

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE

RASSEGNA DEI PRINCIPALI FATTI DEL PRIMO TRIMESTRE E POSSIBILI
SCENARI PER L'ANNO IN CORSO

di Alessandro Samorì

NUMERO 10 – MARZO 2021

© Associazione Diritto al Futuro ETS-APS, 2021
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

Crescono i timori di crescita dell'inflazione e dei rendimenti di lungo periodo	5
I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina	11
Stati Uniti	11
Europa	15
Cina	16
Conclusioni	18

Crescono i timori di crescita dell'inflazione e dei rendimenti di lungo periodo

L'intero trimestre appena trascorso è stato attraversato da tre temi tra loro in buona parte collegati. Il primo sono le aspettative di crescita economica e i conseguenti timori di inflazione, il secondo è la curva dei rendimenti, in particolare quelli USA, che se rimangono a zero nella parte breve della curva (non potrebbe essere diversamente data la scelta, per ora, della Federal Reserve, di non toccarli sino al 2023) hanno ricominciato a salire in quella lunga e l'attenzione si è spostata in modo particolare sul decennale.

Nei mesi successivi alla pandemia ci si interrogava sulla possibilità di una cosiddetta ripresa a V (V-shaped recovery), cosa che sino allo scorso anno pareva in divenire solo per la Cina. Nel primo trimestre di quest'anno la conferma di alcuni indicatori economici (di cui andremo a parlare in seguito), insieme alla partenza della campagna vaccinale e alle previsioni di uscita dalla pandemia, hanno via via rafforzato la convinzione che stiano avendo ragione coloro che in tempi più bui avevano creduto nella ripresa a V e ad una uscita dalla recessione (che sarebbe così una delle più brevi di sempre) che a dir la verità qualche autorevole banca d'affari si è già sentita di annunciare¹. A questo si è andato a sommare l'effetto dell'enorme piano di stimoli in USA, del valore di 1950 miliardi, grande parte dei quali sono sotto forma di ulteriori erogazioni dirette alle famiglie o ai disoccupati.

Se la crescita di USA e Cina per l'anno in corso è dunque prevista intorno al 6%, anche quella europea, pur inferiore, si attesta su valori che, se confermati, non si vedevano da prima della crisi del 2008 (3,8%).

Anche l'andamento delle materie prime segna una decisa ripresa dai minimi del 2020 con prezzi che sono mediamente tornati, incluso quello del petrolio, ai livelli del 2019, come mostrato in figura 1. Ancora più interessante l'andamento del prezzo del rame, una delle materie prime che più risente della spinta economica, che è ai massimi dal 2012.



Figura 1 – Indice Reuters/Jefferies CRB, che replica l'andamento di un paniere di materie prime dove le commodities agricole pesano per circa il 40%, il petrolio per il 33%, il gas 6%, l'oro e argento 7%, altre materie industriali circa 14%.

La realtà è che i dati di inflazione registrati sino ad ora dai paesi non darebbero in sé alcuna fonte di preoccupazione, se da questi ci si sposta alle aspettative per il futuro, non ci si discosterebbe comunque da numeri di poco superiori al 2%. Valori che rientrerebbero non solo nei limiti che si è imposta la Fed lo scorso agosto (definendo il tasso del 2% non più fisso, ma medio), ma sarebbero comunque ancora inferiori al

¹ <https://www.fxstreet.com/news/us-economic-recession-is-effectively-over-morgan-stanley-202103080213>

periodo pre-pandemico. La nostra sensazione è che le preoccupazioni derivino più che altro dal timore che quello che potrà succedere in futuro possa andare ben al di là di quanto fino a qui previsto dagli analisti e dalle aspettative dei mercati che sono calcolate sulla base dei rendimenti impliciti delle obbligazioni (mostrate in figura 3). Perché se le cose continuassero ad andare come ci si aspetta poco ci sarebbe di cui preoccuparsi (riguardo l'inflazione).



Figura 2 – Andamento del contratto future sul rame.

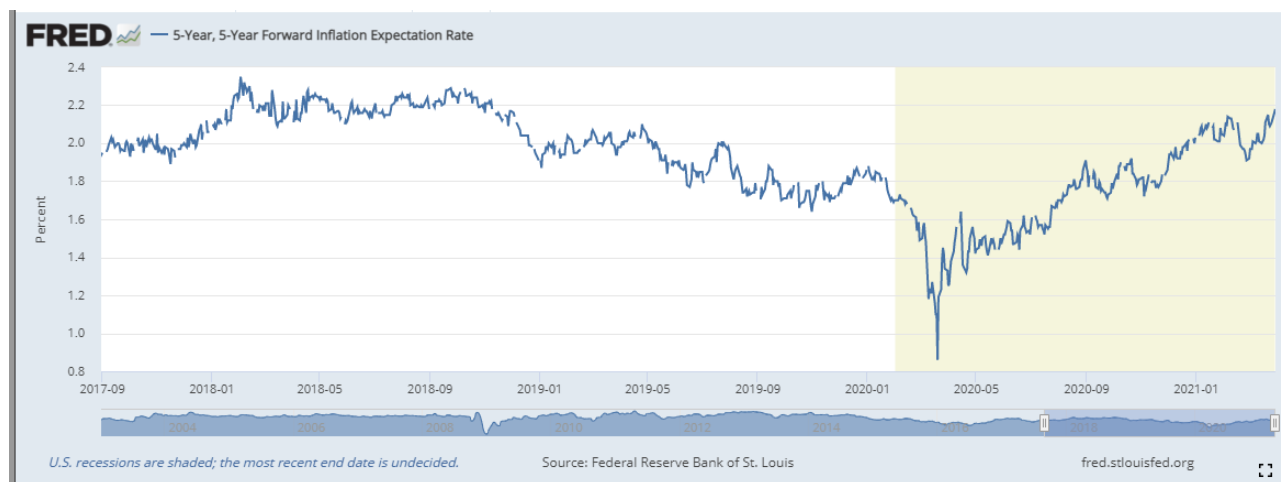
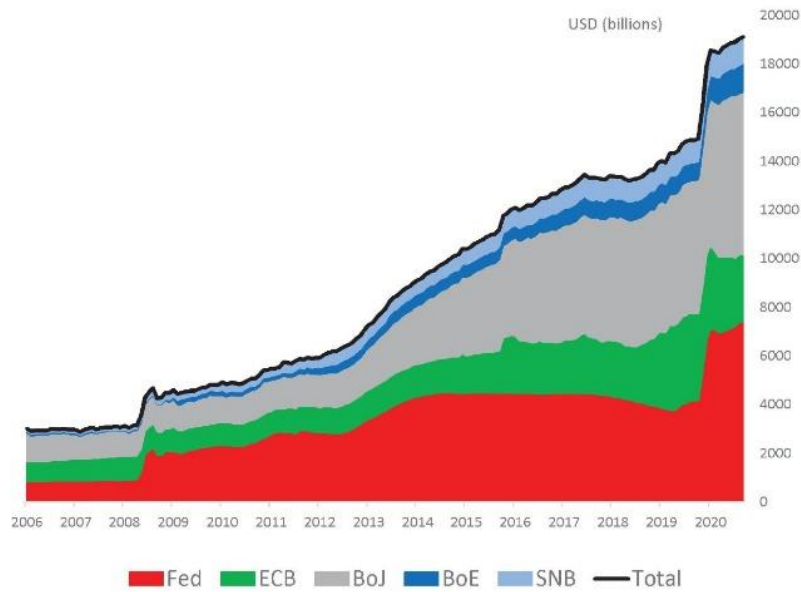


Figura 3 – Andamento delle previsioni di inflazione per i 5 anni successivi rilevato dalla Federal Reserve confrontando i prezzi dei bond a interesse costante e quelli indicizzati all'inflazione.

Quello che ci pare di leggere è infatti soprattutto un interrogativo che ha a che fare con l'effetto che tutto quello che abbiamo sino a qui scritto (detto in breve, la ripresa economica) possa avere se messo insieme con la prevedibile euforia post pandemica e con la possibile immissione nel mercato reale del denaro che è stato accumulato lentamente in dieci anni (prima della pandemia) nelle riserve delle banche centrali e molto più velocemente durante la pandemia. A questo proposito ci possiamo concentrare sulla figura 4 che è presa da un recente studio della Bank of England.

Chart 8: Central Bank Balance Sheets

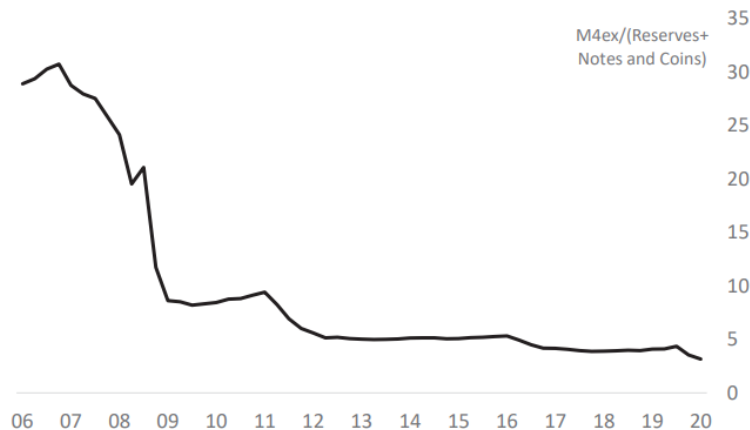


Source: Respective central banks and Bank calculations.

Figura 4 – Crescita dei bilanci delle principali banche centrali. Fonte: Bank of England.

Se la figura non è altro che la rappresentazione della massa di moneta stampata dalle banche centrali (narrow money)², è interessante notare il confronto che il report stesso mette in evidenza tra la crescita di questo medesimo aggregato monetario che è aumentato nei dieci anni prima della pandemia del 150% (a questo numero si dovrà andare ad aggiungere quello del 2020) a fronte di una crescita della spesa mondiale (nel medesimo periodo) solo del 50%. Insomma, lo stimolo monetario delle banche centrali nel periodo pre-pandemico era stato speso per appena 1/3 rispetto alla crescita di moneta iniettata. Non solo, ma il medesimo stimolo del 150%, parliamo ora di UK, aveva fatto crescere la moneta prestata (commercial money) appena dell'85%. Ancora più chiaro è il grafico di figura 5 che mostra il rapporto tra l'offerta complessiva di moneta (i soldi realmente prestati) e la narrow money dal 2008 ad oggi.

Chart 9: Ratio of Broad Money to Narrow



Source: Bank of England and Bank calculations.

Figura 5 – Confronto tra offerta di moneta e “narrow money” negli ultimi 15 anni. Fonte: Bank of England.

² La cosiddetta narrow money è data dalla somma della moneta liquida (banconote e monete metalliche) e dai depositi delle banche commerciali presso la banca centrale.

Cercando di riassumere, sino al 2019, ne abbiamo parlato del resto riverse volte nei report precedenti, la moneta creata dalle banche centrali non si è “trasformata” in altrettanta spesa e prestiti alle famiglie e alle banche. Cosa potrà succedere ora di fronte a una crescita economica, agli stimoli USA e all’euforia (comprensibile) post pandemica e al picco di liquidità ulteriore del 2020 e che sta proseguendo nel 2021? È possibile che buona parte di quel denaro finisca finalmente in circolo, e questa è una notizia positiva, ma il fatto che gli effetti sull’inflazione possano essere ben maggiori di quelli che si leggono oggi nelle aspettative è il vero cigno nero che qualcuno teme, come risultato del mix tra il più lungo esperimento di allentamento monetario della storia e l’uscita (che potrebbe essere impetuosa in termini di crescita) dalla più breve (oltre che anomala per le cause che l’hanno scatenata) recessione dei tempi recenti.

Nonostante le previsioni di forte crescita economica e di sensibile (ma per ora accettabile) aumento dei prezzi, la Federal Reserve non ha dato alcun segnale di voler modificare le proprie politiche monetarie, né quelle riguardo gli acquisti di titoli, tanto meno quelle sui tassi di interesse e l’ultima riunione del FOMC ha messo in evidenza un’opinione dei membri del board che questi staranno fermi almeno sino al 2023.

A smuovere le acque ci hanno pensato allora i compratori (anzi i venditori) di titoli di debito USA sulle scadenze lunghe che hanno fatto salire il tasso di rendimento del decennale sino al 1,7% rispetto ai minimi dello 0,5% toccati nel mese di agosto (come mostrato in figura 6). Nella realtà i rendimenti decennali si trovano a valori ancora inferiori a quelli dell’inizio del 2020, quando già erano in discesa rispetto ai massimi del 2018, la preoccupazione più grande pare però arrivare dal confronto con il mercato azionario. Ecco allora che a partire dal mese di febbraio si sono susseguite sui diversi spazi di informazione finanziaria i più svariati esercizi di calcolo del rapporto tra rendimento delle azioni (rappresentato dal price earning dei principali indici o da diverse varianti via via utilizzate³) e il rendimento del decennale stesso al fine di definire quale fosse il minimo valore accettabile di differenza tra i due prima di assistere a un crollo dei mercati azionari. Il ragionamento si basa sull’assunto che i mercati azionari che presentano una elevata dose di rischio, siano in naturale concorrenza con il mercato degli asset “risk free” per eccellenza e cioè quello dei treasury USA.



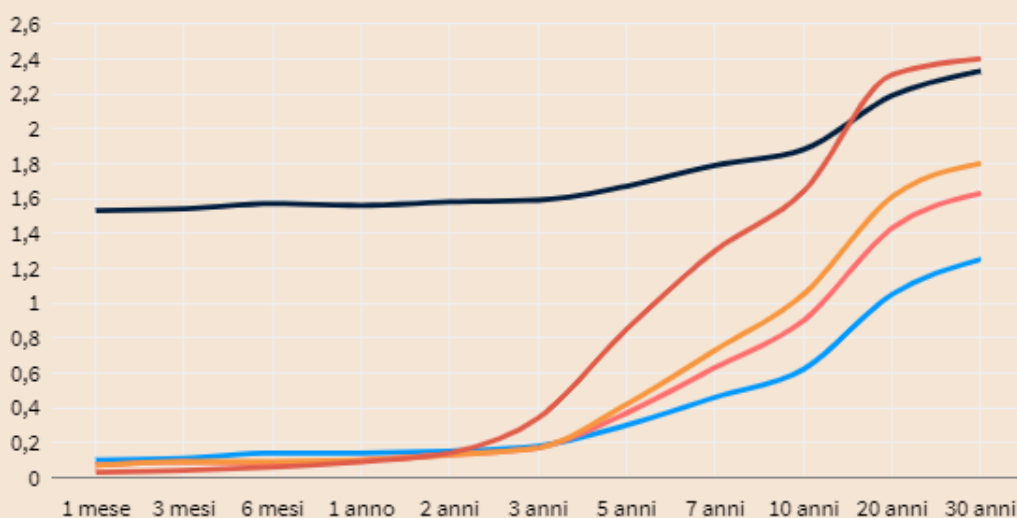
Figura 6 – Andamento del rendimento del treasury decennale.

³ Uno di quelli utilizzati è il cosiddetto P/E forward che tiene conto delle aspettative future di earning delle azioni.

LA CURVA DEI RENDIMENTI DAL 2020

Dati in percentuale

02/01/2020 27/07/2020 14/12/2020 25/01/2021 12/03/2021



Fonte: U.S. Department of the Treasury

A Flourish chart

Figura 7 – Andamento dei rendimenti dei Treasury sulle diverse scadenze. Fonte: Il sole 24 ore.

Senza entrare nel dettaglio della differenza di rendimento “limite” proposta dai diversi advisor (peraltro nei medesimi giorni qualcuno parlava di un crollo imminente dei mercati e altri invece dicevano che nulla c’era di cui preoccuparsi), a prova del fatto che la preoccupazione fosse reale (e lo è tutt’ora), prima dell’ultima riunione della Federal Reserve a marzo, si sono create forti le aspettative per il possibile annuncio della cosiddetta YCC policy, cioè il controllo della curva dei rendimenti.

Il controllo della curva dei rendimenti (yield curve control), di cui la Fed parla in realtà da quasi un anno, è una politica monetaria attuata dalla banca centrale volta a controllare non solo i tassi a brevissimo come fa normalmente, ma anche le scadenze successive e mantenendo i rendimenti attorno al limite fissato con acquisti (o vendite) di titoli obbligazionari della durata che si vuole controllare. I casi che vengono citati sono quelli degli USA nel periodo post-bellico (politica durata quasi 10 anni e poi sospesa per l’eccesso di inflazione che aveva creato), quello australiano (che ha avviato dallo scorso anno una politica di controllo dei tassi a 3 anni), ma soprattutto quella del Giappone, che ha inaugurato tale politica di controllo nel 2016, operando sul tasso a 10 anni e mantenendolo vicino allo 0 (ma questa volta senza sortire alcuno degli effetti espansivi auspicati).

Per tornare all’ultima riunione della Fed per ora è importante solo dire che nulla è successo e il controllo della curva dei rendimenti è sino ad ora stato escluso, pur ribadendo il fatto che potrebbe essere una delle opzioni della Fed per impedire che i tassi a lungo crescano troppo.

Anche in questo caso tutto, pare, per ora sotto controllo, ma si sa che così come le previsioni di inflazione possono rapidamente cambiare, anche i puntini scritti sul dot plot della Fed (ne parleremo in seguito) possono essere rapidamente spostati qualora il cigno nero di cui sopra dovesse bussare alla porta.

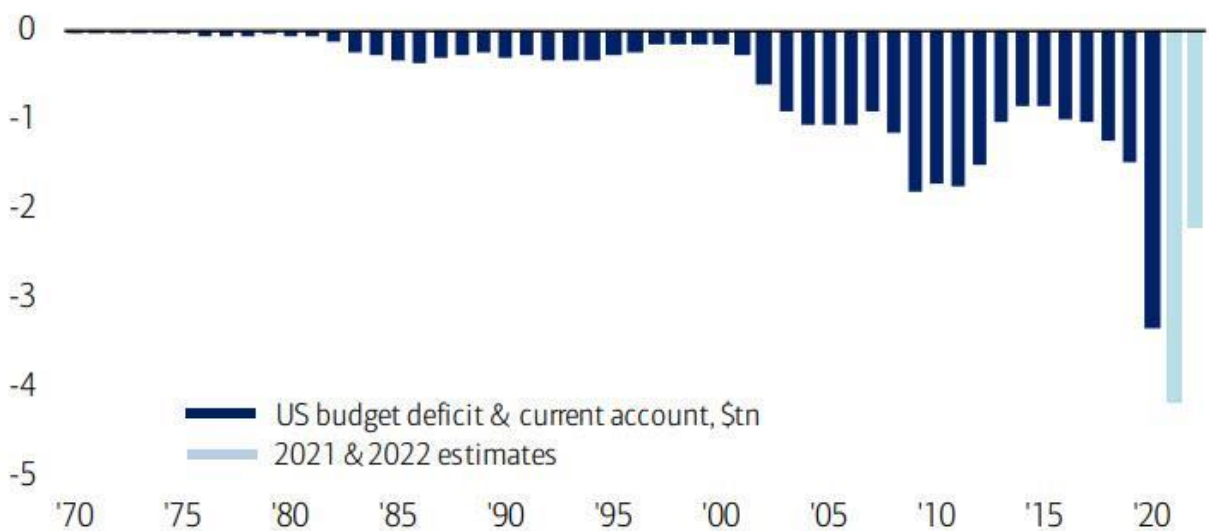
I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina

Stati Uniti

Un recente report della Bank of America ha mostrato l'evoluzione del "twin deficit" USA col grafico che riportiamo in figura 9 intitolandolo "sonnambulismo verso la bancarotta". Il Twin deficit non è altro che la somma del deficit governativo e di quello delle partite correnti (current account). Nel 2020 il dato ha raggiunto i massimi storici anche se questo è stato dovuto più alla componente di deficit governativo che a quello delle partite correnti che pur è cresciuto, ma ben lontano dai massimi che si toccarono nel 2006, come mostrato in figura 10.

Chart 2: Sleepwalking to bankruptcy...the US "Twin Deficits"

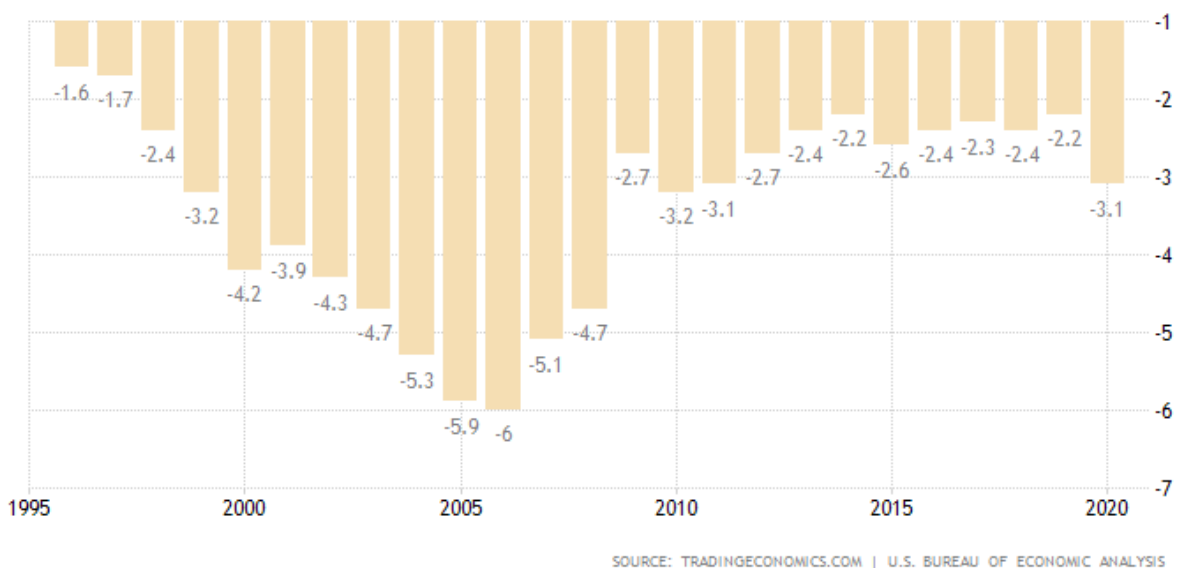
US fiscal deficit and current account, US\$ trillion (does not include future infrastructure stimulus)



Source: BofA Global Investment Strategy, BofA Research, Bloomberg

BoFA GLOBAL RESEARCH

Figura 9 – Somma del deficit annuo governativo e del deficit di current account (conto corrente) in USA, definito "twin deficit".



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS

Figura 10 – Andamento del deficit di current account USA rispetto al PIL.

Nel grafico di figura 9 sono incluse le proiezioni di crescita del twin deficit per i 2 anni successivi che, come si vede, potrebbe toccare il picco nel 2021 in cui peserà l'ulteriore piano di stimoli di 1,9 trilioni recentemente approvato dal congresso la cui composizione è mostrata in figura 11 e da cui si può apprezzare come una parte importante sia composta da erogazioni dirette alle famiglie e crescita delle indennità di disoccupazione. A questo si potrebbero andare ad aggiungere parte dei 2000 miliardi che la presidenza Biden ha annunciato alla fine del mese di marzo definito America Jobs Plan, che dovrebbe (se approvato) implicare, nel corso di diversi anni, parecchi investimenti in campo infrastrutturale, solo in parte coperti con un aumento delle tasse.

Sul tema dell'indebitamento USA e della posizione verso l'estero tratteremo abbondantemente nel nostro report sul loro sistema finanziario che è stato pubblicato come supplemento a questo numero, qui è invece importante rilevare che le misure di stimolo adottate dal governo, insieme alla ripresa economica che era già iniziata nell'ultima metà del 2020, hanno portato la Federal Reserve, a seguito dell'ultima riunione di marzo, ad innalzare le previsioni di crescita del PIL al 6,5% (rispetto al 4,2% della previsione precedente).

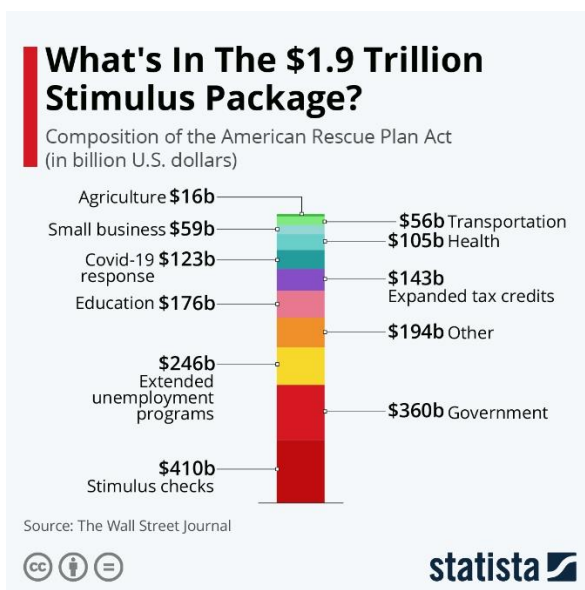


Figura 11 – Dettaglio dello stimolo fiscale USA approvato a marzo.

Che l'attività economica in USA sia in ripresa, del resto, lo evidenzia anche il più importante indicatore del settore manifatturiero, ISM Manufacturing PMI che è tornato ai valori massimi del 2018 (figura 12). È bene evidenziare come questo indicatore derivi però esclusivamente da questionari sottoposti ai responsabili acquisti di 300 aziende e registri lo stato del settore manifatturiero sulla base di diversi indicatori, come gli ordini previsti, la produzione, le scorte di magazzino e le previsioni di occupazione dell'azienda. Passando dai questionari ai dati reali, i numeri sono invece sino ad ora ben diversi e la produzione industriale in USA nel mese di febbraio (ultimo dato rilevato) è ancora in contrazione del 4,2% rispetto al medesimo mese del 2020 (si veda figura 13).

Ancora elevato è il tasso di disoccupazione, il dato di marzo lo rilevava al 6,2% e guardando al numero degli occupati essi sono il 57,8% rispetto al 61% del febbraio 2020 (figura 14). Significativo a questo proposito è stato il commento di Jerome Powell il 10 febbraio scorso all'Economic Club di New York, che è arrivato a dire che il dato di disoccupazione rilevata è poco realistico e nel paese mancano ancora 10 milioni di posti di lavoro rispetto al periodo precedente la pandemia e la Federal Reserve non cambierà le sue politiche monetarie sino a che il gap non sarà recuperato.



Figura 12 – Andamento indice ISM PMI Manufacturing USA.

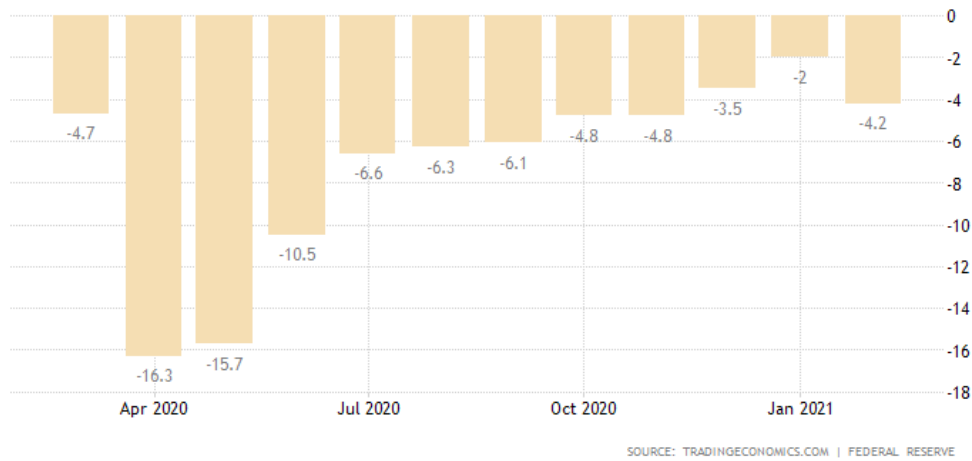


Figura 13 – Andamento produzione industriale USA (dato mese su mese).

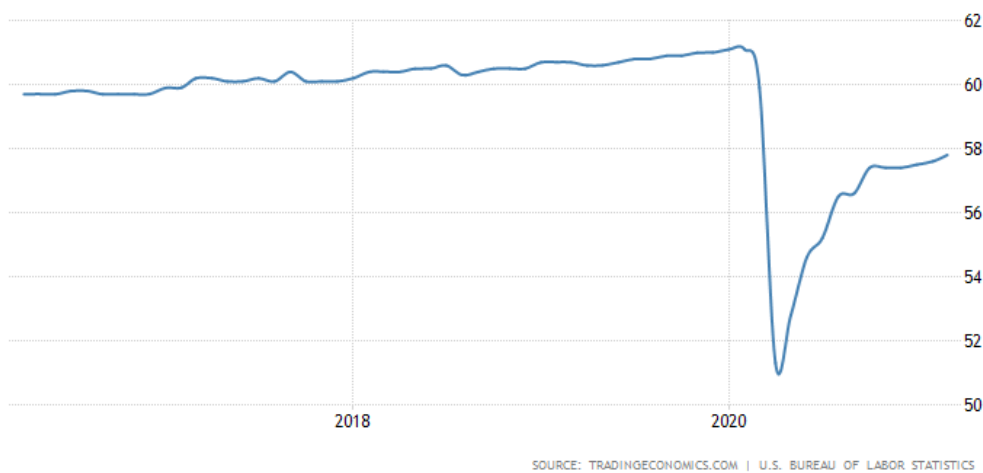


Figura 14 – Andamento degli occupati in USA.

Sulle intenzioni della Fed rispetto alla eventuale modifica delle politiche accomodanti in corso, del resto, dubbi non ne erano comunque emersi già prima, con la Fed che in ogni comunicazione, in sedi ufficiali o meno che fossero, ha continuato a ribadire che il QE continuerà ancora a lungo ed eventuali modifiche in

proposito verranno comunicate con largo anticipo e faranno seguito a concreti risultati (risultati e non previsioni) sul piano economico, dell'inflazione e dell'occupazione.

Riguardo i tassi di interesse è sufficiente guardare all'ultima riunione del FOMC di marzo. L'ultimo "dot plot"⁴ rilasciato evidenzia come tutti i membri che hanno espresso una indicazione (18) prevedano tassi invariati nel 2021 e sino al 2023 la maggioranza di loro continui a vederli nel range tra 0 e 0,25%. Stando alle attuali previsioni i tassi potrebbero variare solo a partire dal 2024 (figura 15). A seguito della medesima riunione Powell ha affermato che al momento il debito USA è sostenibile e non esistono rischi di instabilità finanziaria e pur escludendo al momento il controllo della curva dei rendimenti (se ne è parlato sopra) ha detto che la Fed sta prestando attenzione alla parte più lunga della curva e la salita dei rendimenti decennali è frutto del fatto che ci sono aspettative positive di crescita economica.

For release at 2:00 p.m., EDT, March 17, 2021

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

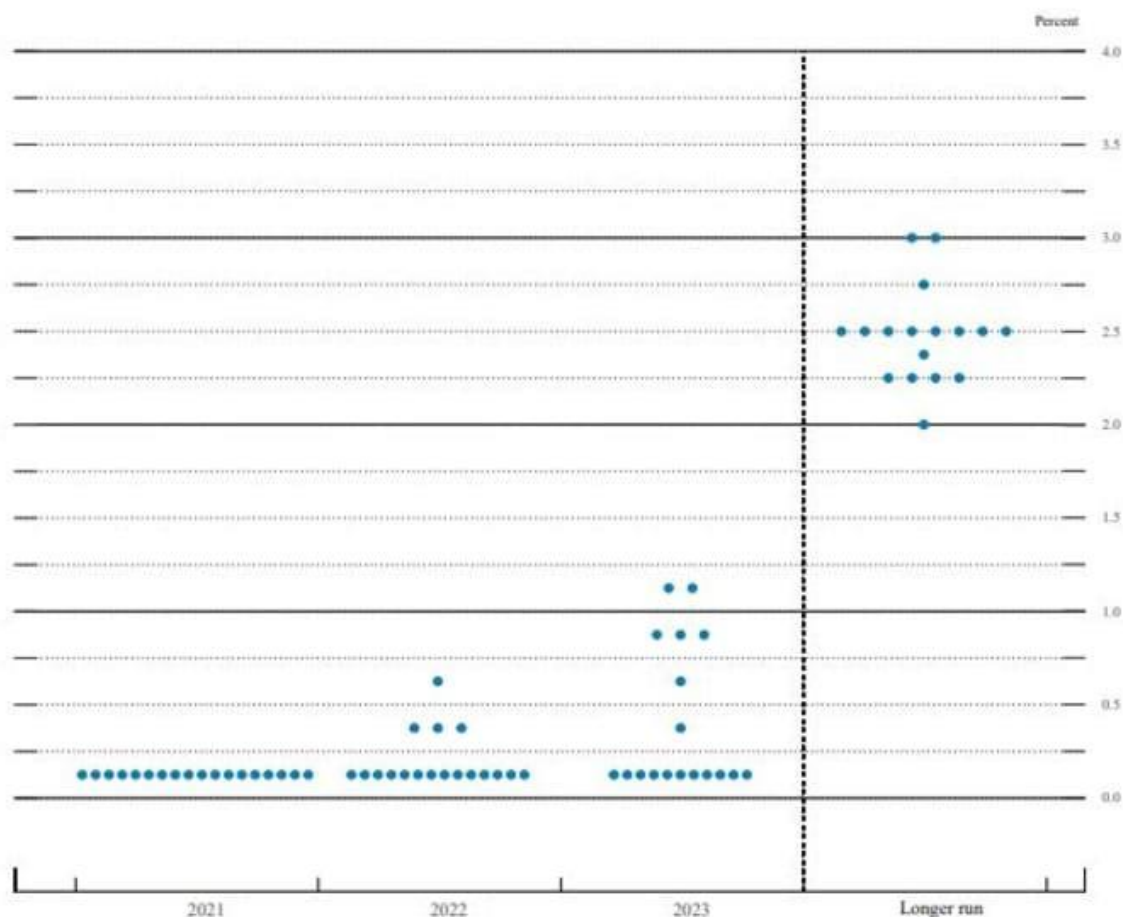


Figura 15 – Dot plot rilasciato a seguito dell'ultima riunione del FOMC di marzo.

4 Nel cosiddetto "dot plot", tramite dei puntini, i membri del Board of Governors della Fed indicano, per i tre anni successivi, le loro aspettative riguardo il range in cui si troveranno i Fed funds rate. Oltre a questo, vengono indicate anche le aspettative di lungo periodo che riguardano il picco di tasso che i membri si attendono nel momento in cui la politica monetaria della banca centrale sarà normalizzata (e quindi verranno meno le manovre espansive in corso).

Sempre nel mese di marzo la Federal Reserve ha comunicato che dal 1° aprile 2021 terminerà per le banche l'esenzione dei treasury nel conteggio della loro leva finanziaria, la cosiddetta supplementary leveredged ratio. In base a tale esenzione, che era stata annunciata nel mese di aprile 2020, le banche potevano acquistare asset considerati risk free come i treasuries, senza che questo venisse conteggiato nella loro leva finanziaria. Se da un lato l'intenzione è quella di cercare di destinare il denaro delle banche maggiormente a prestiti all'economia reale (piuttosto che all'acquisto di debito del governo), dall'altro l'effetto potrebbe essere una ulteriore crescita dei tassi a lungo periodo dovuto all'effetto delle vendite delle banche dei treasury medesimi.

Quasi a titolo di compensazione, Powell ha annunciato che dopo il 30 giugno potrebbe essere sospeso il divieto di buy backs da parte delle banche stesse insieme ai limiti che erano stati loro imposti alla distribuzione dei dividendi.

Europa

A febbraio la commissione europea ha aggiornato le previsioni di crescita economica per il 2021 e il 2022 che anticipano una crescita complessiva del 3,8%, numero che non si vedeva dagli anni che hanno preceduto la crisi dei mutui subprime (si veda in proposito la figura 16). Nonostante la prosecuzione della pandemia e il ritardo della campagna vaccinale, i dati dei principali indicatori economici sin qui rilasciati sono apparentemente incoraggianti. Analogamente a quanto detto per gli USA è però opportuno rilevare che si parla sino ad ora prevalentemente di aspettative e di dati che rilevano una possibile crescita futura come quelli sul PMI manufacturing (in figura 17 allegiamo quelli con cifre record dell'intera eurozona e della Germania). Se invece si guarda a quelli che rilevano i dati reali dell'economia ci troviamo analogamente a numeri non ancora entusiasmanti sulla produzione industriale mostrati in figura 18 e non buoni dal punto di vista delle vendite al dettaglio (pur giustificati dalle chiusure di attività di vendita al dettaglio ancora in corso) e della fiducia dei consumatori (mostrati in figura 19).

	2020	2021	2022
Belgium	-6.2	3.9	3.1
Germany	-5.0	3.2	3.1
Estonia	-2.9	2.6	3.8
Ireland	3.0	3.4	3.5
Greece	-10.0	3.5	5.0
Spain	-11.0	5.6	5.3
France	-8.3	5.5	4.4
Italy	-8.8	3.4	3.5
Cyprus	-5.8	3.2	3.1
Latvia	-3.5	3.5	3.1
Lithuania	-0.9	2.2	3.1
Luxembourg	-3.1	3.2	4.3
Malta	-9.0	4.5	5.4
Netherlands	-4.1	1.8	3.0
Austria	-7.4	2.0	5.1
Portugal	-7.6	4.1	4.3
Slovenia	-6.2	4.7	5.2
Slovakia	-5.9	4.0	5.4
Finland	-3.1	2.8	2.0
Euro area	-6.8	3.8	3.8

Figura 16 – Ultime previsioni rilasciate dalla commissione europea sulla crescita del PIL dell'eurozona per il 2021 e 2022.

Le prospettive della (auspicata) crescita economica hanno, anche in Europa, sollevato qualche preoccupazione per le prospettive di inflazione. I primi a porre il problema sono stati, come prevedibile, i

tedeschi e già nel mese di febbraio il governatore della Bundesbank Jens Weidmann si è detto allarmato per una inflazione che a suo dire, arriverà al 3% a fine anno. I dati reali di marzo hanno registrato un dato dell'1,7% (2% se si considera il dato armonizzato UE), in crescita rispetto all'1,3% del mese precedente. Riguardo la politica monetaria, la BCE ha comunicato che il passo di acquisti del piano pandemico PEPP potrebbe accelerare, pur nell'ambito della cifra complessiva a suo tempo stabilita di 1850 miliardi di euro. I tassi di interesse di riferimento sono rimasti, ovviamente, immutati.

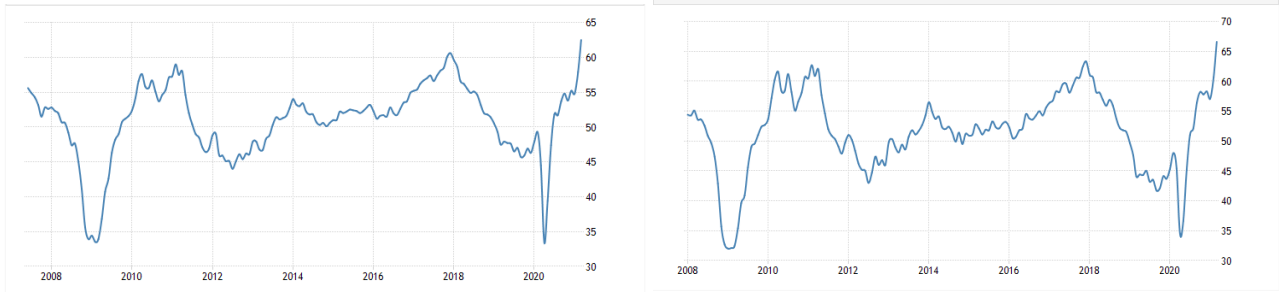


Figura 17 – Andamento indice Manufacturing PMI della Zona Euro (a sinistra) e della Germania (a destra)

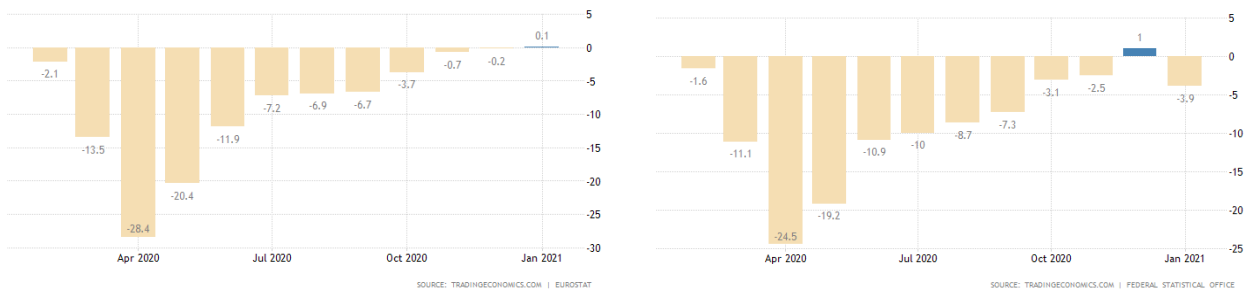


Figura 18 – Andamento della produzione industriale della Zona Euro (a sinistra) e della Germania (a destra)

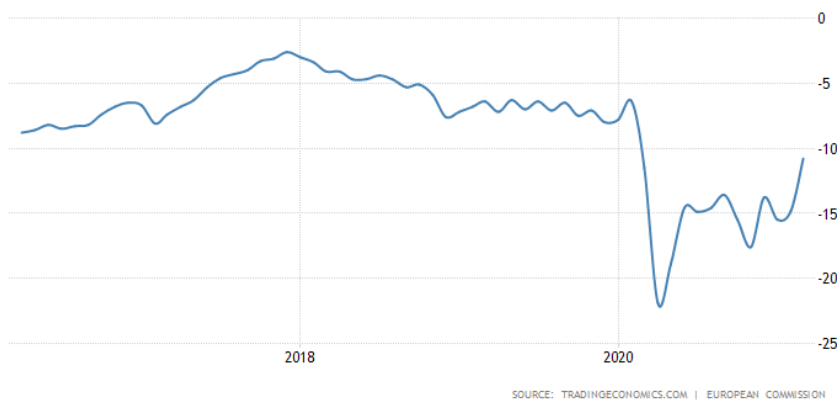


Figura 19 – Fiducia dei consumatori nella zona Euro.

Cina

In un report governativo del suo Premier Li Keqiang, nel mese di marzo la Cina ha comunicato gli obiettivi economici del paese per il 2021. Secondo le aspettative il PIL crescerà del 6%, passo che sostanzialmente riprende quello interrotto dalla crisi pandemica, dato che la crescita fu la medesima nel 2019. Il 2020 pur si è chiuso con un risultato che, unico tra le grandi economie, rimane positivo del 2,3%. Tra gli altri target definiti dal governo, un livello del 5,5% di disoccupazione urbana (nel 2020 è stato del 5,6%) e la creazione nelle medesime aree di 11 milioni di posti di lavoro, evidentemente da raggiungere attraverso la migrazione dalle aree agricole. In leggera crescita, ma sotto controllo, è prevista l'inflazione, al 3% rispetto al 2,5% del 2020.

E' bene ricordare come nel medesimo mese di marzo sia stato approvato il piano quinquennale 2021 – 2025, i cui contenuti sono stati anticipati nell'ottobre scorso, con la definizione della strategia della doppia circolazione, che sancisce una ridefinizione degli obiettivi economici, più orientati verso l'interno che verso le esportazioni e la creazione di surplus commerciale, puntando invece soprattutto su maggiori investimenti finalizzati ad ottenere l'indipendenza tecnologica oltre che un aumento del tenore di vita della popolazione e la crescita della classe media. Ne abbiamo già parlato nel nostro nono report.

Coerentemente con questa impostazione il report governativo comunicato da Li Keqiang parla esplicitamente di un "sostanziale equilibrio della bilancia dei pagamenti" che bisognerà vedere se sarà confermato dai numeri reali di fine anno, dato che sarebbe la prima volta che ciò accade. È opportuno dire che tale direzione era in parte in divenire da alcuni anni, con una progressiva riduzione del surplus cinese (valutato rispetto al PIL) che nel 2007 arrivò a superare il 10% a fronte di un 2,1% stimato dall'IFO per il 2020. A seguito di questo dato, secondo le stime del medesimo istituto tedesco, nel 2020 la Cina ha per la prima volta superato, in valore assoluto, anche il surplus della Germania. C'è da dire infatti che l'anno pandemico ha costituito per la Cina un dato record del suo surplus in valore assoluto che pur, se confrontato rispetto al PIL, non si discosta molto dalla media degli ultimi anni (come mostrato in figura 20).

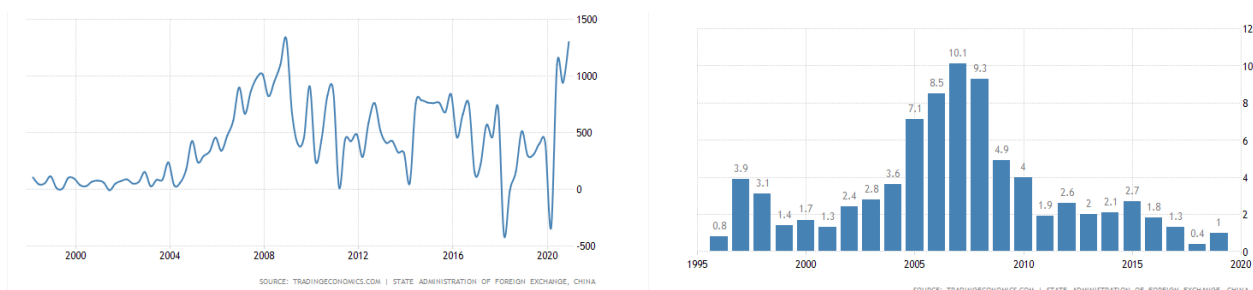


Figura 20 – Andamento dei current account della Cina in valore assoluto (a sinistra) e rispetto al PIL (a destra). Il dato ufficiale del 2020 non è ancora presente ma stimato intorno al +2%.

Un altro dato interessante da rilevare riguarda gli investimenti diretti dall'estero (Foreign direct investment, FDI) che sono pesantemente diminuiti nel 2020 per quasi tutti i paesi, secondo un report pubblicato a febbraio dall' UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) con la sola eccezione, in termini di flusso di investimenti in entrata, tra quelli analizzati, di India (+13%) e Cina (+4%) che supera quindi gli Usa come il principale paese meta di investimenti esteri (era al secondo posto nell'anno precedente).

Figure 3. Changes in 2020 FDI inflows for selected top 2019 recipient economies (Per cent)

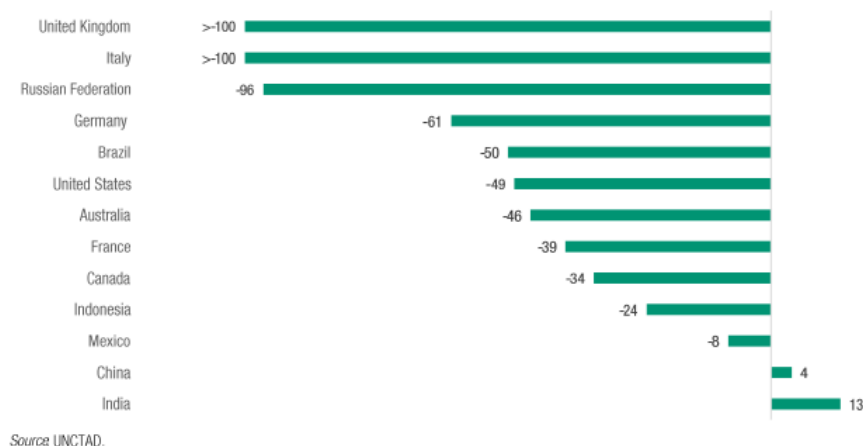


Figura 21 – Andamento dei flussi in ingresso degli investimenti diretti dall'estero (FDI) nel 2020 nei paesi oggetto di analisi del report dell'UNCTAD.

Sul fronte più prettamente finanziario da registrare una certa turbolenza sui mercati azionari tra la seconda metà del mese di febbraio e marzo in cui gli indici sono arrivati a perdere sino al 10% rispetto ai massimi di febbraio e a poco sono serviti gli interventi di alcuni fondi statali con pesanti acquisti per sostenerli.

Nel frattempo, continua a crescere il debito complessivo del paese che secondo le stime della Banca di Finlandia in un suo recente report⁵ ha raggiunto il 280% del PIL (rispetto al 255% del 2019), come mostrato in figura 22. Segnaliamo anche che nel 2020 l'afflusso di capitali esteri per l'acquisto di bond cinesi ha raggiunto la cifra record di 186 miliardi di dollari. Sono chiaramente poca cosa rispetto al totale del mercato interno che ammonta a circa 16.000 miliardi di dollari, ma l'apertura della Cina al mercato internazionale dei capitali è ancora all'inizio e la quota di bond cinesi detenuti da stranieri costituisce attualmente poco più del 3,3% della capitalizzazione complessiva del mercato del paese. L'approvvigionamento di denaro da parte di questo paese (ne abbiamo abbondantemente parlato nel nostro precedente report⁶), che sembra poter fare a meno di ingenti flussi di capitale finanziario dall'estero, pare ancora in buona misura "fatto in casa" (almeno per il momento).

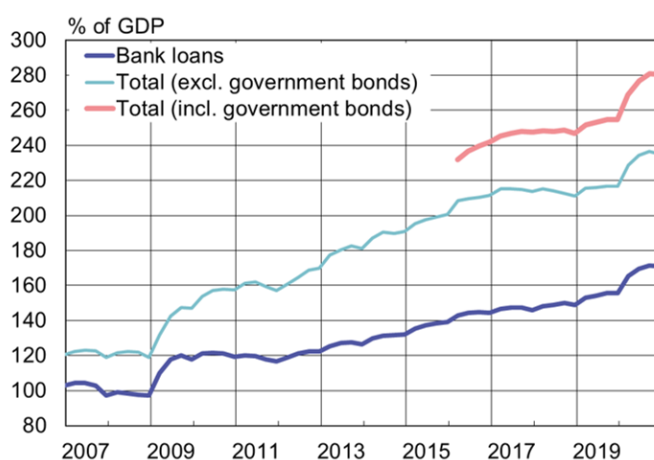


Figura 22 – Crescita del debito complessivo della Cina secondo le stime BOFIT.

Conclusioni

Lo scenario di uscita dal ciclo recessivo iniziato un anno fa è piuttosto anomalo e presenta alcuni elementi di rischio a causa di due ragioni prevalenti. La prima è che la recessione è stata avviata da uno shock esogeno di tipo pandemico, la seconda è invece endogena al sistema finanziario.

Solo guardando quello che è stato fatto dalle banche centrali dal 2009 ad oggi (sui tassi di interesse, ma soprattutto sugli acquisti di titoli e la conseguente iniezione di liquidità) è possibile spiegare il valore degli indici di borsa e l'euforia che in questo mercato si è diffusa già poche settimane dopo lo scoppio della pandemia e l'immediato crollo dei mercati che ad essa era seguito. Gli stessi (temuti) effetti delle politiche monetarie (sommata alla rapida ripresa economica e agli stimoli fiscali) sono a nostro parere i principali responsabili dei timori che sono circolati dal mese di febbraio e marzo e che hanno dato una scossa (seppur temporanea) a qualcuno degli indici delle borse mondiali (come il Nasdaq e quelli di alcuni paesi emergenti). Rimane da chiedersi quanto tali timori siano giustificati, ma l'unica reale risposta è che nessuno è in grado di stimarli dato che ci troviamo, lo abbiamo appena detto, di fronte a una situazione che non ha precedenti in tempi recenti. Possiamo per ora limitarci a definire tre scenari alternativi che derivano dall'andamento da qui a fine anno dei fattori di cui si è detto in questo report.

⁵ https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2021/vw202104_3/

⁶ http://www.dirittofuturo.org/wp-content/uploads/2021/01/OSFI_Scenario_di_finanza_internazionale_n_9_dicembre_2020.pdf

Il primo scenario, il più ottimistico, è di una crescita economica che rientri nelle aspettative sopra esposte ed una inflazione che si mantiene sotto controllo. In questo caso, è abbastanza probabile che la Federal Reserve (che si era opportunamente preparata già dallo scorso anno modificando i suoi obiettivi di inflazione da puntuali a medi) possa accettare un picco inflattivo che dovesse spingersi per qualche tempo anche sino al 3% (nonostante le aspettative attuali e la narrazione verbale della Fed la stimino ben inferiore a questo dato). All'interno di questi termini se la crescita ulteriore dei tassi di lungo sarà inevitabile e potrà portare ad una pressione su una parte del debito corporate e magari ad un picco temporaneo di default di alcune aziende, nel complesso la crescita economica potrebbe compensarli, purché essa sia duratura e non si smorzi nell'arco di un paio di trimestri venuto meno l'effetto rimbalzo dovuto all'uscita dalla pandemia e agli stimoli fiscali che hanno destinato denaro direttamente alle famiglie. In questo scenario rimane comunque probabile una discesa delle borse che dovrebbe essere però compensata dai risultati delle aziende in crescita e rimanere dunque nell'ambito del rientro della bolla che al momento si è creata, ma senza particolari effetti di panico. Una certa dose di inflazione, oltre ad essere benefica per l'economia, aiuterebbe anche gli stati ad alleggerire una parte del proprio debito. La conseguenza ultima sarà il progressivo "deleveraging" con una riduzione degli acquisti di titoli e la fine della crescita dei bilanci delle banche centrali.

Il secondo, meno ottimistico, è che l'inflazione inizi a crescere al di sopra di limiti accettabili per la Fed e che essa si trovi quindi costretta ben prima del previsto 2024 ad iniziare ad alzare i tassi a breve con scenari del tutto imprevedibili sia sul sistema finanziario USA e sul loro debito (nelle varie forme, specie quello high yield delle imprese), sia per il resto del pianeta e soprattutto per i paesi emergenti che hanno in questi ultimi tempi accresciuto la loro esposizione debitoria in dollari, non ultimi sono in questo caso da considerare gli effetti del crollo conseguente dei mercati azionari e obbligazionari. Questa è una situazione che nel suo complesso rischia di portare il sistema, in un secondo momento e dopo l'iniziale euforia, al terzo scenario.

Il terzo scenario è quello di una crescita economica che non rispetta le attese e che si spegne a mano a mano che viene meno l'effetto "rimbalzo" dovuto all'uscita dalla pandemia e agli effetti fiscali. Questo implicherebbe una prosecuzione delle politiche monetarie delle banche centrali e della bolla finanziaria in atto. Di certo quest'ultimo è lo scenario peggiore e dagli esiti più imprevedibili, con conseguenze a lungo termine che potrebbero essere anche sistemiche. Se è difficile dire quali siano le probabilità che esso si verifichi, ciò su cui è opportuno riflettere è che l'unica cosa che lo può evitare è anche ciò che tutti paiono dare per scontato che avvenga, ma senza che al momento ce ne siano ancora risultati concreti in proposito (con l'esclusione della sola Cina) e cioè un robusto e duraturo rimbalzo a V dell'economia in tutto il pianeta.