

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

## **SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE**

RASSEGNA DEI PRINCIPALI FATTI DEL TERZO TRIMESTRE, LE BANCHE CENTRALI E L'INFLAZIONE

di Alessandro Samorì

NUMERO 8 – SETTEMBRE 2020

© Associazione Diritto al Futuro ETS-APS, 2020  
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](mailto: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'economia ricomincia a crescere, soprattutto in Cina .....	5
La Federal Reserve (e non solo) e l'inflazione .....	6
I movimenti dei principali asset finanziari .....	10
I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina .....	12
Stati Uniti .....	12
Europa .....	13
Cina .....	14
Conclusioni .....	16

## L'economia ricomincia a crescere, soprattutto in Cina

Nel trimestre appena trascorso abbiamo assistito ad alcune prime indicazioni circa la ripresa economica dopo il brusco arresto dovuto alla diffusione dell'epidemia di coronavirus. Se in tutti i paesi al momento paiono chiari i segnali di una ripartenza di tutti gli indicatori, sia sul fronte del PIL, sia dell'occupazione, pare necessario distinguere tra quelle che vengono comunemente definite economie mature (Stati Uniti ed Europa in primis, che sono anche periodicamente oggetto delle nostre analisi) e la Cina. Se sino allo scorso trimestre avevamo scritto che la più vigorosa ripresa di quest'ultima poteva essere da attribuire al fatto che fosse stata la prima ad essere colpita dalla pandemia e anche la prima ad uscirne e a riaprire tutte le fonti di produzione e porre fine alle limitazioni di circolazione delle persone, in questo trimestre il cambio di passo pare ormai evidente e non può essere solo interpretato in questi termini.

Il fatto che la Cina sia uscita meglio di Stati Uniti ed Europa da questa crisi lo si può rilevare infatti non solo dai dati reali già rilasciati (di cui parleremo nella parte dedicata a questa area economica), ma anche dall'evoluzione delle previsioni (che a mano a mano stanno diventando più precise e in qualche modo attendibili). Riportiamo in Figura 1 quelle rilasciate dall'OCSE nel mese di settembre, che evidenziano le differenze sul 2020 in termini di previsione di crescita del PIL (Area Euro – 7,9%, USA –3,8%, Cina +1,8%). Interessante notare come tutte queste previsioni siano in miglioramento rispetto a quelle fatte a giugno.

### OECD Interim Economic Outlook Forecasts September 2020

	Real GDP growth				
	Year-on-year % change				
	2019	2020		2021	
	Interim EO projections	Difference from June EO single-hit scenario	Interim EO projections	Difference from June EO single-hit scenario	
World <sup>1</sup>	2.6	-4.5	1.5	5.0	-0.2
G20 <sup>1,2</sup>	2.9	-4.1	1.6	5.7	0.2
Australia	1.8	-4.1	0.9	2.5	-1.6
Canada	1.7	-5.8	2.2	4.0	0.1
Euro area	1.3	-7.9	1.2	5.1	-1.4
Germany	0.6	-5.4	1.2	4.6	-1.2
France	1.5	-9.5	1.9	5.8	-1.9
Italy	0.3	-10.5	0.8	5.4	-2.3
Japan	0.7	-5.8	0.2	1.5	-0.6
Korea	2.0	-1.0	0.2	3.1	0.0
Mexico	-0.3	-10.2	-2.7	3.0	0.0
Turkey	0.9	-2.9	1.9	3.9	-0.4
United Kingdom	1.5	-10.1	1.4	7.6	-1.4
United States	2.2	-3.8	3.5	4.0	-0.1
Argentina	-2.1	-11.2	-2.9	3.2	-0.9
Brazil	1.1	-6.5	0.9	3.6	-0.6
China	6.1	1.8	4.4	8.0	1.2
India <sup>3</sup>	4.2	-10.2	-6.5	10.7	2.8
Indonesia	5.0	-3.3	-0.5	5.3	0.1
Russia	1.4	-7.3	0.7	5.0	-1.0
Saudi Arabia	0.4	-6.8	-0.2	3.2	-0.6
South Africa	0.1	-11.5	-4.0	1.4	-1.1

Note: Difference from June 2020 Economic Outlook in percentage points, based on rounded figures.

1. Aggregate using moving nominal GDP weights at purchasing power parities.

2. The European Union is a full member of the G20, but the G20 aggregate only includes countries that are also members in their own right.

3. Fiscal years, starting in April.

FIGURA 1: previsioni sull'evoluzione del PIL nel 2020 e 2021 elaborate dall'OCSE e rilasciate a settembre.

## Fed's latest GDP outlook

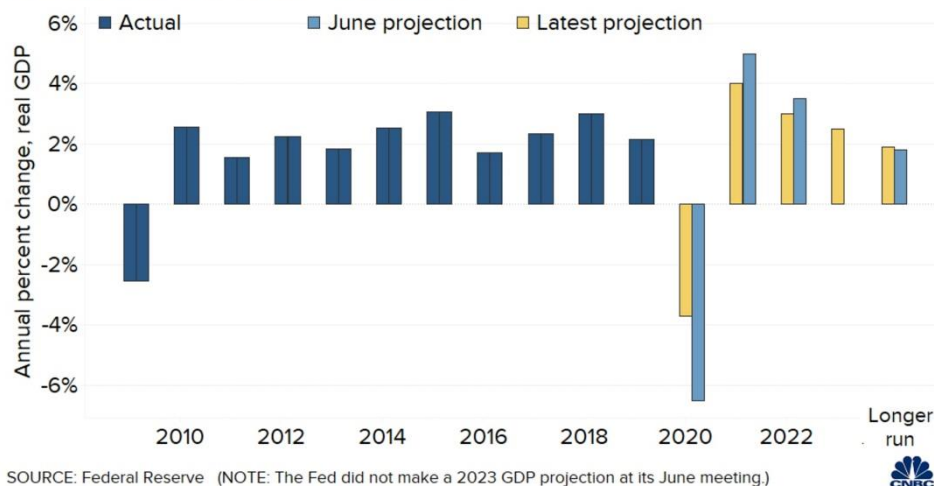


FIGURA 2: previsioni sull'evoluzione del PIL USA rilasciate dalla Fed nell'ultima riunione di settembre. Si noti il miglioramento tra queste previsioni e quelle fatte a giugno.

Riguardo gli USA, le previsioni dell'OCSE sono abbastanza in linea con quelle rilasciate dalla Fed a settembre che riportiamo in figura 2: -3,7% rispetto al -6,5% del dato precedente di giugno.

Il panorama non è peraltro uniforme nemmeno in Asia, dato che a fronte dei risultati della Cina, tra le economie maggiori, spicca la difficoltà dell'India (pesantemente colpita dalla pandemia) e del Giappone, che paga sicuramente (come l'Europa), il fatto di essere un paese esportatore.

Come vedremo, anche sul fronte occupazionale le cose non sono molto diverse, dato che se l'Europa al momento patisce meno degli USA a causa delle limitazioni sino ad ora attuate dagli ammortizzatori sociali, le previsioni per gli USA sono in netto miglioramento e la disoccupazione per fine anno (sempre secondo le ultime stime della Fed rilasciate a settembre) sarà del 7,6%, grosso modo analoga a quella dell'area euro. Il livello di disoccupazione cinese è invece tornato a livello di quello precedente la pandemia (5,6% ora contro 5,3% a gennaio).

Anche l'analisi dei fenomeni più prettamente finanziari non ci porterà a risultati molto diversi, considerando l'evoluzione delle politiche monetarie in USA e in Europa (sempre più alla ricerca di uno stimolo che ha raggiunto livelli senza precedenti) e quelle della Cina, che invece ha fatto poco su questo fronte nel periodo Covid, ed ha invece nel suo arsenale molti margini di azione per eventuali crisi future, e questo, oltre ad essere un vantaggio, denota sicuramente una economia in condizioni migliori.

A questo si aggiunge l'incognita dell'evoluzione della pandemia, che se la Cina (guardando i numeri attuali) sembra aver sostanzialmente fermato, è del tutto imprevedibile nelle altre aree nella sua evoluzione per l'inverno a venire, soprattutto considerando la crescita nel mese di settembre, soprattutto in Europa.

### La Federal Reserve (e non solo) e l'inflazione

Le Banche Centrali hanno, per statuto, diversi obiettivi di azione, non sempre uguali tra loro. Se ad esempio la Federal Reserve Usa ha tra i suoi quello dell'occupazione e della crescita economica, i compiti della Banca Centrale europea esulano da questo e si limitano sostanzialmente alla politica di stabilità dei prezzi e quindi di controllo dell'inflazione.

Per quanto possano essere diversi, quello del controllo della stabilità dei prezzi è un compito che tutte le banche centrali hanno nei loro statuti. L'andamento dei prezzi (nella sua forma di crescita, detta inflazione o calo, detta deflazione) è da sempre uno dei principali punti di attenzione, questo deriva dalla convinzione

che l'andamento dei prezzi abbia comunque un'influenza sull'andamento dell'economia anche se, a seconda delle scuole di pensiero economico, sono talvolta diversi gli approcci, sia nel modo in cui cercare di influenzare l'andamento dei prezzi stessi, sia nella valutazione dell'inflazione in sé nei suoi effetti sul sistema economico.

In generale la possibilità di influenzare i prezzi arriva da uno stimolo monetario (modifica dei tassi di interesse e/o della quantità di moneta nel sistema) oppure uno stimolo fiscale (aumento della spesa pubblica e/o taglio dell'imposizione fiscale). Chiaramente le banche centrali possono operare sul primo strumento e negli anni, per quanto riguarda la gestione dei prezzi, hanno definito degli obiettivi di inflazione verso i quali orientarsi. Questo significa che si orienteranno in termini di politica monetaria per fare in modo che l'inflazione non si discosti da certi valori target prefissati. Il valore target di inflazione fissato da quasi tutte le banche centrali dei paesi maturi è attualmente quello del 2%. Esiste la convinzione che una inflazione troppo bassa (o addirittura una deflazione) non sia positiva per la crescita economica. In estrema sintesi, secondo questa interpretazione, se i prezzi non crescono o addirittura sono visti in calo, le persone saranno più incentivate a rimandare gli acquisti (si pensi ad esempio ad un investimento immobiliare), mentre nel caso in cui si attendano una crescita degli stessi l'atteggiamento sarà opposto. Oltre a questo, la deflazione danneggia i debitori (pubblici o privati) e quindi non solo mette in difficoltà le imprese più indebitate (che quindi ridurranno ulteriormente gli investimenti) ma anche i consumatori che comprano a credito e lo Stato. Nello stesso tempo, però, una crescita eccessiva dei prezzi può creare elevata incertezza in campo economico, si pensi alla perdita di potere di acquisto dei lavoratori, alla pianificazione dei costi aziendali o anche alle difficoltà che ne seguono nel meccanismo del credito: se concedo un prestito ad un tasso del 10% con una inflazione al 5% e nel frattempo l'inflazione sale al 15%, di fatto finisco per perderci.

Il bilanciamento di queste opposte esigenze (prezzi in crescita, ma non troppo), ha portato a definire un target, quello del 2% appunto, che è stato considerato adeguato. Negli ultimi anni il ruolo delle banche centrali è stato sempre più centrale e la possibilità di un loro intervento ha sempre maggiormente orientato l'azione degli operatori finanziari. Si pensi ad esempio agli effetti sul cambio. L'inflazione in sé è un fattore di indebolimento della valuta di un paese, se i prezzi negli Stati Uniti crescono di più che in Europa questo dovrebbe (a parità di altri fattori) indebolire il dollaro rispetto all'euro, eppure, ormai da diversi anni, ogni notizia di un rialzo dell'inflazione è sempre stata un fattore di forza per la valuta di quel paese, questo è stato dovuto al fatto che era sotteso, come conseguenza di una salita dell'inflazione, un intervento della banca centrale in questione, ad esempio con un incremento del tasso di interesse di quel paese che avrebbe compensato, in termini di forza relativa di quella valuta, il fattore inflattivo, che invece tenderebbe ad indebolirla.

La Federal Reserve americana ha adottato dal 2012 un target di inflazione del 2%, impegnandosi ad intervenire qualora i prezzi di discostassero da esso, analogamente, esiste un impegno a raggiungere obiettivi di piena occupazione. Il valore utilizzato per il calcolo dell'inflazione dalla Fed è quello del PCE (personal consumption expenditures, cioè le spese per consumo personali), che per il modo in cui è calcolato è generalmente un po' più basso del più noto CPI (consumer price index, cioè l'indice dei prezzi al consumo). Questo impegnava quindi la Fed ad intervenire qualora i prezzi si fossero discostati da questi valori o il livello di occupazione fosse stato inferiore a quello target. Chiaramente gli interventi erano e sono da leggersi in senso espansivo nel caso di inflazione più bassa o disoccupazione più elevata di quella target (ad esempio tramite la limatura a ribasso dei tassi di interesse) e viceversa politiche restrittive nel caso di una inflazione più elevata di quella target o di una disoccupazione troppo bassa (ad esempio con una riduzione delle politiche di iniezione di liquidità in atto, come successo nel periodo successivo al 2014, con la fine del quantitative easing, iniziato nel 2008).

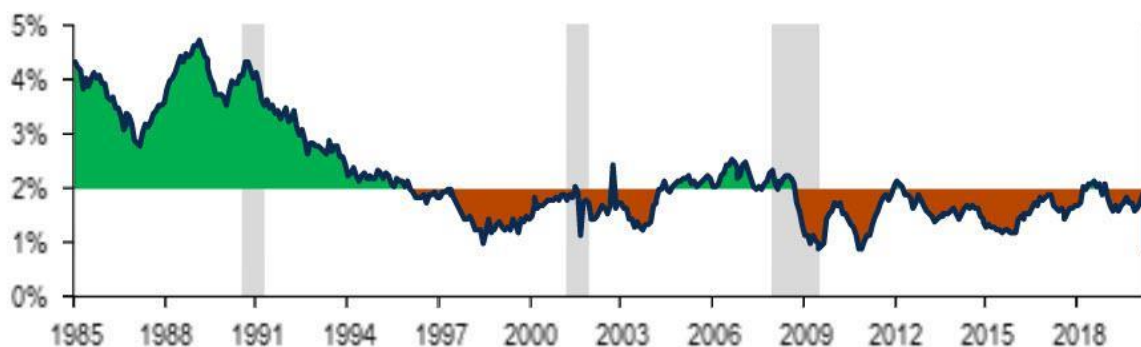
Questa logica, dal 2012, si è protratta per 8 anni e, seppur con risultati non sempre soddisfacenti rispetto agli obiettivi di inflazione, la Fed è intervenuta (e soprattutto gli operatori si attendevano un suo intervento) non appena l'inflazione si avvicinava al target previsto o l'occupazione saliva (o scendeva) oltre una certa soglia.

Ed arriviamo dunque al simposio di Jackson Hole del mese di agosto, dove il governatore della Fed Powell ha annunciato che da ora in poi sarà adottato il cosiddetto AIT (average inflation targeting). Il che significa che il target di inflazione della Banca Centrale USA sarà un valore medio e che quindi saranno ammesse escursioni dell'inflazione al di sopra del target "per un certo periodo di tempo" e in assenza di quel target la Fed "metterà in atto tutte le misure di politica monetaria necessarie per raggiungerlo". Allo stesso modo il linguaggio utilizzato dalla Fed sul tema dell'occupazione evidenzia come la valutazione sarà fatta guardando solo alle cadute dell'occupazione rispetto ai suoi valori massimi piuttosto che a "deviazioni" (come era indicato prima ed avendo in mente sia le salite che le discese). Questo viene interpretato come un ulteriore modo per la Fed di avere mano libera e non modificare la politica monetaria anche se per un certo periodo il tasso di disoccupazione si trovasse sotto quello target e si sentirà "impegnata ad intervenire" solo quando il mercato del lavoro sarà debole.

Quello che viene osservato da molti analisti è che la Fed, pur dando una indicazione di massima sulla logica che da ora in poi sarà adottata sull'inflazione (che sarà valutata come inflazione media e non più puntuale), non dà alcuna indicazione numerica di come questa media sarà calcolata (lo stesso vale sui criteri con cui saranno valutati i deficit occupazionali rispetto ai massimi precedenti). Questo ci pare, nei fatti, niente altro che un modo per avere mano libera nel non alzare i tassi e modificare la politica monetaria anche qualora (magari nei prossimi mesi, quando la ripresa economica post Covid potrebbe surriscaldare i prezzi) l'inflazione dovesse raggiungere dei picchi per qualche periodo.

Analoga perplessità proviene interrogandosi su quali siano le probabilità che l'inflazione torni davvero (addirittura come inflazione media, seppur non meglio specificata) sopra il target del 2% di PCE, perché se si fa una analisi storica del valore di questo dato si nota che non solo il dato medio (comunque difficilmente calcolabile non essendo stato dato alcun parametro), ma anche solo quello puntuale (che sino ad agosto era il riferimento), negli ultimi 20 anni solo raramente sono stati sopra il target della Fed del 2%, come mostrato in figura 3.

**Chart of the day: Missing the inflation target (Core PCE inflation % yoy, green/red shading represents gap from inflation target, gray shading is recessions)**



Source: BofA Global Research, Bureau of Economic Analysis

FIGURA 3: andamento del PCE (personal consumption expenditure), l'indicatore dei prezzi utilizzato dalla Fed. Si noti come dal 1997 il dato sia sempre stato inferiore al target del 2% con l'esclusione di alcuni degli anni precedenti la crisi del 2008 e nonostante le misure espansive implementate da quella data.



Sulle ragioni del calo tendenziale dell'inflazione si parla da tempo a tutti i livelli in ambito economico, qui ci possiamo quindi limitare a provare a citare alcune di quelle che possono aver contribuito a questo fenomeno: la crescita della globalizzazione e la conseguente competizione internazionale hanno messo sotto pressione i prezzi dei beni oltre che dei salari, il calo demografico tendenziale nei paesi con economie più forti porta ad una minore pressione sui prezzi, analogo effetto hanno la ridotta crescita economica (rispetto al periodo che va dagli anni '60 agli anni '80) nelle medesime economie mature (questo ragionamento, sulla crescita del PIL, esonera chiaramente, almeno sino ad ora, le economie emergenti dove, non a caso, l'inflazione, anche per la crescita demografica ancora presente, è ben maggiore).

A queste ragioni, che sono fondamentalmente condivise, come possibili "spinte contrarie" ad una salita dei prezzi, se ne aggiungono altre su cui invece il dibattito, anche sulla base della scuola di pensiero economico, è più acceso.

La critica di fondo che viene fatta alle politiche delle banche centrali dagli economisti di impostazione macroeconomica keynesiana è sull'efficacia stessa delle politiche monetarie per stimolare l'inflazione se non accompagnate da manovre di tipo fiscale che implicino una crescita degli investimenti pubblici e di redistribuzione del reddito. In modo particolare il tema della crescita delle diseguaglianze (ne abbiamo parlato nello scorso report), un processo in atto almeno dall'inizio degli anni '80, viene visto come una delle ragioni della scarsa crescita economica e della conseguente stagnazione dei prezzi che finisce per alimentare la bassa crescita stessa.

Allora, tornando alla nuova politica della Fed, viene spontaneo chiedersi se davvero questa intenda in tal modo far salire l'inflazione (questo entro certi limiti sarebbe utile anche a ridurre la massa di debito pubblico che si è accumulato <sup>1</sup> e a svalutare il dollaro) o è convinta che una risalita dei prezzi possa essere imminente (magari a seguito delle manovre di QE in corso di circa 120 miliardi al mese in contempo al rimbalzo dell'economia dopo la recessione dei primi 6 mesi dovuta al Covid), oppure se questa mossa (che la Fed aveva nel cassetto da tempo) non sia altro che un modo per "slegarsi le mani" e, non solo mettere in chiaro, da subito, che nulla cambierà per lungo tempo, ma anche non dover essere costretta un domani, a fronte di escursioni temporanee dei prezzi, a modificare una politica monetaria (sia sul fronte dei tassi che dell'iniezione di liquidità) che non può essere cambiata perché (ne abbiamo abbondantemente parlato nello scorso report) le condizioni di contorno non sono affatto mutate in termini di debito, soprattutto corporate, nel sistema americano.

Che questa politica porti inevitabilmente ad uno scenario di "tassi a zero" a tempo indeterminato non ha potuto negarlo nemmeno la Fed e già nella successiva riunione del suo board a settembre è stato chiarito che almeno sino al 2023 nulla cambierà in termini di tassi. Del resto, se l'inflazione non è salita negli anni passati (sino al 2015), con tassi già a zero, quantitative easing in corso, disoccupazione a livelli minimi e PIL in salita di oltre il 2% (come era ancora sino al febbraio di quest'anno prima dell'epidemia), ci si chiede come possa avvenire in futuro e forse se lo chiede anche Powell, che ha affermato in un suo intervento al senato, che il congresso deve supportare la crescita con strumenti fiscali.

In una direzione simile, accantonando l'obiettivo del 2% di inflazione come valore limite, pare si stia muovendo anche la BCE (ricordiamo inoltre che un criterio simile a quello USA, considerando una inflazione media, è da tempo adottato dalla banca centrale australiana, con un riferimento di inflazione tra il 2 e il 3%). Il 30 settembre Christine Lagarde ha affermato che l'obiettivo di inflazione della BCE, fissato nel 2003 ("al di sotto ma vicina al 2%") pare ormai non più adeguato. Lagarde non ha ancora specificato quelle che potrebbero essere le conseguenze in termini di politica monetaria, ma pare comunque una affermazione non

---

<sup>1</sup> La crescita dell'inflazione favorisce il debitore. Se devo infatti restituire un prestito con un tasso del 5%, ma nel frattempo l'inflazione dal 5% sale al 10%, la quantità di denaro che dovrò restituire è la medesima ma il valore del mio debito (in termini reali, cioè considerando il potere di acquisto della moneta) è inferiore. Una crescita dell'inflazione può quindi favorire una riduzione del debito reale degli stati. Sul caso italiano in proposito (con riferimento in particolare agli anni '70 e '80) si veda anche il nostro primo report di dicembre 2018.

da poco per prefigurare scenari futuri e peraltro in linea con le tendenze generali delle banche centrali in questi anni. Tuttavia, nel caso della Bce, c'è da chiedersi quanto questo non sia più una mossa di risposta a quanto fatto dalla Fed avendo in mente soprattutto il tasso di cambio<sup>2</sup> (pur non essendo questo un obiettivo ufficiale della BCE stessa).

## I movimenti dei principali asset finanziari

La salita dei titoli azionari è continuata con il medesimo impeto del trimestre precedente sino alla fine del mese di agosto. Sono ancora valide quindi, riguardo questi asset, le considerazioni fatte nello scorso report, da un lato sulle ragioni che a nostro parere stanno dietro questo rialzo, e dall'altro sul rischio di bolla che coinvolge in modo particolare alcuni indici (come il Nasdaq) e alcuni titoli oggetto di vere e proprie corse all'acquisto ai limiti dell'irrazionale (possiamo citare per tutti il titolo Tesla).

Se nel mese di settembre i mercati hanno assistito ad una prima correzione, che pur non ha messo in discussione, almeno per ora, la loro impostazione a rialzo, in generale è assai complicato (per non dire inutile) spendere analisi per cercare di capire quando scoppierà una bolla finanziaria, essendo in questi casi gli acquisti mossi in buona parte da motivazioni irrazionali (e quindi spesso purtroppo da piccoli operatori).

La sensazione è che solo l'elezione presidenziale americana potrebbe essere uno spartiacque su questo fronte. È probabile che una vittoria di Trump possa, almeno per un po', dare ulteriore spinta ai mercati azionari, mentre una di Biden dovrebbe avere effetto contrario.

A proposito del rialzo dei mercati azionari, è interessante notare come, guardando agli USA che sono sempre il fattore trascinante dei rialzi così come dei grandi crolli, la corsa delle borse sia stata trainata, non solo dall'indice Nasdaq, ma in particolare da alcuni titoli tecnologici che, al contrario dei settori tradizionali, possono avere beneficiato di questa epidemia. In figura 4 vediamo come la concentrazione dei 5 titoli più grandi dell'indice S&P 500 (tutti legati al settore tecnologico) abbia superato il 20% (e raggiunto, a fine agosto, punte del 25% - la curva qui rappresentata è del mese di luglio), un livello di concentrazione che non ha precedenti e supera anche quello avvenuto nella bolla azionaria del 2000.

Altrettanto significativo è evidenziare come questi stessi cinque titoli (che sono parimenti inclusi nell'indice Nasdaq e nell'S&P 500) abbiano raggiunto nel mese di agosto, messi insieme, una capitalizzazione pari a quella delle 389 aziende più piccole quotate sul medesimo S&P 500<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> L'indebolimento della valuta di un paese favorisce le esportazioni dato che i beni diventano più attraenti per i consumatori degli altri paesi. Quando il tasso di cambio viene vissuto in quest'ottica in maniera competitiva tra paesi si parla di "guerra valutaria".

<sup>3</sup> <https://theirrelevantinvestor.com/2020/08/27/modern-market-cap-theory/>

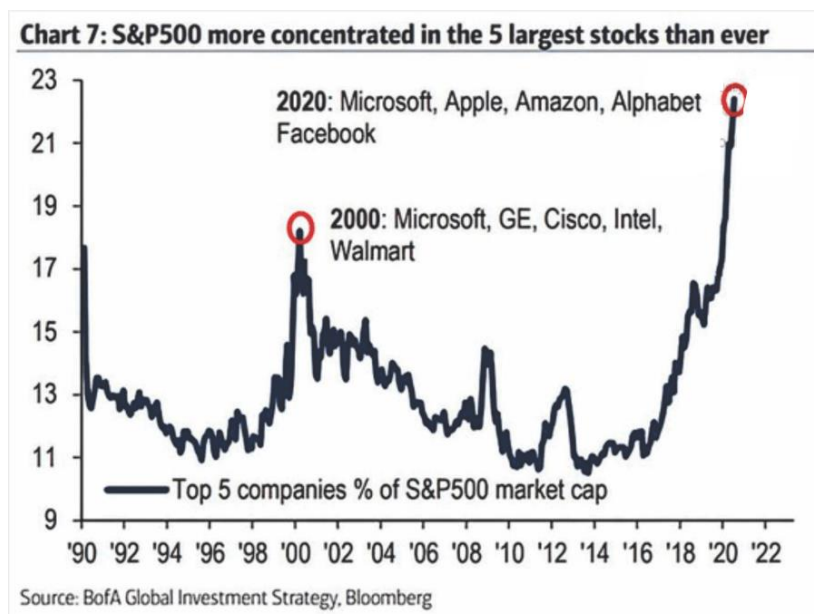


FIGURA 4: concentrazione della capitalizzazione sui principali 5 titoli negli ultimi 30 anni nell'indice azionario S&P 500. La figura mostrata fa riferimento al mese di luglio, ma dopo il rialzo di agosto (qui non ancora incluso), la % è arrivata al 25%. I titoli in oggetto sono i tecnologici Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet (la società proprietaria di Google) e Facebook. La concentrazione è molto più elevata di quella raggiunta durante la bolla del 2000.

Per rimarcare ancora una volta una delle ragioni che possono spiegare il rialzo dei mercati azionari, è interessante notare (in figura 5) come il rendimento di una delle alternative all'investimento azionario, quello in obbligazioni governative decennali, anche in Usa sia ormai arrivato molto vicino allo zero (in Europa, al netto di alcuni paesi come Italia, Grecia, Spagna e Portogallo il fenomeno è tale già dallo scorso anno<sup>4</sup>). Se consideriamo il rendimento reale (cioè depurato dall'inflazione che in USA è per il momento superiore), potremmo concludere che il differenziale dei tassi tra USA e area euro si sta sempre più assottigliando e questo viene rimarcato anche dall'andamento del cambio tra euro e dollaro (figura 6)<sup>5</sup>.



FIGURA 5: rendimento del titolo di stato decennale USA, ormai inferiore all'1%. Considerando l'inflazione americana il tasso di rendimento reale è vicino allo 0.

<sup>4</sup> Sulle politiche dei tassi a zero si veda anche il nostro quarto report di settembre 2019.

<sup>5</sup> Per un approfondimento sui tassi di cambio e sulla teoria della "interest parity" in base alla quale l'andamento dei tassi di cambio è influenzato da quello dei tassi di interesse concessi dai depositi nelle rispettive valute, si veda anche il nostro sesto report del mese di marzo 2020.



FIGURA 6: andamento del cambio euro/dollaro.

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

### Stati Uniti

I dati economici del paese rimarcano un recupero dell'economia superiore alle attese, sia sul fronte occupazionale sia in termini di PIL. La disoccupazione nel mese di settembre è scesa al 7,9% (rispetto al picco del 14% in aprile) e le ultime previsioni disponibili sull'intero anno (quelle della Federal Reserve, rilasciate il 16 settembre) sono di un ulteriore calo sino al 7,6%. Riguardo il PIL, il dato del secondo trimestre, confrontato con il medesimo trimestre dell'anno precedente, segna un -9,1%. Questo dato annualizzato darebbe un -31,4%, dato in sé poco significativo visto che la crescita annua complessiva dovrà tenere in conto il recupero del terzo e quarto trimestre. Le previsioni dell'OCSE e quelle della Fed sono grosso modo in linea per un valore di perdita di PIL nel 2020 del 3,8% (dato nettamente migliore di quello precedente che era di una perdita, secondo l'OCSE, superiore al 7%). L'inflazione è in ripresa al 1,3%, seppur ancora inferiore al picco del gennaio 2020 del 2,5% (anche se nei mesi precedenti si fosse sempre mantenuta sotto il 2%). Anche i dati del credito al consumo hanno ricominciato a crescere dopo tre mesi di forte contrazione (come mostrato in figura 7). Si registra inoltre un vero e proprio boom del settore immobiliare, con oltre un milione di compravendite di nuove abitazioni nel mese di agosto, il dato più alto dal settembre del 2006.

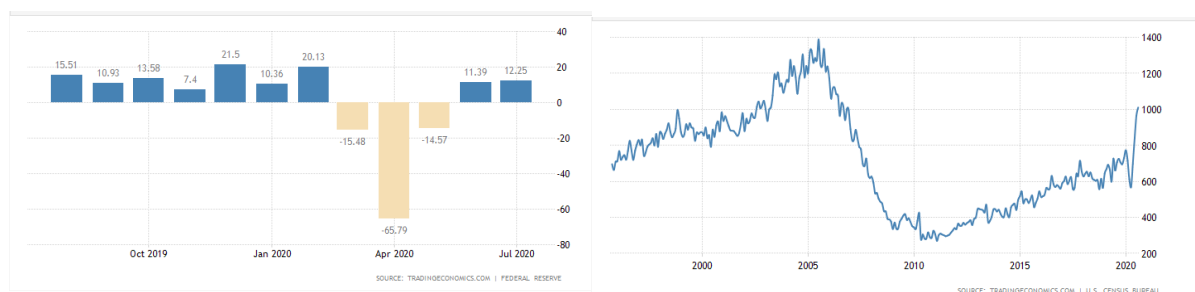


FIGURA 7: andamento del credito al consumo in USA, che ricomincia a crescere (nel grafico a sinistra) e della vendita di nuove case (nel grafico a destra) che tocca un picco che non si vedeva dal 2006.

Sul fronte delle notizie meno positive è utile segnalare come continui a rimanere fortemente elevato il deficit commerciale. Si mostra in figura 8 il suo andamento dal 2016. Gli ultimi quattro anni corrispondono a quelli dell'amministrazione dell'attuale presidente il cui obiettivo di ridurre l'indebitamento estero e in generale le

importazioni rispetto alle esportazioni non può dirsi raggiunto. Nel mese di luglio il deficit commerciale ha toccato il suo picco massimo ad oltre 63 miliardi di USD. La bilancia commerciale rileva la differenza tra esportazioni e importazioni ed ha quindi un effetto sull'indebitamento del paese verso l'estero (current account o conto delle partite correnti).



FIGURA 8: andamento del deficit commerciale in USA.

Sul fronte finanziario, al netto di quanto già scritto sulla gestione dell'inflazione da parte della Fed (che pur a nostro parere non è affatto poco), non si registrano cambiamenti nelle politiche di acquisto di titoli e di sostegno monetario, che continuano con il quantitative easing (per un importo mensile di 120 miliardi, divisi tra 80 miliardi di titoli governativi e 40 di obbligazioni legate ai mutui), l'acquisto di obbligazioni di aziende private, incluse quelle "junk" (sia direttamente sul mercato secondario, sia tramite ETF) e il sostegno diretto alle imprese con prestiti agevolati da parte della stessa Banca Centrale (Main street lending program, con un importo totale erogabile di 600 miliardi di USD).

Sarà interessante vedere nei prossimi mesi, se la ripresa economica dovesse confermarsi forte, quali saranno gli effetti sull'inflazione, anche sotto la luce dei nuovi orientamenti della Fed di cui si è detto sopra<sup>6</sup>.

## Europa

Uno dei punti aperti che avevamo evidenziato (anzi, il più importante) era la conclusione della trattativa sul cosiddetto Recovery Fund. Nel mese di luglio è stato trovato un accordo che non ha precedenti nella storia dell'Unione e prevede un piano dei 750 miliardi suddiviso tra erogazioni a fondo perduto e prestiti ai paesi dell'Unione. Il medesimo piano sarà finanziato con l'erogazione di bond (che per la prima volta nella storia sono quindi debito comune) da parte della BCE. Se i risultati concreti di questo piano sono una sfida il cui risultato potremo vedere solo negli anni, gli effetti immediati sono di tipo finanziario e politico.

Su questo ultimo aspetto il recovery fund potrebbe essere una spinta decisiva al processo di maggiore unificazione e soprattutto di legittimazione all'Unione, soprattutto avendo in mente le spinte contrarie che si erano fatte piuttosto forti negli anni passati, almeno dalla crisi del 2011. In figura 9 mostriamo l'effetto sui diversi paesi in termini di redistribuzione che è evidentemente a favore di coloro che sono maggiormente indebitati e più colpiti dalla crisi in corso.

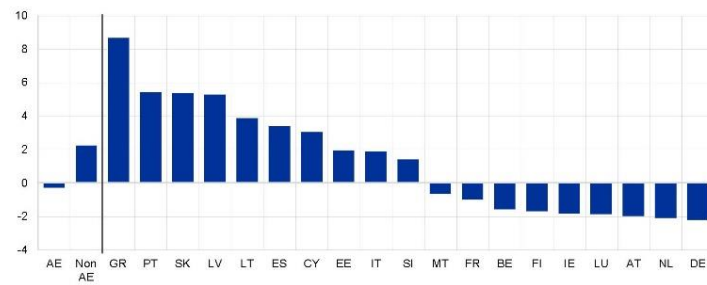
<sup>6</sup> Il presidente della Federal Reserve di St. Louis Bullard si attende per gli ultimi mesi dell'anno una crescita esplosiva per l'economia con ripercussioni importanti sull'aumento dei prezzi.

<https://www.cnbc.com/2020/09/18/feds-bullard-says-biggest-growth-quarter-of-all-time-will-lift-inflation.html>

## Grafico B

RFF: allocazione dei trasferimenti, al netto dei rimborsi attesi

(in percentuale del PIL del 2019)



Fonti: conclusioni del Consiglio europeo del 21 luglio 2020, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.  
Nota: il 70 per cento dei trasferimenti dovrebbe essere distribuito nel periodo 2021-2022 sulla base dello schema di allocazione proposto dalla Commissione europea (tenendo conto della popolazione, dell'inverso del PIL pro capite e del tasso medio di disoccupazione nel periodo 2015-2019). Per il 30 per cento dei trasferimenti assegnati nel 2023, la disoccupazione media è sostituita dalle perdite di PIL nel 2020 (15 per cento) e da quella cumulativa nel periodo 2020-21 (15 per cento), come attualmente prospettato dalla Commissione europea. Si ipotizza che i rimborsi corrispondano alle quote dei paesi del reddito nazionale lordo dell'UE.

FIGURA 9: effetto dell'allocazione sui diversi paesi della zona Euro dei trasferimenti a seguito del Recovery Fund. Citato in [www.thewalkingdebt.org](http://www.thewalkingdebt.org)

Sull'aspetto finanziario, se il recupero delle quotazioni dei titoli di stato dei paesi più fragili dal punto di vista debitorio era avvenuto già nel trimestre precedente (l'esito positivo dell'accordo era già nell'aria e lo avevamo anticipato nel nostro report), gli effetti sulla valuta europea sono stati soprattutto in questo trimestre (come già mostrato in figura 6). Il tema valutario, sempre presente sullo sfondo soprattutto per le preoccupazioni provenienti dalla amministrazione Trump per una eccessiva forza del dollaro, potrebbe crescere di importanza. Forte attesa c'era per la riunione della BCE di settembre, in cui Lagarde se l'è cavata dicendo che il cambio non è un tema di pertinenza della BCE, cosa peraltro vera. È pur vero che negli ultimi mesi l'euro è arrivato a recuperare quasi il 15% verso il dollaro e la dichiarazione del 30 settembre sull'inflazione di cui si è detto può forse essere letta come una preoccupazione, pur non dichiarata, per un ulteriore rafforzamento della moneta unica che potrebbe frenare le esportazioni, elemento indispensabile per la crescita del PIL dell'Eurozona.

Al momento i dati rilasciati rilevano un'inflazione assai lontana dal target del 2% (peraltro, anche nel caso della zona euro, mai raggiunto): a settembre l'eurozona è stata in deflazione per lo 0,3%. Le previsioni del PIL per il 2020 sono di un calo del 7,9% e sottendono un recupero negli ultimi mesi dell'anno rispetto all'attuale -14,7% (su base annua) del secondo trimestre.

## Cina

Come anticipato nel primo paragrafo i dati macroeconomici rilasciati dalla Cina nel terzo trimestre sono piuttosto confortanti e segnalano una sostanziale ripresa della crescita del paese a ritmi quasi identici a quelli del periodo precedente la pandemia. Il PIL del secondo trimestre ha fatto registrare un +11,8% rispetto al medesimo trimestre dello scorso anno (a fronte di un -10% del primo trimestre) e per fine anno è previsto un dato positivo del 1,8% che farebbe della Cina l'unico paese che riesce a chiudere l'anno in crescita (pur a fronte di un deciso calo rispetto al dato del 2019 che era stato del +6%). Anche la produzione industriale conferma che la situazione è tornata a "regime" con un dato di agosto del 5,6% sostanzialmente in linea con i "ritmi" del 2019.

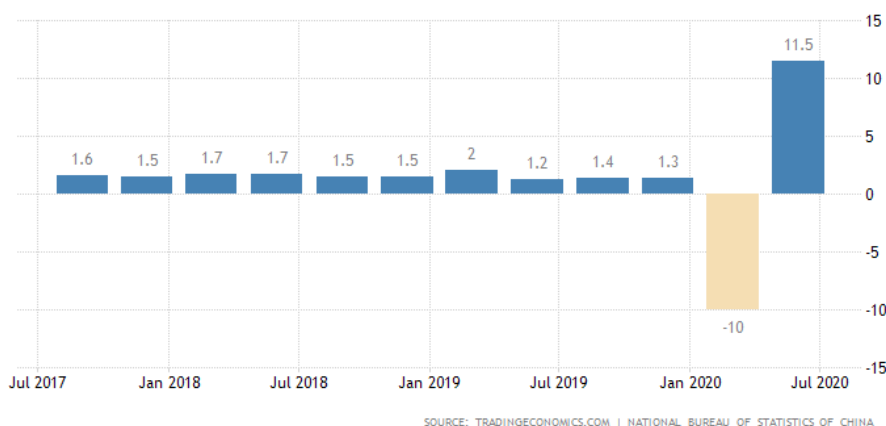


FIGURA 10: andamento trimestrale del PIL della Cina

Forse ancora più interessante è confrontare gli interventi di tipo monetario che sono avvenuti in Cina rispetto a quelli in corso negli Stati Uniti e in Europa. Come abbiamo già anticipato nello scorso report, la Banca Centrale Cinese non ha mai attivato un QE, ma ha operato uno stimolo alla sua economia con prestiti agevolati al sistema bancario e alle imprese e riduzioni della riserva obbligatoria. Questi interventi sono comunque stati quantitativamente inferiori nel periodo post Covid e non hanno influito in maniera significativa sul bilancio della banca stessa. Come evidenziato in un recente report di Goldman Sachs sul tema<sup>7</sup>, il bilancio della PBOC raggiunse il suo massimo rispetto al PIL nel 2009, per un rapporto del 65%. Rispetto ad allora, pur essendo il bilancio in valore assoluto cresciuto, il suo rapporto col PIL è decisamente inferiore: 37%. A fine anno invece quello della Fed (con un ammontare previsto di circa 9000 miliardi di dollari), sfiorerà il 50% del PIL americano. La Banca Centrale cinese, non solo quindi non ha ritoccato in maniera significativa il suo bilancio durante questa fase di crisi (anche solo l'effetto grafico è evidente osservando il confronto tra i due bilanci in figura 11), ma ha ancora ampi margini di intervento che in futuro dovessero rendersi necessari.

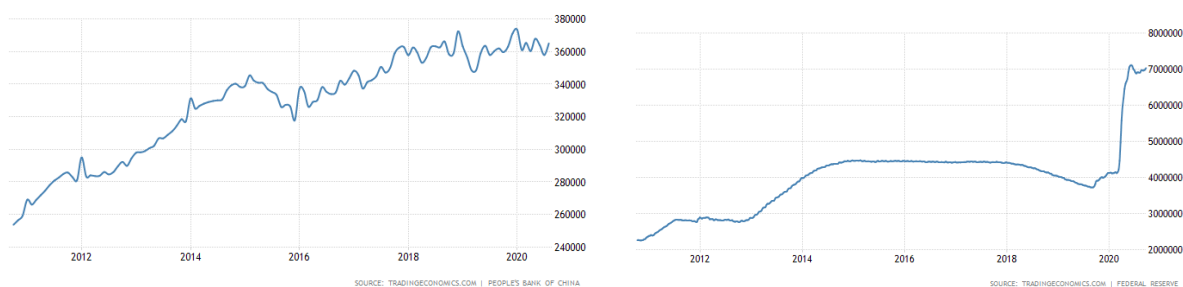


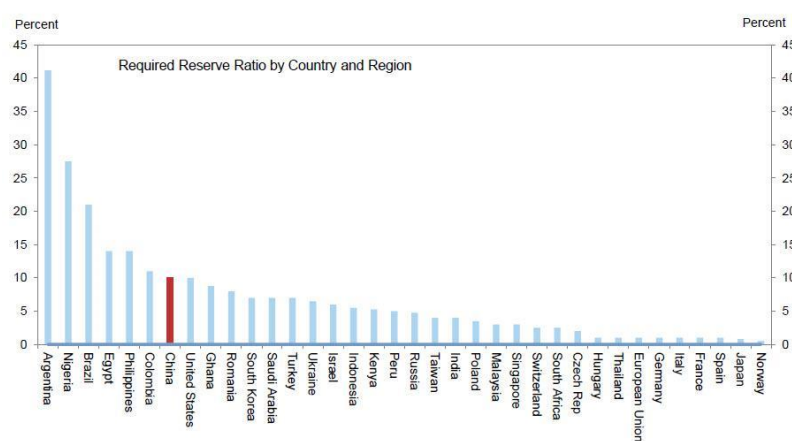
FIGURA 11: confronto dell'andamento del bilancio delle banche centrali cinese (a sinistra) e USA (a destra).

Lo stesso si può dire per il secondo strumento che la PBOC ha utilizzato negli ultimi anni e cioè la riduzione della riserva obbligatoria delle banche (RRR)<sup>8</sup>, come mostrato in figura 12, la riserva richiesta alle banche cinesi è ancora superiore a quella di tutti i paesi maturi.

<sup>7</sup> Dati citati in [https://www.zerohedge.com/markets/whats-behind-dramatic-difference-between-fed-and-pbocs-balance-sheets?utm\\_source=feedburner&utm\\_medium=feed&utm\\_campaign=Feed%3A+zerohedge%2Ffeed+%28zero+hedge+on+a+long+enough+timeline%2C+the+survival+rate+for+everyone+drops+to+zero%29](https://www.zerohedge.com/markets/whats-behind-dramatic-difference-between-fed-and-pbocs-balance-sheets?utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed%3A+zerohedge%2Ffeed+%28zero+hedge+on+a+long+enough+timeline%2C+the+survival+rate+for+everyone+drops+to+zero%29)

<sup>8</sup> La maggior parte dei paesi impongono alle banche private una riserva obbligatoria come % del totale dei prestiti che possono concedere. Se la riserva obbligatoria, ad esempio, è del 2%, ogni banca dovrà depositare presso la banca centrale un minimo del 2% (la riserva obbligatoria appunto), del totale del denaro che sta prestando. Una diminuzione della riserva obbligatoria tende quindi a favorire la crescita della liquidità in circolazione permettendo alle banche di concedere più prestiti.

Exhibit 8: China still has room for RRR cuts



Source: CEIC, Goldman Sachs Global Investment Research

FIGURA 11: confronto tra la riserva obbligatoria nei diversi paesi che ancora la adottano.

## Conclusioni

Sul trimestre appena trascorso abbiamo voluto evidenziare soprattutto tre aspetti.

Il primo è la mossa di alcune banche centrali (in primis della Fed) per un diverso approccio nei confronti dell'inflazione, superando sostanzialmente il precedente target del 2% e orientandosi verso una interpretazione del medesimo, che se per la BCE al momento non è ancora chiara in termini operativi, per la Fed è quella di un AIT (average inflation targeting), cioè di un target medio di inflazione che (anche per la vaghezza dei contorni con cui è definito) noi leggiamo innanzitutto come un modo per avere le mani ulteriormente libere verso l'espansione monetaria, che è anche uno scudo (e questo è vero soprattutto per gli USA, ne abbiamo detto ampiamente nello scorso report) per proteggere, non solo le quotazioni di borsa, ma anche (e forse soprattutto), la piramide di debito corporate che si è accumulata e che la stessa Fed sta iniziando ad acquistare in maniera diretta.

Il secondo è che per ora i dati economici letti in maniera cruda paiono confermare le ottimistiche previsioni di una crescita a V dell'economia a livello globale, pur con le differenze evidenziate tra le varie aree economiche. Se questo è senza dubbio positivo, bisogna dire che il fatto che il terzo trimestre (il primo non inficiato dalle chiusure quasi totali di alcune economie, soprattutto in Europa), potesse essere di forte rimbalzo e molto migliore dei due precedenti era facile prevederlo. Resterà da vedere se tutto procederà, a questo punto, senza intoppi, soprattutto considerando che le attese dei mercati (in modo particolare quelli azionari) sono che nessun intoppo ci sia. La ripresa dell'epidemia in Europa, dopo la "pausa estiva", non è purtroppo per il momento tra il migliore degli auspici.

Infine abbiamo cercato di evidenziare come l'analisi di quanto accaduto in questo trimestre confermi che al momento l'epidemia di Covid ha pesato soprattutto sulle economie dei paesi maturi (Giappone compreso che pur ha gestito bene l'epidemia in sé), a vantaggio della Cina, che sta mostrando non solo una maggiore capacità di gestione della pandemia (come del resto altri paesi asiatici), ma anche una ripresa economica più rapida e solida oltre che la mancanza della impellente necessità di interventi monetari "emergenziali" che infatti, in questa fase, ha utilizzato in maniera minore, lasciandosi notevoli spazi di manovra per il futuro più o meno prossimo.