione".

Con questa dichiarazione la BCE lascia quindi le porte aperte non solo ad una possibilità di ricominciare ad accrescere la quota di titoli nel suo portafoglio (sospesa nel settembre 2018) rilanciando il quantitative easing, ma non esclude che i tassi di interesse, già a 0, continuino a scendere, diventando quindi negativi. Nel caso ciò accadesse, il primo intervento sarebbe probabilmente non sul tasso ufficiale (ora a 0), ma sul tasso con cui la Banca Centrale Europea remunera i depositi delle banche commerciali presso di sé. Tale tasso è già negativo (-0,4%), ciò significa che le banche devono pagare la BCE per depositare i loro soldi nelle sue casse.

⁷ I Fed Funds Future sono contratti derivati che riflettono l'opinione del mercato su quello che sarà il tasso ufficiale di interesse alla scadenza del contratto stesso e sono quindi una utile indicazione di quello che pensano gli operatori finanziari sulla direzione che prenderà la Federal Reserve.

Questo dovrebbe essere un incentivo a far sì che le banche prestino denaro piuttosto che tenerlo depositato presso la BCE, anche se potrebbe mettere in ulteriore difficoltà la redditività delle banche stesse⁸.

La dichiarazione di Mario Draghi ha suscitato le critiche di Donald Trump, che accusa l'Unione Europea di voler continuare a svalutare l'Euro nei confronti del dollaro, con l'obiettivo di favorire le proprie esportazioni. La replica di Mario Draghi, formalmente corretta, è stata che il mandato della BCE non ha nulla a che fare con la regolazione del tasso di cambio.

Comunque stiano le cose, l'idea che i prossimi mesi possano essere caratterizzati, oltre che da una guerra dei dazi, da una guerra valutaria, in cui gli USA cerchino di svalutare la propria divisa, a svantaggio dell'Unione Europea e soprattutto della Cina (come arma aggiuntiva a quella dei dazi), non è così azzardata.

Il mandato di Mario Draghi volge al termine e nei prossimi mesi verrà data indicazione sul suo successore. Non sta a noi fare un bilancio sul suo mandato, quello che però pare certo è che l'Unione Europea non sembra poter continuare ad affidarsi esclusivamente alla politica monetaria per cercare di correggere le debolezze economiche e le contraddizioni dell'Unione stessa. Se a Mario Draghi va il merito di esser riuscito a costruire consenso attorno a delle linee guida (comunque le si giudichi) che inizialmente avevano non pochi nemici, non altrettanto consenso pare esserci nell'Unione attorno alle alternative da utilizzare quando e se la politica monetaria espansiva dovesse rivelarsi ormai del tutto insufficiente ad aggiustare la rotta dell'economia e non solo di quella.



Figura 13 – Andamento dell'indice Zew dell'economia tedesca⁹

Cina

L'economia cinese, pur in crescita a livelli superiori a quelli dei paesi maturi, continua a dare segnali di incertezza. La crescita del PIL si è mantenuta costante al 6,4%, mentre continua ad arretrare la crescita della produzione industriale che a maggio si è portata al 5%, il dato più basso dal 2009.

Così come in altre parti del mondo, a fronte di un'incertezza dell'economia reale, continuano gli interventi di espansione monetaria. In questo trimestre la Banca centrale cinese ha emesso 2 prestiti agevolati alle istituzioni finanziarie, uno di 200 miliardi di Yuan (circa 30 miliardi di USD) e l'altro di 240 miliardi.

Sorprendente è invece il risultato della bilancia commerciale cinese che, a dispetto dei dazi imposti dagli Stati Uniti, è cresciuta rispetto agli ultimi trimestri.

⁸ In alcune dei paesi in cui i tassi negativi sono già in vigore, come Svizzera e Giappone, dal tasso di interesse negativo vengono esclusi i depositi costituiti dalla riserva obbligatoria che le banche commerciali sono costrette a depositare presso la banca centrale.

⁹ L'indice Zew Economic Sentiment Indicator ha cadenza mensile e sintetizza l'opinione di 350 esperti sul futuro dell'economia tedesca nei sei mesi successivi.

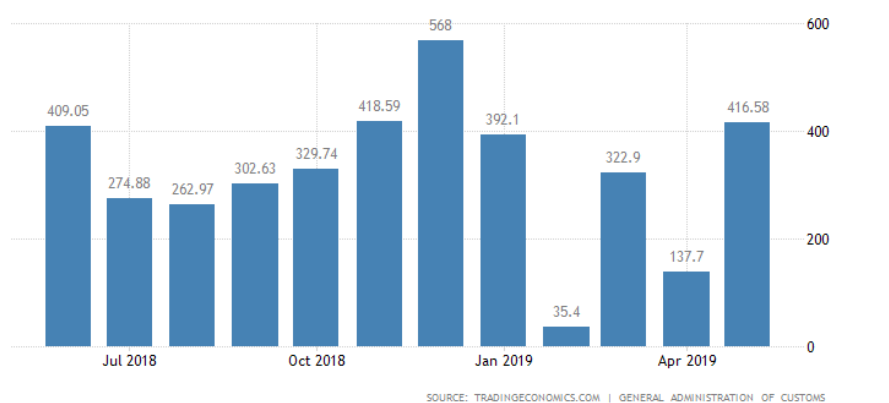


Figura 14 – La bilancia commerciale cinese¹⁰

A seguito dell'inasprimento dei dazi da parte degli USA, ha fatto notizia la pessima performance di vendita dei titoli di Stato americani, avvenuta il 7 maggio, il giorno successivo la minaccia di Trump di inasprire i dazi contro i prodotti cinesi importati in USA. Si è arrivati ad ipotizzare che questa fosse una contromossa del governo cinese, paragonando tale opportunità ad una "bomba nucleare" a disposizione e vantaggio della Cina, tale da poter mettere in crisi gli Stati Uniti. Le cose nella realtà sono ben più complesse.

La Cina è uno dei principali detentori di titoli di Stato americani, di cui aveva fatto incetta nel periodo della crisi del 2009 (per poi alleggerire negli anni successivi le proprie quote). L'acquisto di debito USA aveva una duplice utilità: accumulare riserve estere utili per il controllo del proprio cambio, ma soprattutto finanziare l'economia americana in crisi in modo da favorire la sua ripresa a tutto vantaggio dell'export verso gli USA stessi. Perché, per quanto se ne dica, se politicamente le due potenze sono in attrito da anni in maniera probabilmente irreversibile, dall'altro lato le loro economie sono complementari. La Cina infatti, paese esportatore, dipende dagli USA che sono, ormai dagli anni '70, un paese che consuma più di quanto produca e che si indebita con l'estero in dollari, in buona parte proprio sotto la forma dei titoli di stato.

I titoli di stato americani sono per la Cina la riserva principale di valuta straniera (come del resto per ogni stato) tanto più utile ad un paese la cui valuta non è lasciata totalmente libera di fluttuare, ma costantemente agganciata al dollaro. Un modo che ha una banca centrale per controllare la propria valuta è quello di detenere valuta straniera di riserva per poter agire sul mercato dei cambi e influenzarne il prezzo (vendendo dollari se lo yuan tende a svalutarsi troppo e comprandoli se invece lo Yuan tende ad apprezzarsi eccessivamente). A questo si aggiunga che lo Yuan non è una valuta liberamente scambiabile sul mercato internazionale dai privati (se non nella sua versione offshore che ha la sua autorità di controllo ad Hong Kong, che ne detiene anche la maggior parte dei depositi, i quali sono comunque una quantità marginale rispetto alla versione "onshore" scambiata in Cina). Questo, se da un lato tiene la Cina al riparo dalla speculazione internazionale del mercato dei cambi (Forex), dall'altro fa sì che lo Yuan non possa diventare valuta veicolo per gli scambi commerciali (poco più dell'1% degli scambi internazionali avvengono in Yuan, il 45% sono in USD e il 32% in Euro), come potrebbe essere data la forza della sua economia. Tutto ciò mostra come la disponibilità di riserve in dollari sia assolutamente fondamentale per la più grande potenza economica asiatica.

Oltre a questo, una eventuale massiccia vendita di titoli americani porrebbe il problema di dove parcheggiare i proventi del cospicuo surplus commerciale cinese, dato che comunque attualmente i titoli Usa, oltre ad offrire un'ottima stabilità valutaria, sono, tra i titoli considerati più sicuri, quelli che concedono un interesse più elevato¹¹. Infine, una massiccia vendita di titoli di stato americani sarebbe molto probabilmente

¹⁰ La bilancia commerciale di un paese è un conto nel quale viene registrato l'ammontare delle importazioni e delle esportazioni di merci di un paese e quindi misura, in contabilità nazionale, la differenza tra esportazioni ed importazioni di beni e servizi.

¹¹ I titoli di stato tedeschi, giapponesi e svizzeri al momento, sino alla durata decennale, offrono rendimenti addirittura negativi.

riassorbita o da altri compratori o dallo stesso governo USA, ma soprattutto, qualora la vendita di titoli USA coincidesse anche con un cambio dei dollari in valuta cinese, rischierebbe di influenzare il cambio negativamente, svalutando il dollaro e sfavorendo ulteriormente (più di quanto non lo facciano i dazi) le esportazioni cinesi verso gli USA.

Conclusioni

Nel secondo trimestre del 2019 lo scenario descritto nel precedente report di marzo non pare cambiato, sembra anzi aver preso definitivamente corso l'inversione delle politiche monetarie della Fed, che parevano impensabili sino a sei mesi fa. Avviata ad una normalizzazione del suo bilancio e ad un rialzo dei tassi sui valori che hanno caratterizzato analoghe fasi espansive nei cicli economici precedenti, "qualcosa" ha infatti impedito di proseguire e ci si trova ora con la prospettiva, totalmente opposta, di una nuova stagione di ribasso dei tassi e nell'Unione Europea si ricomincia a paventare la ripartenza del quantitative easing, una strada che il Giappone non ha mai nemmeno interrotto. Sino a che l'aumento dell'inflazione non costringerà ad invertire la rotta (se mai ciò avverrà, in Giappone la stanno aspettando, l'inflazione, da oltre dieci anni) è ormai chiaro che questa pare la strada più semplice e anche la più "popolare", specie laddove, nell'arco di poco più di un anno, ci saranno le elezioni presidenziali. Ma non è detto che sia la strada più efficace e soprattutto la meno rischiosa¹².

¹² Per una panoramica sull'indebitamento mondiale e sui rischi che il proseguimento di una politica monetaria espansiva potrebbe portare, si rimanda al Rapporto OSFI n. 2 di marzo 2019.