

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE

RASSEGNA DEI PRINCIPALI FATTI DEL QUARTO TRIMESTRE

di Alessandro Samorì

NUMERO 5 – DICEMBRE 2019

© Associazione Diritto al Futuro ETS-APS, 2019
Via Mantova 19, 10153 Torino - Italia

Siti internet

<http://www.dirittofuturo.org>

<http://www.dirittoalfuturo.eu>

<http://www.righttothefuture.org>

Profilo Facebook

Diritto al Futuro ETS - APS

Account Twitter

@DirittoalFuturo

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

L'anno si chiude come era iniziato	5
L'espansione monetaria continua a sostenere la crescita dell'economia. O perlomeno ne evita il crollo.....	5
Caos sul mercato interbancario	7
I movimenti dei principali asset finanziari	9
I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina	12
Stati Uniti.....	12
Europa	14
Cina	16

L'anno si chiude come era iniziato

L'espansione monetaria continua a sostenere la crescita dell'economia. O perlomeno ne evita il crollo

Nell'ultimo trimestre dell'anno non è successo (quasi) nulla di nuovo rispetto ai macrotrend economici e finanziari osservati nel resto dell'anno. Nel mese di ottobre la Federal Reserve USA, come ampiamente atteso, ha ulteriormente abbassato i tassi di interesse all'1,75%. Si tratta del terzo ribasso consecutivo dal mese di luglio. Rimandiamo ai precedenti numeri per la narrazione dettagliata di come si è arrivati da una previsione di un rialzo dei tassi sino al 3,5% (questo è quanto si pensava sarebbe avvenuto nel corso del 2019 esattamente un anno fa) alla situazione attuale.

Difficile dire se quella che è sicuramente un'anomalia (tassi di interesse bassi come mai avvenuto dal dopoguerra ad oggi e soprattutto ulteriore spinta al ribasso e all'espansione monetaria da parte delle banche centrali nonostante un'economia che rimane in crescita), sia un fenomeno che ha delle ragioni fondamentali che stanno rimettendo in discussione il mondo dell'economia e della finanza per come lo abbiamo conosciuto sino ad oggi o se, come molti ormai temono, compreso chi scrive, ci si sia infilati in una strada senza uscita in cui il livello troppo elevato del debito e dell'uso della leva finanziaria renda molto complicato tornare indietro nello stimolo offerto all'economia. Nel primo caso ci troveremmo di fronte ad un mondo che, molto semplicemente, sta diventando un grande "Giappone", con crescita demografica ed economica che, almeno nei paesi maturi, tendono a zero. Tutto questo, unito ad una crescente globalizzazione e competitività rende il fenomeno inflattivo sempre più marginale e disinnescata la principale preoccupazione delle banche centrali stesse che le muoveva in passato al rialzo dei tassi per impedirne la crescita eccessiva¹.

Nel secondo caso tutto sarebbe molto più preoccupante, soprattutto se un eventuale rialzo dell'inflazione dovesse far scontrare le banche centrali con il dilemma tra prezzi in crescita e fuori controllo o un rialzo dei tassi che farebbe partire una serie di default, soprattutto di operatori privati fortemente indebitati, che rischierebbe di far ricadere il pianeta in una crisi finanziaria peggiore di quella del 2008.

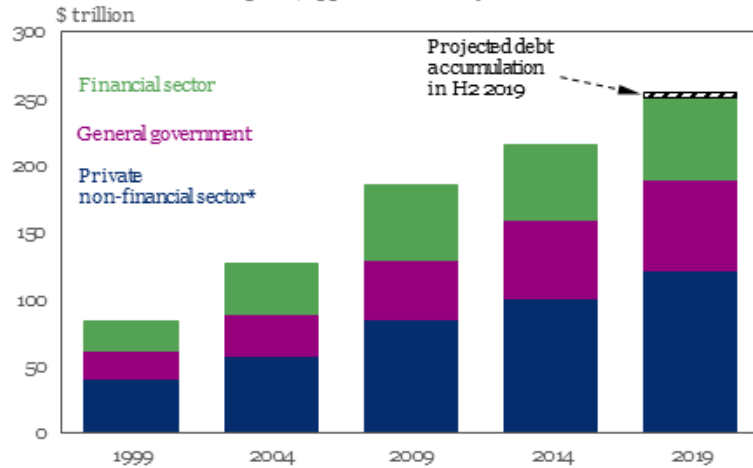
È proprio di questo trimestre il report della BIS² in cui sono stati rilasciati i dati sulla situazione debitoria mondiale. Ne alleghiamo sotto una sintesi, con un confronto con gli anni precedenti e alcuni dettagli per paese.

¹ In questo senso si è espresso Powell nel mese di novembre parlando al Congresso Usa, dove ha parlato di una "nuova normalità" fatta di tassi, inflazione e crescita economica bassa. Sulle dichiarazioni di Powell si rimanda al seguente riferimento:

<https://www.cnbc.com/2019/11/13/fed-chair-powell-5-most-important-topics-for-capitol-hill-appearance.html>

² Bank for International Settlements, ovvero la Banca dei Regolamenti Internazionali. Fondata nel 1930, è la più antica istituzione finanziaria internazionale. Ha sede a Basilea, in Svizzera.

Global debt track to surpass \$255 trillion in 2019



Source: IIF, BIS, IMF

Figura 1 – Crescita del debito mondiale.

Euro area: aggregate and major countries

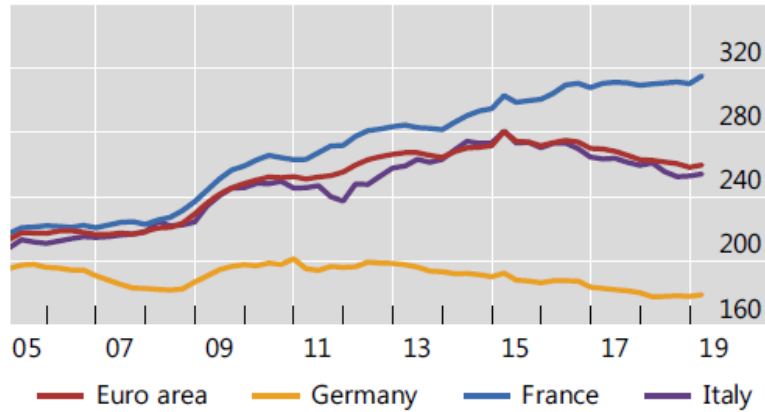


Figura 2 – Crescita del debito complessivo (pubblico e privato) in rapporto al PIL nell'area euro e in alcuni dei principali paesi. Fonte: BIS.

Major advanced economies

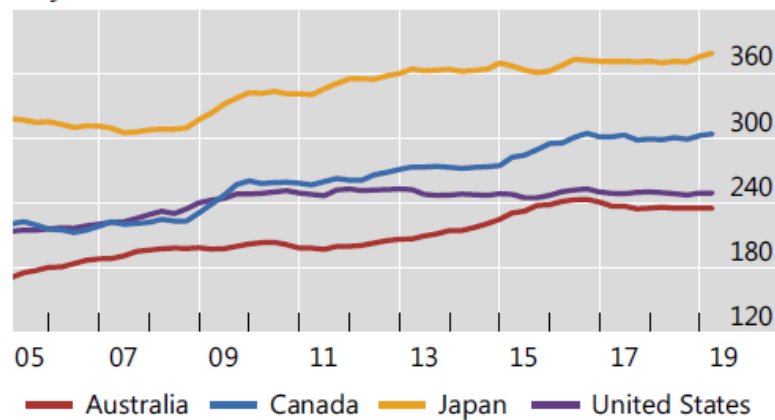


Figura 3 – Crescita del debito complessivo (pubblico e privato) in rapporto al PIL in USA ed altre economie mature. Fonte: BIS.

Emerging Asia

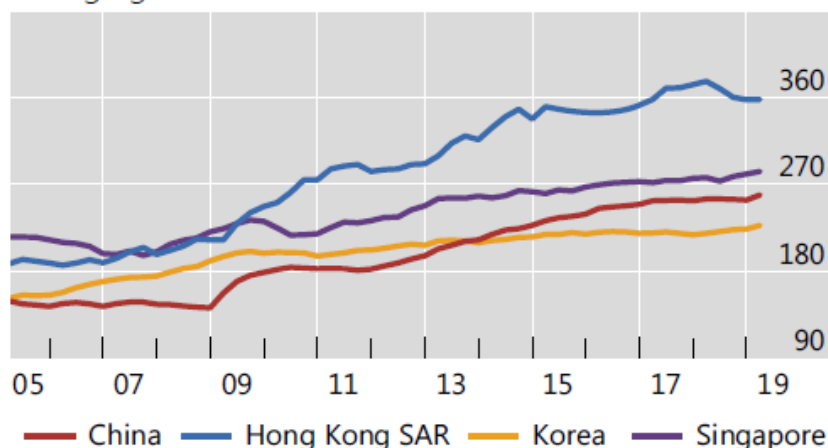


Figura 4 – Crescita del debito complessivo (pubblico e privato) in rapporto al PIL in Cina ed altre economie asiatiche Fonte: BIS.

Quello che è certo è che sino a che l'inflazione o qualche altro "cigno nero" (nel prossimo paragrafo parleremo del caos sul mercato interbancario, iniziato a settembre e le cui conseguenze si protrarranno almeno sino alla metà del 2020) non perturberanno la situazione attuale, nulla vieta alle banche centrali di continuare ad iniettare liquidità nel sistema e tenere i tassi ai minimi favorendo così la crescita economia (e soprattutto, in USA, i consumi), quella azionaria o per lo meno cercando di impedire alle economie in evidente difficoltà di non cadere in recessione (è il caso di parte dell'Europa e soprattutto della Germania).

Caos sul mercato interbancario

I cosiddetti tassi REPO (Repurchase agreement) sono i tassi che vengono offerti sul mercato interbancario e con i quali le banche e altri operatori finanziari ottengono liquidità nel breve periodo (solitamente per un periodo di 1 -5 giorni). Il nome Repo (pronti contro termine in italiano) deriva dal fatto che i prestiti vengono concessi ottenendo come garanzia dei titoli obbligazionari, che vengono restituiti dal prestatore alla fine del prestito stesso. Questo mercato, il cosiddetto mercato interbancario, è il primo veicolo attraverso il quale gli operatori finanziari privati reperiscono denaro. Come ampiamente illustrato nel report precedente la base dell'attività bancaria consiste nel prendere in prestito denaro a breve periodo per prestarlo a periodi più lunghi e traendo quindi un margine dalla differenza tra i tassi di interesse (i prestiti di lungo periodo conferiscono interessi maggiori al prestatore di quanti non siano i costi nel contrarre prestiti a breve).

Il mercato interbancario è la prima fonte di finanziamento per due ragioni: la prima è che non tutti gli operatori hanno accesso al prestatore di ultima istanza (che è la banca centrale) dato che solo le banche vere e proprie possono farlo, mentre altri operatori (come i broker, gli hedge fund e i fondi immobiliari, i cosiddetti Reit, di cui parleremo più avanti) non hanno accesso a queste fonti di finanziamento. La seconda ragione è che il tasso di interesse interbancario è normalmente più basso di quello a cui la banca centrale presta denaro. Nelle intenzioni della banca centrale infatti, il suo intervento deve essere, appunto, solo di ultima istanza, ma in una situazione normale gli operatori privati devono fare da sé. Il tasso interbancario che deriva dai mercati Repo è ovviamente sottoposto alle leggi di mercato e se cresce la domanda di prestiti crescerà anche il tasso di interesse. Qualora questo tasso crescesse troppo, la banca centrale inizierà a prestare denaro (al tasso ufficiale) dato che gli operatori che possono farlo si potranno rivolgere a lei e, per un meccanismo di aggiustamento di mercato, anche il tasso interbancario dovrebbe scendere. Se ciò ancora non è sufficiente, il compito della banca centrale è di fare in modo che i tassi interbancari ritornino a una situazione di normalità con interventi diretti sul mercato interbancario che consistono nell'acquisto di titoli e dell'immissione di liquidità nel mercato stesso fornendo quindi denaro al circuito. Nel caso in cui ci sia invece troppa liquidità,

la banca centrale farà l'operazione opposta, i reverse Repo, ritirando liquidità dal mercato e prendendo soldi a prestito dalle banche e dando in garanzia obbligazioni da lei possedute.

Il tema centrale è quindi la liquidità in eccesso posseduta dalle banche che può essere messa in riserve o a sua volta prestata³. Se le banche tendono a prestare poco denaro perché manca liquidità, la banca centrale compenserà nel breve periodo (Repo operations), se invece sarà in eccesso la banca centrale la ritirerà (reverse Repo operations).

Tra il 16 e 17 settembre i tassi Repo sono passati da una media dell'1,8% (poco sotto, appunto, il 2%, il tasso ufficiale di quel momento) al 10%, un fatto che non ha precedenti e che ha rischiato di mandare all'aria un intero sistema finanziario.

A seguito di questo evento, che è passato inizialmente inosservato al grande pubblico, la Fed, che ha inizialmente minimizzato il problema, ha in realtà iniziato una serie di operazioni su due fronti che di fatto hanno ricominciato a gonfiare il suo bilancio.

Dal mese di ottobre infatti la Fed ha ufficializzato un piano di intervento sui mercati Repo a brevissimo termine di 75 miliardi al giorno (la cifra è poi stata aumentata a 120 miliardi) e di 35 miliardi (poi aumentati a 45) due volte a settimana per i prestiti Repo di più lunga scadenza. Questo durerà almeno sino alla metà del mese di gennaio del 2020.

In parallelo la Fed ha annunciato che ripartiranno gli acquisti di obbligazioni statali di breve periodo (durata da 5 a 52 settimane) per un ammontare di 60 miliardi di USD al mese almeno sino alla metà del 2020. È stato precisato che questo non è l'inizio di un nuovo quantitative easing, ma solo una manovra provvisoria (le obbligazioni sono infatti di breve periodo) per riportare le riserve del sistema bancario ad un livello adeguato.

Quello che sia realmente successo e i motivi per cui si sia avuto un simile tasso di interesse che ha rischiato di incagliare l'intero sistema finanziario non è dato saperlo con certezza (ci ha provato Il sole 24 ore in una serie di interessanti articoli del 26 novembre). Tra le varie ipotesi, oltre a quella poco credibile inizialmente fatta da Powell in una conferenza stampa di un picco di richieste di denaro da parte delle aziende per pagare le tasse, quella di fondo è che il caos avvenuto sia da attribuire alla progressiva riduzione del bilancio della Fed avvenuta tra il 2015 e il 2018, che ha ridotto la liquidità sul mercato e in particolare ha ridotto la quantità di acquisti di Obbligazioni garantite dai mutui (MBS). Quello che è certo è che durante il periodo del QE la Fed non ha quasi mai avuto bisogno di condurre operazioni del genere per fornire liquidità al mercato interbancario.

Ritorniamo quindi alla ipotesi più nefasta di cui abbiamo scritto sopra per spiegare l'attuale momento storico (tassi bassi e buona crescita economica, almeno in USA), che è quella che la Fed si sia inoltrata lungo una strada da cui sarà difficile uscire. In Figura 5 trovate la situazione del suo bilancio, che ha ricominciato ovviamente in questo trimestre a crescere (abbiamo speso gli ultimi 4 report a spiegare come sia cresciuto dal 2008 al 2015 e come la Fed abbia, sino a fine 2018, poi cercato di ridurlo, evidentemente con scarso successo) e continuerà a farlo almeno sino alla metà del 2020.

³ Nella maggior parte dei sistemi bancari le banche devono tenere un minimo di riserva obbligatoria presso la banca centrale. Oltre questo limite si può parlare di liquidità in eccesso, che le banche possono mantenere depositata presso la banca centrale oppure prestare alimentando il meccanismo del credito. Per una spiegazione più dettagliata del sistema bancario si rimanda ai report precedenti.



Figura 5 – Andamento bilancio FED.

Tra le ragioni che Il sole 24 ore cita nei suoi articoli come causa della crisi del mercato interbancario di settembre c'è la diminuzione degli acquisti da parte della Fed dei titoli MBS, il principale oggetto di business dei cosiddetti Reit, che dal mercato interbancario derivano la loro linfa vitale.

Ma che cosa sono i Reit? I real estate investment trust sono fondi che guadagnano indebitandosi sul mercato dei Repo, acquistando quindi liquidità a tasso relativamente basso (attualmente inferiore all'1,75% che è il tasso ufficiale della FED) e comprando con questa titoli obbligazionari garantiti da mutui immobiliari, i cosiddetti MBS (mortgage backed securities), gli stessi che andavano tanto di moda nel periodo precedente la crisi dei mutui subprime. Le obbligazioni MBS sono emesse dalle banche e permettono alle stesse di fare più mutui, dato che sono un modo per "impacchettare" vecchi mutui, venderli sul mercato (ad operatori come i Reit) e avere quindi liquidità per fare nuovi prestiti a chi vuole comprare casa. Queste obbligazioni rendono molto perché contengono prestiti a lungo periodo (e come ampiamente spiegato i prestiti a lungo termine, proprio perché più rischiosi, rendono di più di quelli a breve). Il rovescio della medaglia è che se le obbligazioni che i Reit posseggono dovessero scendere di valore (perché i mutui sottostanti iniziano a essere non pagati e quindi il rating delle obbligazioni a scendere) o se crescessero i tassi di interessi a breve (aumentando il costo della loro fonte di finanziamento primaria, per non dire esclusiva), i risultati non sarebbero molto diversi da quelli del 2008. Questa è una delle (tante) ragioni, per cui la Fed dovrà pensarci bene prima di ricominciare a rialzare i tassi.

I movimenti dei principali asset finanziari

Nel quarto trimestre il copione si è ripetuto e il mercato azionario di tutto il mondo ha continuato a salire senza soluzione di continuità. Alleghiamo il grafico dell'indice azionario più importante al mondo, l'S&P 500 (che racchiude i 500 titoli principali della borsa USA), che parla da solo. Il rialzo in atto è il più lungo mai avvenuto in termini di durata e il più ampio in termini di apprezzamento percentuale.



Figura 6 – Indice future sull’S&P 500 (principali 500 titoli azionari USA).

Interessante è però uno studio (grafico in figura 7) di Deutsche Bank, che evidenzia come la crescita delle borse in questi anni sia stata dovuta soprattutto ai buy back delle aziende. Queste operazioni non sono altro che l’acquisto di proprie azioni da parte delle società stesse. Se le azioni rendono bene, ricomprarsele aiuta ad accrescere gli utili della società ed ovviamente questi acquisti fanno a loro volta alzare il prezzo delle azioni. Questo è molto più semplice che fare investimenti reali ed è anche molto economico, dato che il denaro costa poco (i tassi di interesse sono bassi).

È cosa nota che i tassi bassi favoriscano le azioni, dato che queste sono concorrenti delle più sicure obbligazioni (di cui si è ampiamente parlato nell’ultimo report). È chiaro che se le obbligazioni decennali rendono “solo” il 2% (come in USA) o hanno interessi zero o negativi (come in Europa), è più facile che i risparmiatori indirizzino i loro risparmi verso il mercato azionario, pur più rischioso, ma che può concedere rendimenti anche a doppia cifra.

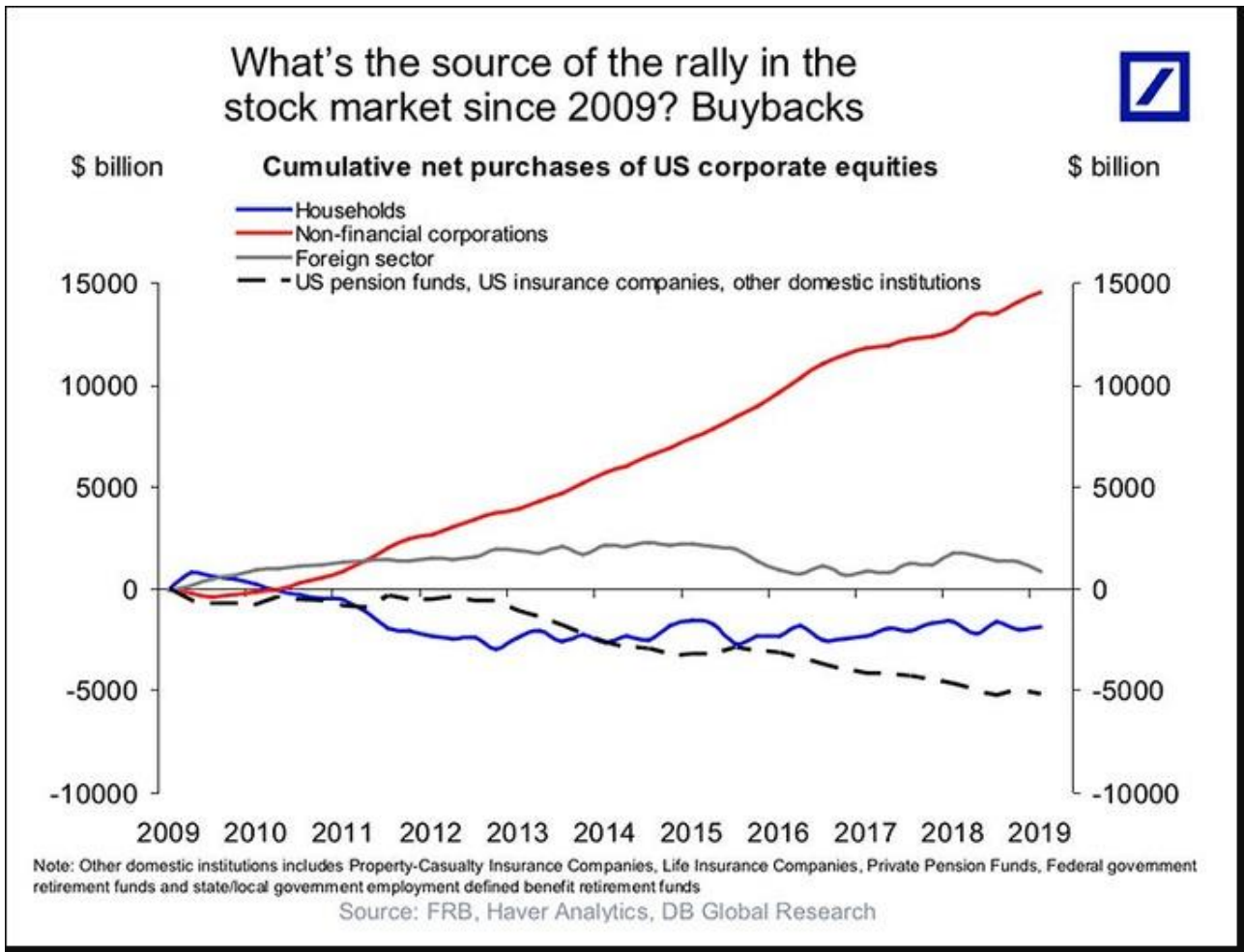


Figura 7 – Studio di Deutsche Bank sulla crescita degli acquisti sul mercato azionario da parte di aziende non finanziarie (non financial corporation) che eseguono in buona parte operazioni di “buy back”, delle famiglie (households), degli operatori esteri (foreign sector) e degli operatori istituzionali (pension funds, insurance companies...). Secondo questo studio la responsabilità della crescita del mercato azionario è prevalentemente da attribuire al primo contributo.

Di pari passo continua la forza del bene rifugio per eccellenza, l’oro, che continua a stazionare sui massimi dal 2013. Alleghiamo in figura 8 una immagine riassuntiva del rendimento dei principali asset nell’anno 2019 confrontato con gli anni precedenti. Il dato risale ad ottobre, ma la situazione non è molto cambiata nei due mesi successivi ed è ulteriormente cresciuta la performance delle azioni.

Chart 16: The Asset Quilt of Total Returns

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Commodities 31.8%	US Treasuries 6.7%	Commodities 25.9%	MSCI EM 56.3%	REITS 32.0%	MSCI EM 34.5%	REITS 37.5%	MSCI EM 39.8%	US Treasuries 14.0%	MSCI EM 79.0%	Gold 29.2%	US Treasuries 9.8%	REITS 23.8%	S&P 500 32.4%	S&P 500 13.7%	S&P 500 1.4%	Global HY 14.8%	MSCI EM 37.8%	Cash 1.8%	REITS 23.3%
US Treasuries 13.4%	Global IG 4.6%	Gold 25.6%	MSCI EAFE 39.2%	MSCI EM 26.0%	Commodities 21.4%	MSCI EM 32.6%	Gold 31.9%	Gold 4.3%	Global HY 62.0%	MSCI EM 19.2%	Gold 8.9%	Global HY 18.3%	MSCI EAFE 23.3%	REITS 11.7%	US Treasuries 0.8%	S&P 500 12.0%	MSCI EAFE 25.9%	US Treasuries 0.8%	S&P 500 19.1%
REITS 8.5%	Cash 4.4%	Global IG 14.9%	REITS 33.5%	MSCI EAFE 20.7%	Gold 17.8%	MSCI EAFE 26.9%	Commodities 16.2%	Cash 2.1%	MSCI EAFE 32.5%	Commodities 16.8%	Global IG 4.5%	MSCI EM 18.6%	Global HY 8.0%	US Treasuries 6.0%	Cash 0.1%	Commodities 11.8%	S&P 500 22.0%	Gold -1.9%	Gold 17.0%
Cash 6.2%	Global HY 3.1%	US Treasuries 11.6%	Global HY 30.7%	Global HY 12.4%	MSCI EAFE 14.0%	Gold 23.2%	MSCI EAFE 11.6%	Global IG -8.3%	REITS 31.7%	REITS 15.9%	Global HY 2.6%	MSCI EAFE 17.9%	REITS 0.7%	Global IG 3.2%	MSCI EAFE -0.8%	MSCI EM 11.2%	Gold 12.9%	Global HY -3.3%	Commodities 12.1%
Global IG 3.1%	Gold -0.7%	Cash 1.8%	S&P 500 28.7%	S&P 500 10.9%	REITS 10.7%	S&P 500 15.8%	US Treasuries 9.1%	Global HY -27.9%	S&P 500 26.5%	S&P 500 15.1%	S&P 500 2.1%	S&P 500 16.0%	Global IG 0.1%	Gold 0.1%	REITS -3.4%	Gold 8.6%	REITS 11.5%	Global IG -3.4%	Global HY 10.1%
Gold -5.4%	MSCI EM -2.4%	Global HY -1.1%	Commodities 23.9%	Global IG 9.4%	S&P 500 4.9%	Global HY 13.5%	Global IG 7.3%	Commodities -35.6%	Gold 25.0%	Global HY 13.9%	Cash 0.1%	Global IG 11.1%	Cash 0.1%	Cash 0.0%	Global IG -3.8%	Global IG 4.3%	Global HY 10.2%	REITS -3.9%	MSCI EAFE 9.9%
Global HY -5.8%	REITS -7.8%	REITS -2.4%	Gold 19.9%	Commodities 9.1%	Cash 3.1%	Global IG 7.2%	S&P 500 5.5%	S&P 500 -37.0%	Global IG 19.2%	MSCI EAFE 8.2%	REITS -9.4%	Gold 8.3%	MSCI EM -2.3%	Global HY -0.1%	Global HY -4.2%	REITS 1.3%	Global IG 9.3%	S&P 500 -4.3%	Global IG 9.3%
S&P 500 -9.1%	S&P 500 -11.9%	MSCI EM -6.0%	Global IG 14.5%	Gold 4.6%	US Treasuries 2.8%	Cash 4.9%	Cash 5.0%	MSCI EAFE -43.1%	Commodities 18.9%	Global IG 6.0%	MSCI EAFE -11.7%	US Treasuries 2.2%	US Treasuries -3.3%	MSCI EM -1.8%	Gold -10.4%	US Treasuries 1.1%	Commodities 7.6%	Commodities -12.9%	US Treasuries 7.5%
MSCI EAFE -14.0%	Commodities -19.5%	MSCI EAFE -15.7%	US Treasuries 2.3%	US Treasuries 3.5%	Global HY 1.5%	US Treasuries 3.1%	Global HY 3.0%	REITS -50.2%	Cash 0.2%	US Treasuries 5.9%	Commodities -13.3%	Cash 0.1%	Commodities -9.5%	MSCI EAFE -4.5%	MSCI EM -14.9%	MSCI EAFE 1.0%	US Treasuries 2.4%	MSCI EAFE -13.2%	MSCI EM 4.1%
MSCI EM -30.6%	MSCI EAFE -21.2%	S&P 500 -22.1%	Cash 1.1%	Cash 1.3%	Global IG -3.0%	Commodities 2.1%	REITS -10.0%	MSCI EM -53.2%	US Treasuries -3.7%	Cash 0.1%	MSCI EM -18.2%	Commodities -1.1%	Gold -27.3%	Commodities -17.0%	Commodities -24.7%	Cash 0.3%	Cash 0.8%	MSCI EM -14.3%	Cash 1.7%

Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy; Bloomberg *YTD returns

Figura 8 – Rendimento degli asset finanziari nel 2019 (dato aggiornato ad ottobre 2019)⁴.

È interessante notare due cose, la prima è come all'opposto dello scorso anno, in cui la liquidità era l'unica cosa che aveva avuto un rendimento positivo, tutti gli asset finanziari hanno avuto un rendimento positivo, anche quelli che in teoria potrebbero essere antagonisti (oro e obbligazioni vs azioni), la seconda è che ciò che ha reso di più sono i Reit ... ne abbiamo parlato sopra.

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

Stati Uniti

L'economia americana non dà segnali di rallentamento. Il Prodotto interno lordo nel trimestre ha registrato una crescita (su base annua) del 2,1% e sia i dati sulla disoccupazione (al 3,5%), sia sulla creazione di nuovi posti di lavoro segnalano in pratica una piena occupazione. Alleghiamo in figura 9 il grafico sull'andamento storico della disoccupazione USA, che parte dagli anni '50 e mostra come il livello attuale sia il più basso degli ultimi 50 anni. Nonostante tutto questo, l'inflazione rimane sotto controllo: l'ultima rilevazione è stata del 2,1%, in leggera crescita rispetto al precedente 1,8%.

In rialzo anche l'indice di fiducia dei consumatori, che è arrivato a sfiorare il valore di 100, ai massimi dall'inizio della crisi del 2008. I consumi sono il fattore più importante per la crescita dell'economia americana, e sono sicuramente favoriti dai tassi calmierati.

Non altrettanto entusiasmo si respira invece nel mondo dell'industria. Ormai da mesi i dati sulla fiducia delle imprese e sulla produzione industriale sono in diminuzione. Come sintetizzato nei grafici delle figure 10 e 11

⁴ Reits (Real estate investment trust): fondi obbligazionari che acquistano mutui immobiliari, S&P 500: principale indice azionario americano, Gold: oro, Commodities: materie prime, Global HY: obbligazioni High Yield (ad alto rendimento), MSC EAFE: indice azionario dei paesi maturi esclusi USA e Canada, Global IG: obbligazioni globali investment grade (in contrapposizione alle high Yield, più rischiose), US trasuries: obbligazioni governative USA, MSCI EM: indice azionario paesi emergenti, Cash: rendimento della liquidità.

la crescita della produzione industriale nel 2019 è stata in costante diminuzione e negli ultimi 3 mesi è diventata negativa. Lo stesso dicasi per l'indice ISM Manufacturing, il più importante indicatore sulla salute dell'industria manifatturiera, che a dicembre ha registrato un minimo dal 2009 a 47,2.

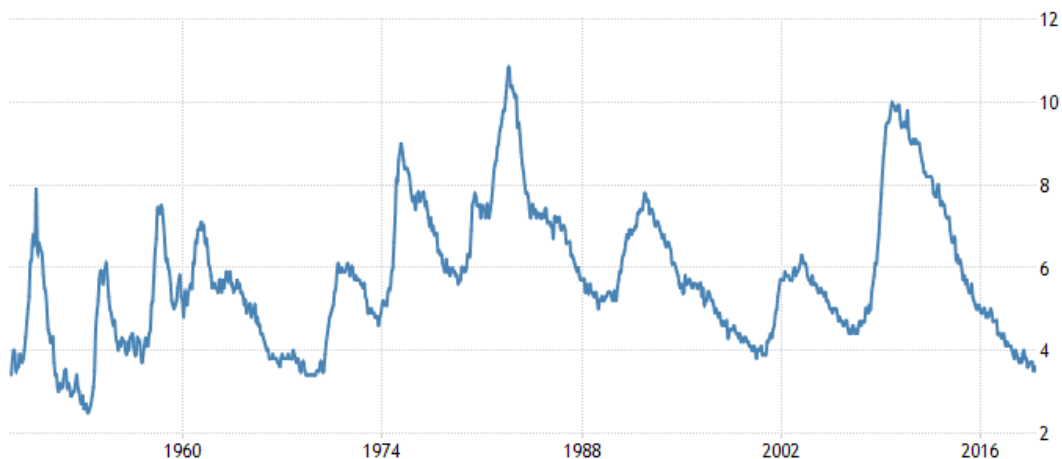


Figura 9 – Andamento storico della disoccupazione USA.

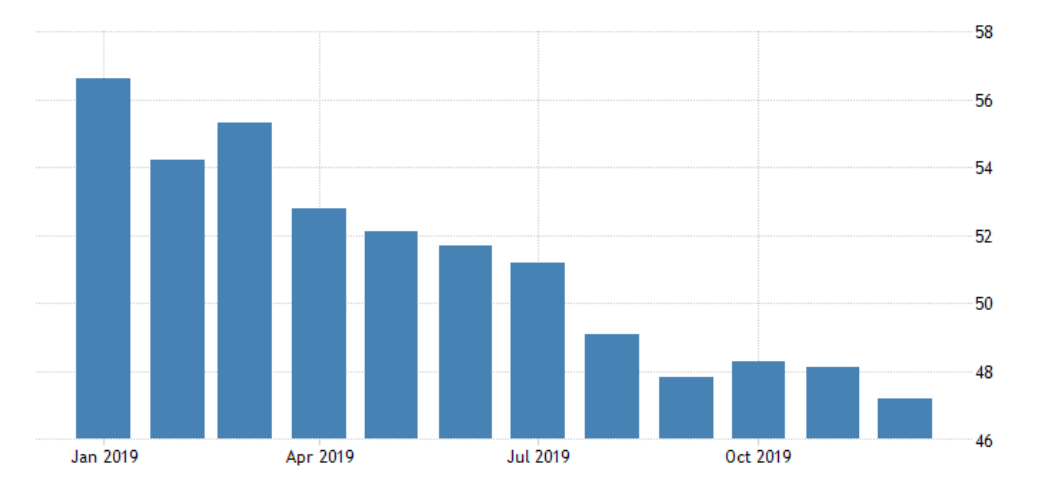


Figura 10 – Indice ISM Manufacturing USA.



Figura 11 – Produzione industriale USA.

Sul fronte finanziario, a seguito della riunione della FED del mese di ottobre, è stato completato il processo di ribasso dei tassi cominciato a luglio, portandoli all'1,75%. Dalla lettura dei verbali e dei dot plot⁵ dei membri del board emerge che questo ribasso potrebbe essere l'ultimo per un po' di tempo. Anzi, dalla lettura degli stessi documenti emerge che la previsione è che nel 2021 i tassi potrebbero ricominciare a salire, ma questo ovviamente dipenderà dalle condizioni dell'economia. Tuttavia, alle inversioni di indirizzo della politica dei tassi da parte della Fed ci siamo ormai abituati.

Qualche novità che potrebbe essere non di poco conto emerge sul fronte della gestione dell'inflazione, che sino ad oggi ha avuto come obiettivo il 2%. Riferendosi a questa soglia, la banca centrale si orientava per definire la politica dei tassi a rialzo o a ribasso. Ora la Fed potrebbe orientarsi verso una gestione dell'inflazione "media", calcolata sugli ultimi anni, con la disponibilità quindi ad accettare un'inflazione più alta dell'obiettivo per periodi anche relativamente lunghi.

Come accennato sopra, gli interventi della FED per "soccorrere" il mercato REPO hanno portato il bilancio della Banca Centrale USA a crescere di nuovo. Ricordiamo che questo non avveniva dal 2015, quando era stato terminato il programma di Quantitative Easing. Il programma della FED è che questo rialzo sia "temporaneo" ed esclusivamente finalizzato a fornire liquidità al mercato overnight di cui si è sopra ampiamente scritto, e continuerà sino alla metà del 2020. Cosa significhi questo è difficile dirlo, ma soprattutto è difficile prevedere se dopo la data indicata la Fed vorrà, o avrà la possibilità, senza creare ulteriori scossoni, di ritirare dal mercato la liquidità immessa. Qui vale solo la pena ricordare quali fossero i piani della Fed sino al 2017 riguardo il ritorno alla "normalità" del proprio bilancio (come mostrato in figura 12) e che il bilancio della Banca Centrale americana si trova ora (ancora) ad un livello 5 volte superiore al periodo precedente la crisi finanziaria del 2008 e che, almeno sino a metà 2020, continuerà a crescere.

The Federal Reserve Balance Sheet

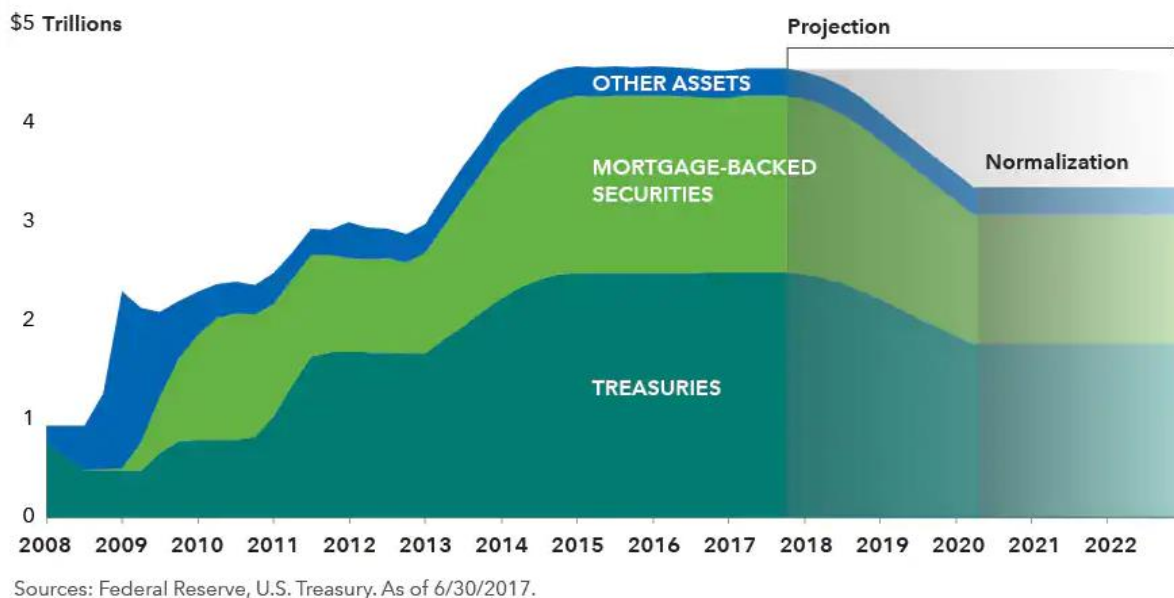


Figura 12 – Previsioni della FED (rilasciate nel giugno 2017) sulla possibile normalizzazione del proprio bilancio.

Europa

Non ci sono grosse novità sul fronte macroeconomico in Europa nel terzo trimestre. La situazione dell'economia per alcuni paesi continua a rimanere sul crinale tra la crescita zero e la recessione. Il dato più

⁵ Ognuno dei membri del board da una indicazione (segnando il valore con dei punti, "dot") sulle proprie aspettative della situazione dei tassi nei mesi successivi, da cui si può rilevare quale sia l'umore della FED circa l'andamento futuro dei tassi di interesse.

significativo è quello della Germania, il cui prodotto interno lordo è cresciuto dello 0,1% nel terzo trimestre (era sceso dello stesso valore in quello precedente) e la cui produzione industriale è da un anno continuativamente in calo, come mostrato dal grafico di figura 13.

Il dato complessivo della zona Euro è più confortante e registra una crescita dell'1,2%. Ma, come si sa, i dati economici della Germania, nel bene e nel male, vengono sempre guardati con grande attenzione essendo l'economia più grande e in grado di spingere alla crescita o trascinare verso il basso l'intera economia europea.

Da rilevare una crescita dell'inflazione complessiva nella zona euro dallo 0,7% all'1%. Ricordiamo che l'obiettivo della BCE per l'eurozona è del 2%.

Sul fronte delle politiche finanziarie l'insediamento del nuovo Presidente della Bce non ha, come ampiamente previsto, almeno sino ad ora, mutato l'indirizzo di politica monetaria che, dalle prime dichiarazioni di Christine Lagarde, rimarrà accomodante, sia sul fronte dei tassi di interesse sia della politica di espansione monetaria. Ricordiamo che nella zona Euro sono tutt'ora in corso un piano di Quantitative Easing la cui fine sino ad ora non è stata indicata e un programma di prestiti agevolati alle banche (TLTRO).

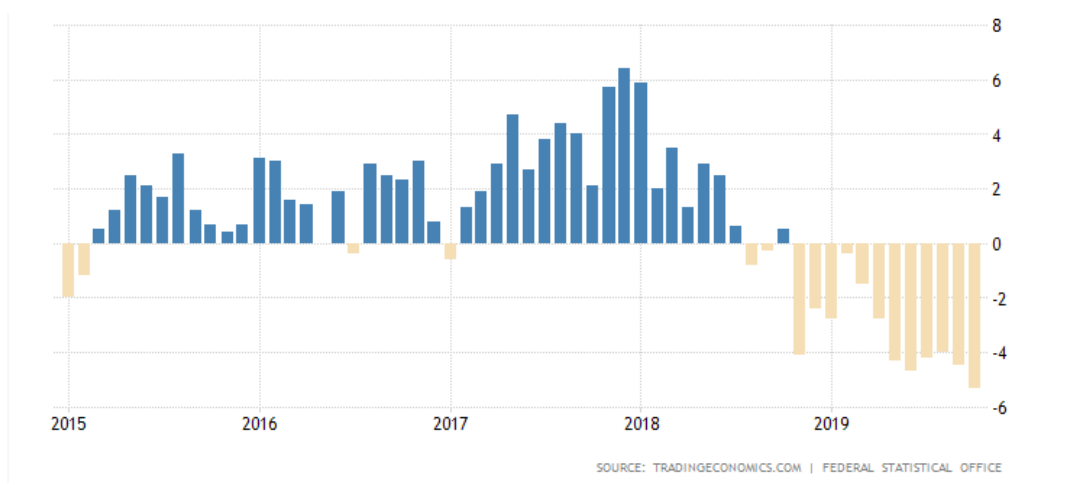


Figura 13 – Produzione industriale Germania.

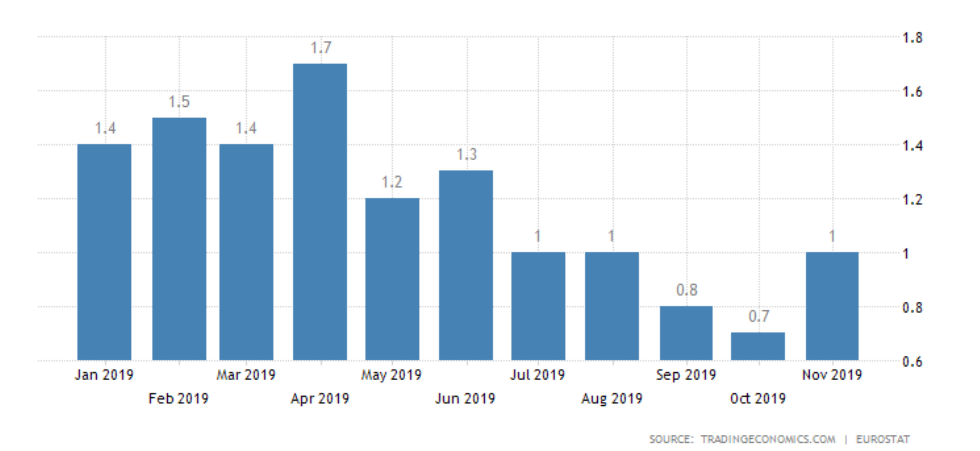


Figura 14 – Inflazione area euro.

Cina

In Cina si registra una leggera ripresa della crescita della produzione industriale, mentre il dato sulla crescita del PIL annua rimane al 6%.

Sul fronte monetario la Cina ha ulteriormente abbassato i propri tassi di interesse. È il terzo ribasso da agosto ad oggi, seppur poco sensibile: i tassi sono passati dal 4,3% al 4,15%. Di pari passo è stato ulteriormente abbassato il livello di riserva obbligatoria per le banche. Questo significa che le banche possono prestare più soldi di prima. La Cina continua, come del resto tutto il mondo, a favorire l'espansione del credito, per cercare di compensare la riduzione della crescita economica.

Il governo cinese sta accrescendo l'offerta di titoli di debito verso il mercato estero (cosiddetto offshore). Il mercato finanziario cinese rimane ancora prevalentemente chiuso, anche se alcuni passi avanti sono stati fatti negli scorsi anni con l'introduzione delle obbligazioni e azioni cinesi nei principali indici mondiali obbligazionari e azionari. Anche l'analisi degli scambi sui mercati valutari mostra come la valuta Cinese abbia un peso relativamente basso sul totale (circa il 2%, una cifra simile a quella di paesi molto meno importanti come l'Australia) in confronto alle dimensioni della sua economia e del suo debito. Una maggiore apertura al mercato estero farebbe senza dubbio aumentare anche il peso dello Yuan.

La reazione dei mercati finanziari (in pratica dei potenziali acquirenti) è stata sino ad ora tiepida, e riguardo a questo vengono richiamati soprattutto la scarsa trasparenza del mercato cinese e i diversi limiti posti dallo stesso governo riguardo le possibilità di investimento. Al momento quindi il finanziamento dell'enorme debito cinese (soprattutto quello privato) è ancora "fatto in casa" (il mercato off-shore è costituito da una cifra che, pur in crescita, come mostrato in figura 15, non supera il 2% del totale del debito obbligazionario emesso). L'apertura all'estero (che pur come detto per ora non sta riscuotendo ancora il successo sperato), se da un lato può dare modo alla Cina di accrescere le proprie fonti di finanziamento, dall'altra la obbligherebbe ad adeguarsi alle richieste del mercato stesso, sia in termini della suddetta trasparenza, sia in termini di rischio verso i "suoi" umori (del mercato).

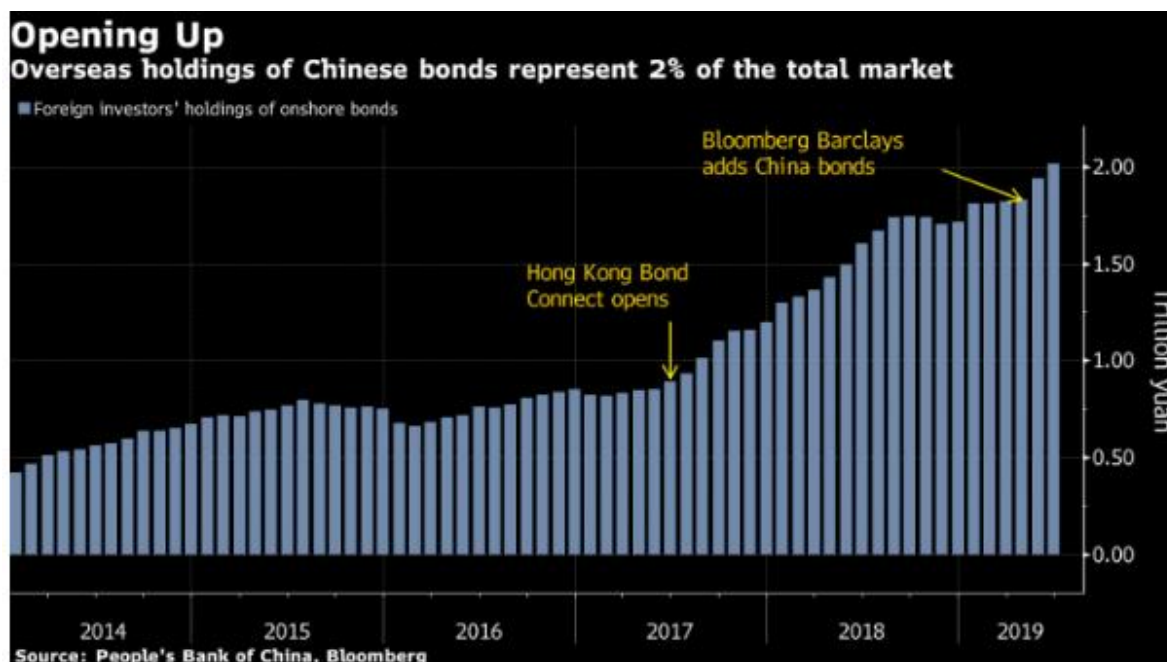


Figura 15 – Evoluzione dei bond cinesi posseduti all'estero rispetto al totale.