

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE

RASSEGNA DEI PRINCIPALI FATTI DEL SECONDO TRIMESTRE, LA CRESCITA DELL'INFLAZIONE E LA "SCOMMESSA" DELLA FEDERAL RESERVE

di Alessandro Samorì

© 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

Cresce l'inflazione in USA, ma per ora non spaventa i mercati	5
I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina	9
Stati Uniti	9
Europa	11
Cina	12
Conclusioni	14

Cresce l'inflazione in USA, ma per ora non spaventa i mercati

Nello scorso report avevamo prefigurato, tra le possibilità, quella in cui a fronte di una conferma della crescita economica, lo scenario fosse però turbato da una crescita dell'inflazione al di sopra delle previsioni fatte dalle principali istituzioni (le banche centrali in primis) e dagli operatori finanziari. Possiamo dire che questa ipotesi è quella che più si avvicina a quanto è realmente successo nel trimestre appena trascorso, per lo meno negli Stati Uniti, paese in cui tale rischio, quello inflattivo, era considerato come più forte.

I dati che sono stati rilasciati in USA hanno visto, mese dopo mese, prezzi in crescita, per concludere con quelli del mese di maggio in cui il CPI (indice dei prezzi al consumo) ha registrato una crescita annualizzata del 5% e il dato di inflazione core del 3,8%, numero quest'ultimo che non si vedeva dagli anni '90. Anche l'indice delle spese al consumo personali (PCE) che è quello utilizzato dalla Federal Reserve, ha fatto registrare nel mese di maggio un dato del 3,4% ben superiore al 2% (medio) che la Banca Centrale ha indicato come target.

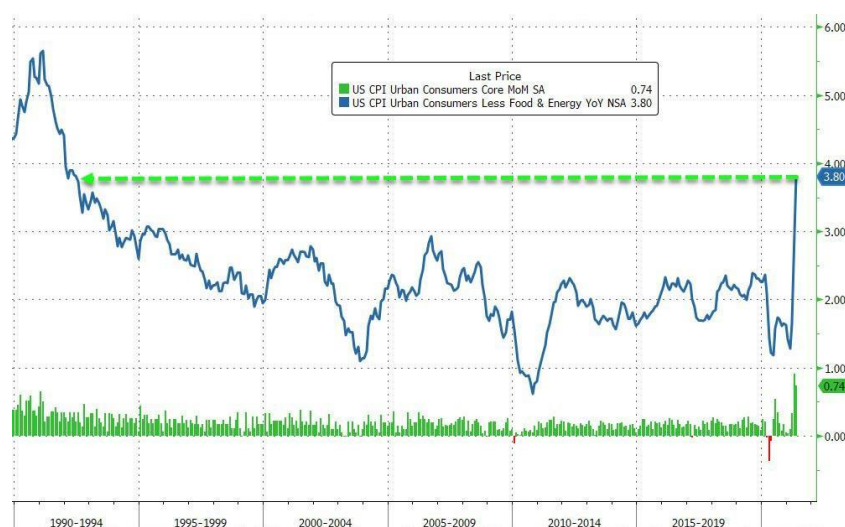


Figura 1 – Andamento dell'indice dei prezzi al consumo core (che esclude prezzi di generi alimentari ed energetici) in USA. Fonte: zerohedge.com

In crescita non solo i prezzi dei beni di consumo, ma anche quelli dei prezzi alla produzione che in USA hanno fatto registrare nel mese di maggio un aumento del 6,6%, numeri che non si vedevano dal 2008. L'indice CRB, che registra l'andamento di un paniere pesato di materie prime, ha continuato la sua corsa e si trova ai livelli del luglio 2015 e va letto insieme al picco dei prezzi dei trasporti merci, che evidenziano come la salita dei prezzi sul lato della produzione sia una risposta al sovraccarico di domanda che ha fatto seguito al precedente calo dovuto alla crisi pandemica.

Tornando agli USA, è necessario evidenziare anche il movimento del mercato immobiliare (i cui prezzi, è bene ricordarlo, non sono compresi all'interno degli indici di inflazione utilizzati) che continua a far registrare crescite elevate. In figura 2 si può apprezzare la salita dell'indice S&P Case – Shiller che si basa sull'analisi fatta nelle principali aree metropolitane sui prezzi delle abitazioni. Se la crescita dai minimi del 2009 non è ancora paragonabile a quella che c'era stata negli anni precedenti la bolla dei subprime, è indubbio che i dati degli ultimi mesi (+14% nel mese di aprile rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente) sono significativi nell'evidenziare l'accelerazione dei prezzi del mercato abitativo.

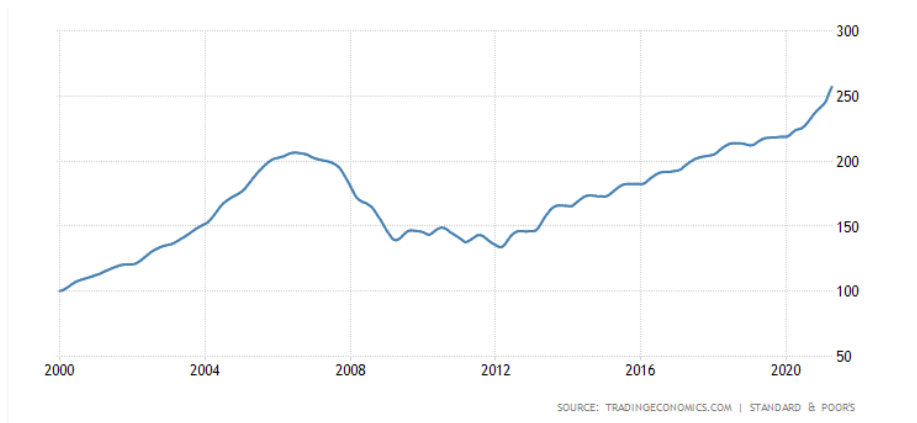


Figura 2 – Andamento dell’indice S&P Case-Shiller che registra l’andamento dei prezzi delle abitazioni nelle principali aree metropolitane in USA. La base dell’indice è 100 che coincide con il valore del 2000.

Allargando lo sguardo al resto del mondo si può però notare come, almeno per ora, se l’inflazione ha rialzato la testa un po’ ovunque, gli eccessi degli USA sono un fenomeno isolato. A tal proposito è utile menzionare i dati della zona euro (1% l’inflazione core, 2% quella complessiva) Giappone (dove l’inflazione complessiva del mese di maggio è risultata addirittura negativa: -0,1%) e Cina (1,3% e 0,95% quella core), dove per il momento quello che sta succedendo è ancora ben inferiore ai target delle banche centrali (UE e Giappone) e a quelli delle previsioni governative (Cina).

Rimane dunque, sul fronte dell’inflazione, da concentrarsi sugli USA con una finalità (che è di questo report) di valutare i possibili effetti finanziari di quanto sta succedendo a livello economico. Durante la riunione del FOMC del mese di marzo, la Federal Reserve aveva confermato di credere nella sua “scommessa” con la quale si sta giocando, non solo una fetta della propria credibilità, ma anche mettendo in cantiere, qualora le cose non andassero come previsto, grossi rischi per la stabilità finanziaria del paese e, di conseguenza, dell’intero pianeta. Infatti, non solo allora le previsioni di inflazione della Fed stavano ampiamente all’interno del range di accettabilità (2,2% era la previsione di PCE core), ma buona parte del board non vedeva alcun rialzo dei tassi di interesse sino al 2024. Negli ultimi tre mesi i dati dei prezzi realmente registrati (ne abbiamo detto sopra) sono fortemente cresciuti, portando nell’ultimo FOMC la Federal Reserve, non solo a adeguare le proprie previsioni di PCE core al 3%, ma anche ad iniziare ad anticipare le proprie previsioni di rialzo dei tassi al 2023.

Se avessimo conosciuto questi numeri tre mesi fa, si sarebbe potuta immaginare una diffusione di panico a 360° sui mercati finanziari, riscontrabile con un crollo del mercato azionario e di quello obbligazionario (a seguito della salita dei rendimenti attesi); mercati che, lo sappiamo, hanno vissuto in questi anni di iniezioni di liquidità e di bassi tassi. Ancora maggiore, avremmo detto, avrebbe dovuto essere l’effetto sul debito a più alto rischio (high yield) i cui rendimenti nel mese di marzo avevano toccato ancora nuovi minimi (prezzando quindi un livello di rischio molto basso).

Nella realtà, sino ad ora, nulla di tutto ciò è accaduto. I mercati azionari continuano a salire senza sosta e i rendimenti dei titoli obbligazionari decennali, che nel mese di febbraio e marzo avevano innescato un breve periodo di vendite nell’azionario a seguito della salita sino a quasi 1,8%, si trovano ora sotto 1,5%. Anche il rendimento dei bond high yield è tornato ai minimi storici, come mostrato per quelli con rating CCC (figura 3).

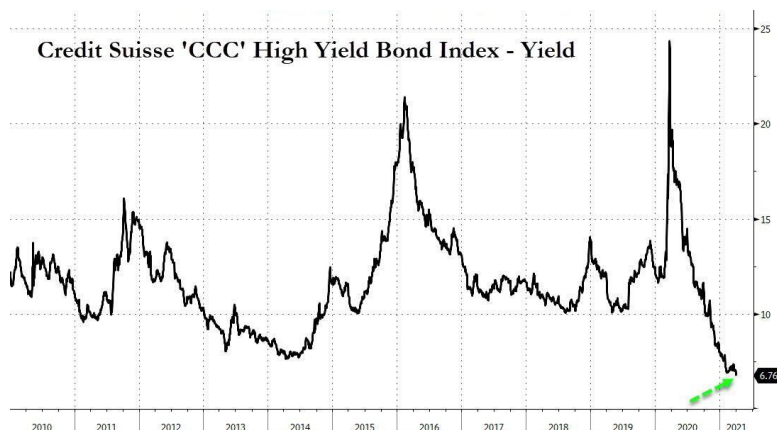


Figura 3 – Andamento del rendimento delle obbligazioni con rating CCC secondo l'indice elaborato da Credit Suisse.

La spiegazione di quanto sta succedendo è solo una, chi investe al momento non crede in un perdurare dell'inflazione nei prossimi mesi e a dimostrazione di questo possiamo andare a guardare la curva delle aspettative di inflazione a 5 anni (figura 4). Questa curva viene elaborata confrontando i prezzi dei bond ad interesse costante e quelli indicizzati all'inflazione e mostra che chi compra titoli obbligazionari sconta una inflazione tra 5 anni non superiore al 2,2% con aspettative, peraltro, in calo negli ultimi 2 mesi. Insomma, pare che i mercati finanziari al momento credano al mantra che da alcuni mesi a questa parte ripete ossessivamente la Fed e cioè il fatto che il picco inflattivo è solo "temporaneo". È questa la parola magica che per il momento sta tenendo in piedi i prezzi di obbligazioni ed azioni. Ed è su questa parola, e sulla sua corrispondenza alla realtà che scopriremo solo nel futuro, che la Fed si gioca tutto. Un gioco, lo abbiamo detto, preparato da tempo, almeno dall'agosto del 2020, quando il target di inflazione passò da fisso a medio. Una media per il calcolo della quale, non a caso, nessun periodo è però stato indicato.

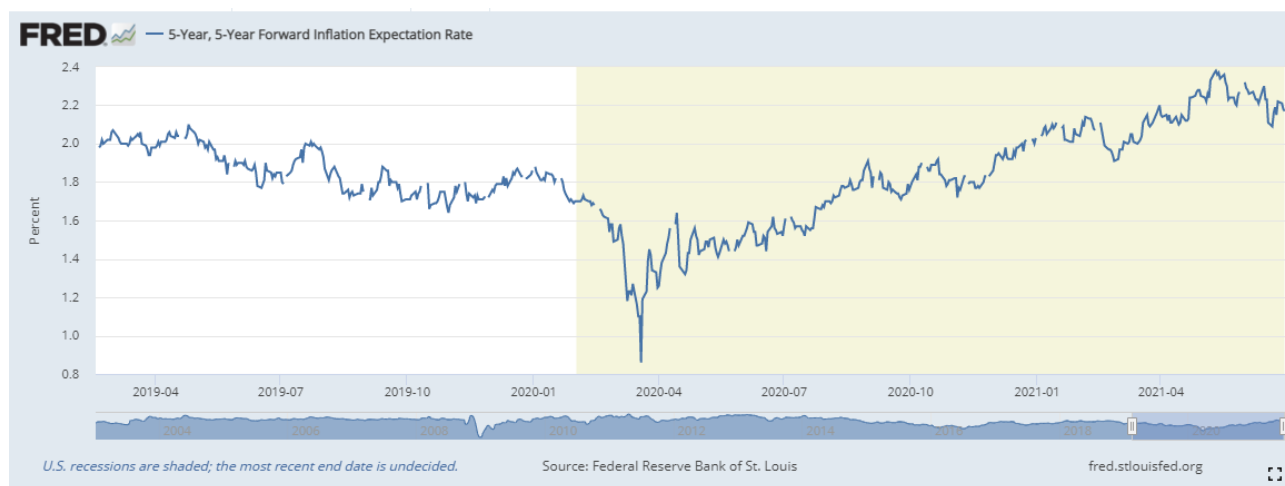
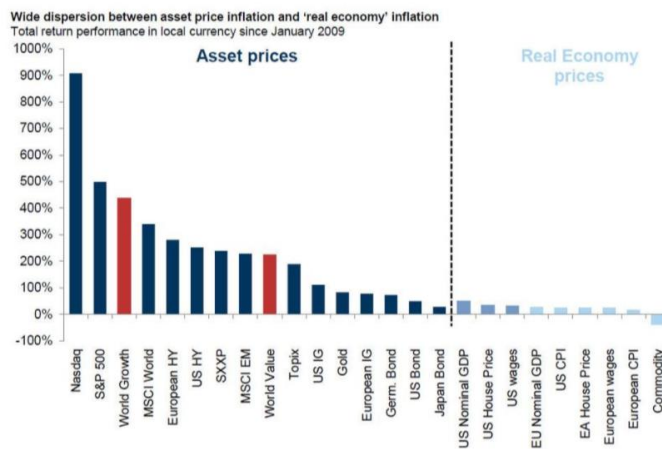


Figura 4 – andamento delle previsioni di inflazione per i 5 anni successivi rilevato dalla Federal Reserve confrontando i prezzi dei bond a interesse costante e quelli indicizzati all'inflazione.

Anche andando a guardare le ultime previsioni del mese di giugno, pur innalzando, come detto, quelle per il 2021, la Fed si dice fiduciosa per un ritorno nei ranghi nel 2022 in cui si prevede un PCE core al 2,1%.

Nel frattempo, vale la pena dare uno sguardo al grafico di figura 5 in cui si osserva la crescita degli asset finanziari dal 2009 ad oggi (a sinistra) a fronte di quella dell'economia reale (a destra). Crescita che va di pari passo con quella della distribuzione della ricchezza in poche mani, come mostrato nel grafico di figura 6, in cui parimenti si evidenzia come la riduzione delle medesime, disuguaglianze, sia negli ultimi decenni accaduta non sulla base di fenomeni di redistribuzione, ma come effetto della distruzione delle ricchezze accumulate in poche mani a seguito dello scoppio delle bolle finanziarie che si sono create (quelle del 2000 del 2008).



Source: Datastream, STOXX, Haver Analytics, FRED, Goldman Sachs Global Investment Research

Global Investment Research 5

Figura 5 – Crescita del 2009 ad oggi delle principali categorie di asset finanziari (a sinistra) e dei dati di economia reale (a destra)

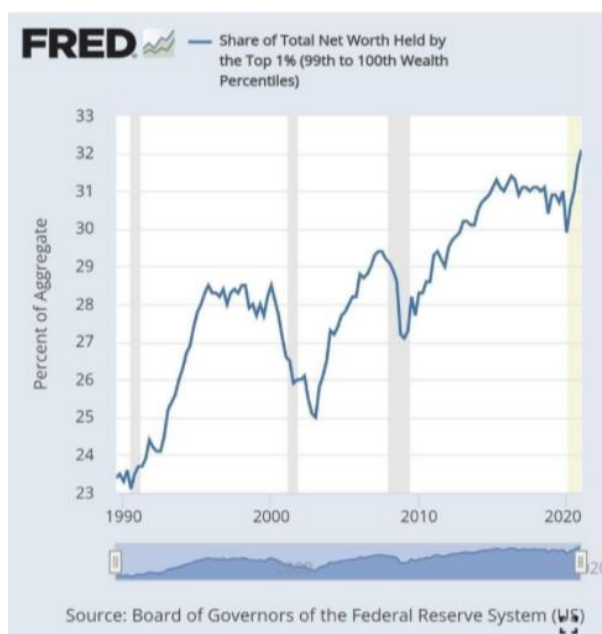


Figura 6 – quota di ricchezza detenuta dal “top 1%” della popolazione in USA.

Che possa essere questa una delle principali ragioni della diminuzione tendenziale dell’inflazione da 40 anni a questa parte sono ormai in molti a pensarlo. Del resto, è dal medesimo periodo (fine anni ‘70, primi anni ‘80) che le diseguaglianze continuano a crescere e ad una compressione verso l’alto della nuova ricchezza accumulata, corrisponde una salita dei prezzi sempre inferiore e a nulla pare essere servito aver iniettato migliaia di miliardi di dollari nel sistema (per non parlare degli euro e degli yen) a partire dal 2009 ad oggi. È servito a poco in Europa e praticamente a nulla in Giappone e sicuramente anche la curva di inflazione in USA, sino ad ora, conferma la medesima tendenza, seppur con valori medi di crescita dei prezzi superiori agli altri paesi maturi. La realtà è che la gran parte del denaro “creato” dal sistema di banca centrale e depositato nelle banche commerciali, non finisce nell’economia reale e non si trasforma in prestiti (figura 7).

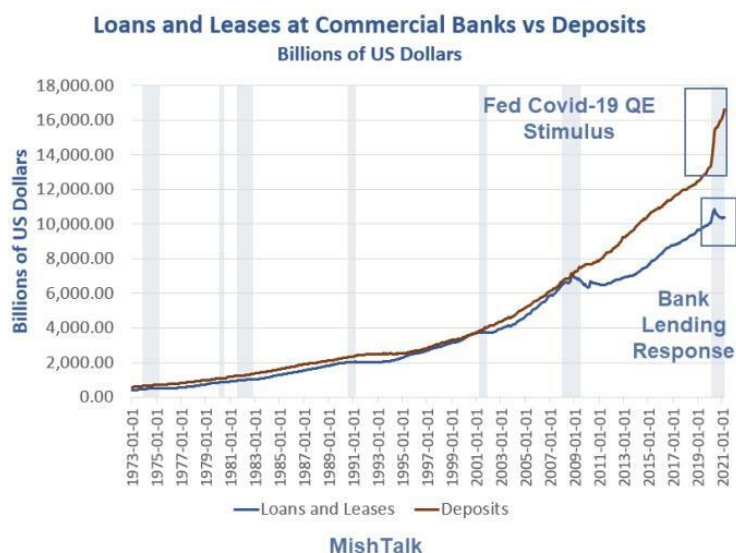


Figura 7 – Evoluzione dei depositi presso le banche commerciali e dei prestiti bancari in USA. Si noti come a partire dal 2009, anno in cui è iniziato il quantitative easing, ad una crescita dei primi non sia corrisposta una crescita paragonabile dei secondi. Il fenomeno si è accentuato dal 2020.

È sulla prosecuzione di questa “anomalia” (che di certo getta qualche dubbio su molte delle teorie che sino a qui hanno cercato di spiegare l’inflazione) che fa leva la “scommessa” della Federal Reserve, scommessa in cui, sino ad ora chi investe o specula, pare credere. Quello che potrà succedere qualora questa scommessa dovesse essere invece perduta e l’inflazione continuare a salire, è facilmente immaginabile riportando lo sguardo in figura 5. Se poi le cose dovessero andare bene, e la Fed riuscisse quindi a mantenere i tassi secondo le aspettative ancora bassi per alcuni anni, si dovrà comunque capire come affrontare gli eccessi che si sono creati e che potrebbero essere “smaltiti” solo immaginando una prosecuzione della crescita (e degli utili aziendali) che non ha precedenti negli ultimi decenni nel mondo occidentale, ma a questo, ci si penserà, probabilmente, in seguito.

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

Stati Uniti

Nei mesi trascorsi hanno iniziato ad arrivare i numeri che confermano la crescita economica degli Stati Uniti (che prima stava solo nelle aspettative), con un PIL che nel primo trimestre è cresciuto del 6,4% (dato annualizzato) e per la prima volta dall’esplosione della pandemia ha superato il livello del primo trimestre del 2020 (figura 8)¹. La stessa Fed ha aggiornato a giugno a rialzo le previsioni di crescita per il 2021, portandole da 6,5% a 7%. Anche i dati sullo stato di salute del settore industriale rimangono positivi, con un ISM PMI Manufacturing che nel mese di maggio che continua a mantenersi sopra i 62 punti, solo a marzo di quest’anno (a 65) aveva fatto meglio (figura 9).

¹ Si intende qui il PIL nominale. Il PIL reale (a prezzi costanti quindi depurato dall’inflazione) si trova ancora sotto, seppur di poco, il livello del 2019.

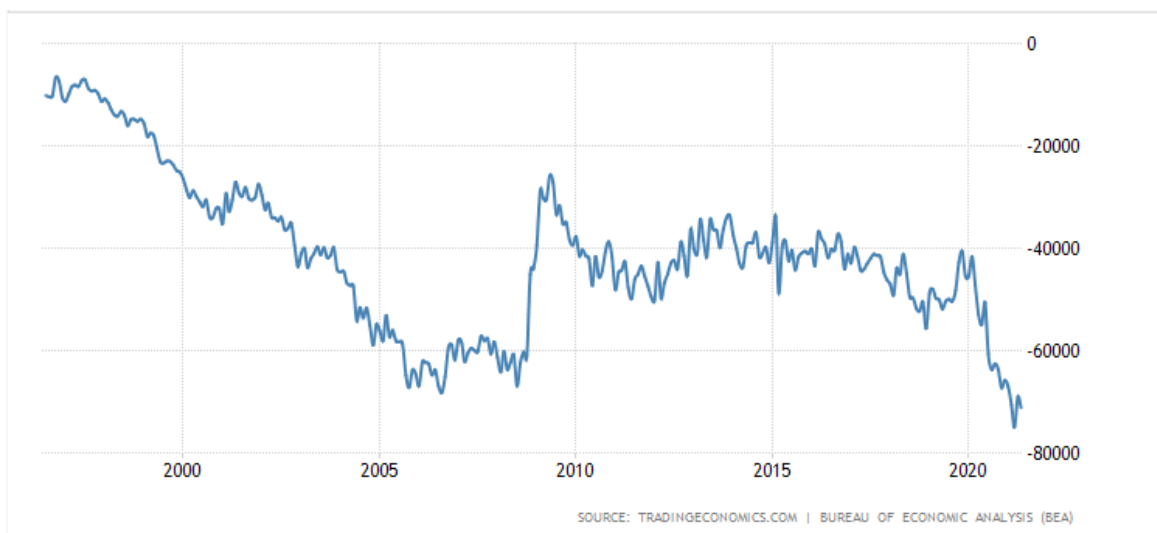


Figura 8 – Crescita del PIL nominale in USA. Nel primo trimestre del 2021 è tornato sopra il livello pre-pandemico.



Figura 9 – Andamento indice ISM- PMI manufacturing in USA.

La crescita economica non modifica la tendenza di fondo in atto ormai dagli anni '90 e i dati rilasciati sulla bilancia commerciale a partire da febbraio hanno evidenziato un deficit a livelli record: sempre oltre i 70 miliardi, il 30% dei quali con la Cina (figura 10).²



² Per un approfondimento sul sistema finanziario USA e sulle possibili conseguenze della crescita del suo deficit commerciale si rimanda al nostro report sul tema.
<https://www.dirittofuturo.org/wp-content/uploads/2021/04/Supplemento-al-Rapporto-OSFI-10-Marzo-2021.pdf>

Figura 10 –Andamento della bilancia commerciale USA

Riguardo gli aspetti più prettamente finanziari abbiamo già anticipato come la crescita dell’inflazione registrata abbia portato la Fed a modificare sia le sue previsioni di inflazione, sia ad anticipare il tempo previsto per una revisione dei tassi di interesse dal 2024 al 2023. E’ evidente che, vista la dinamica in corso, nulla è scritto nella pietra e l’evoluzione delle previsioni non sarà altro che il risultato dell’evoluzione dell’economia, ma soprattutto dell’inflazione, infatti se è vero che la Federal Reserve sta cercando con ogni mezzo di scongiurare un anticipo del tempo della restrizione monetaria, c’è da chiedersi quanto possa “resistere” se la dinamica dei prezzi continuerà ad essere questa.

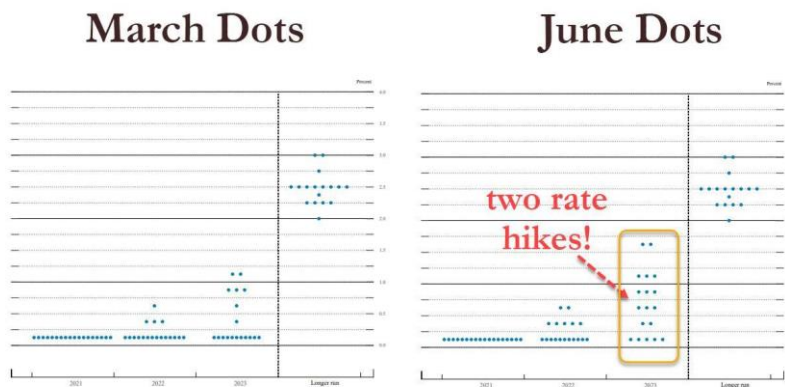


Figura 11 – Il dot plot è un documento che viene prodotto dal FOMC (Federal open market committee) in cui tramite dei puntini, i membri del cosiddetto Board of Governors indicano, per i tre anni successivi, le loro aspettative riguardo il range in cui si troveranno i Fed funds rate. Come si vede, tra il mese di marzo e giugno, sono aumentati quanti vedono un inizio del rialzo dei tassi nel 2023.

Il prossimo passo, su cui nessuno ha invece dei dubbi sul fatto che avverrà nel corso dell’anno, sarà la riduzione degli acquisti di titoli (cosiddetto tapering) che sta per ora continuando col ritmo di 120 miliardi al mese. In ogni caso, per tranquillizzare tutti, la Fed ha detto che ogni mossa in tal senso sarà preventivamente comunicata ai mercati.

Europa

I dati di crescita economica dell’area euro sono inferiori a quelli degli Stati Uniti, in buona misura a seguito del protrarsi delle restrizioni in inverno a seguito della pandemia. Il primo trimestre ha mostrato quindi un PIL ancora in contrazione (dato annualizzato al -0,3%) seppure per l’intero anno la Commissione europea ha stimato una crescita del 4,2% e del 4,4% nel 2022. Il secondo trimestre dovrebbe essere quindi quello della ripresa per la zona euro e i dati che sino ad ora sono pervenuti paiono confermarlo, uno su tutti la crescita della produzione industriale di aprile della Germania al +26% oltre che un dato molto positivo dell’indicatore PMI manufacturing, a 62 (figura 12)

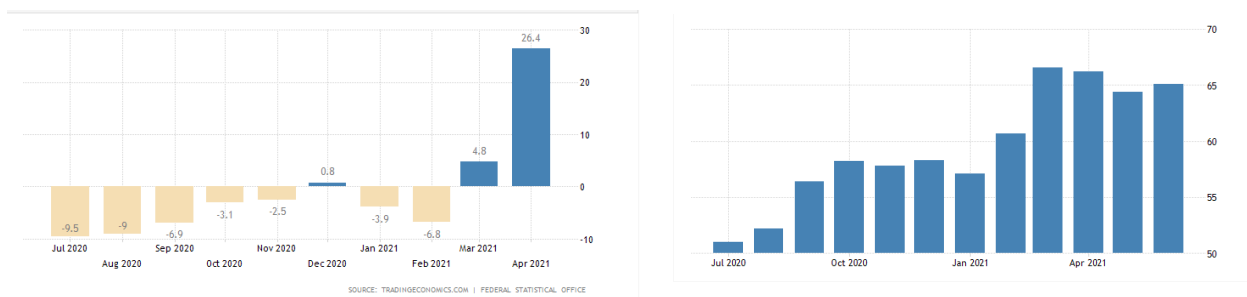


Figura 12 – La ripresa economica in Germania: produzione industriale (a sinistra) e Indice PMI Manufacturing (a destra).

Le riunioni della BCE si sono concluse senza alcuna novità degna di nota. Anche a fronte dei dati di inflazione che rimangono sotto controllo (2% quella complessiva e 1% quella core) la Banca Centrale ha confermato sia la politica dei tassi sia tutti i piani di acquisto titoli in corso. Riguardo questi ultimi facciamo qui una breve sintesi.

TLTRO III (targeted long term refinancing operations): si tratta di prestiti agevolati al sistema bancario della durata sino a 4 anni, partiti nel settembre del 2019 ed emessi con cadenza trimestrale sino al giugno del 2022. Si tratta del terzo programma di questo tipo, i due precedenti furono lanciati nel 2014 e nel 2016. I finanziamenti sono concessi tramite meccanismo di asta e sono “a target” dato che sono funzione dei prestiti che le banche hanno precedentemente concesso a imprese e famiglie. I tassi di interesse concessi sono inferiori allo 0,5% dei tassi medi di rifinanziamento del periodo (i tassi a cui normalmente le banche sottoscrivono prestiti di breve termine per ottenere liquidità) e possono scendere ulteriormente in base ai target di prestiti che le banche raggiungeranno e sono in questo momento quindi di fatto negativi. In sostanza la BCE paga le banche per incentivarle a fare prestiti.

PELTRO (pandemic emergency longer-term refinancing operations): si tratta di un programma di finanziamenti alle banche lanciato in occasione della crisi pandemica nell'aprile 2020 con prestiti alle banche “per sostenere le condizioni di liquidità del sistema finanziario dell'area dell'euro e contribuire a preservare l'ordinato funzionamento dei mercati monetari fornendo un efficace supporto di liquidità”. Queste operazioni hanno quindi l'obiettivo di fornire liquidità al sistema bancario (e a differenza delle TLTRO non vengono effettuati sulla base di un target definito). Inizialmente previste sino al 2020, sono state estese anche al 2021. I tassi di interesse sono dello 0,25% inferiori rispetto ai tassi medi di rifinanziamento.

APP (asset purchase programme): col noto programma di quantitative easing avviato nel 2015, la BCE arrivò ad acquistare sino a 80 miliardi di euro al mese di titoli governativi e privati. Gli acquisti diminuirono progressivamente per poi essere sospesi (al netto del reinvestimento delle cedole incassate) nel dicembre 2018, ma furono riavviati nel novembre del 2019 con acquisti di 20 miliardi di euro al mese. Il programma è tutt'ora in corso e non è al momento prevista una scadenza.

PEPP (pandemic emergency purchase programme): il piano pandemico di acquisto di titoli fu fissato in una cifra complessiva iniziale di 750 miliardi e poi incrementato sino a un ammontare massimo complessivo di 1850. In questo caso gli acquisti non sono fissi, ma flessibili e non termineranno comunque prima del marzo 2022. Al momento la media degli acquisti, dopo circa un anno dall'inizio del programma, è stata di 18 miliardi a settimana, ma con acquisti decrescenti negli ultimi mesi, e una spesa quindi di circa la metà dell'intero programma previsto.

Per dare un'idea della portata e dell'impatto di questi programmi di allentamento monetario, è utile considerare che il bilancio della BCE è passato da circa 2000 miliardi di euro del 2015 agli attuali 7100 (quindi più che triplicato), cifra che si avvicina al 60% del PIL dell'eurozona.

Cina

Dopo il forte rimbalzo negli ultimi 3 trimestri del 2020, la Cina fa registrare un ritorno alla normalità e i dati di crescita economica si sono riallineati a quelli pre-pandemici. Il dato di crescita del PIL del primo trimestre confrontato con il medesimo del 2020 (quello dello scoppio della pandemia nel paese) ha segnato un +18%, ma in realtà il dato del primo trimestre annualizzato ha deluso (+0,6%) rispetto alle attese del 1,5%. In figura 13 una sintesi dell'andamento di alcuni indicatori economici pare rendere bene l'idea su quello che è accaduto.

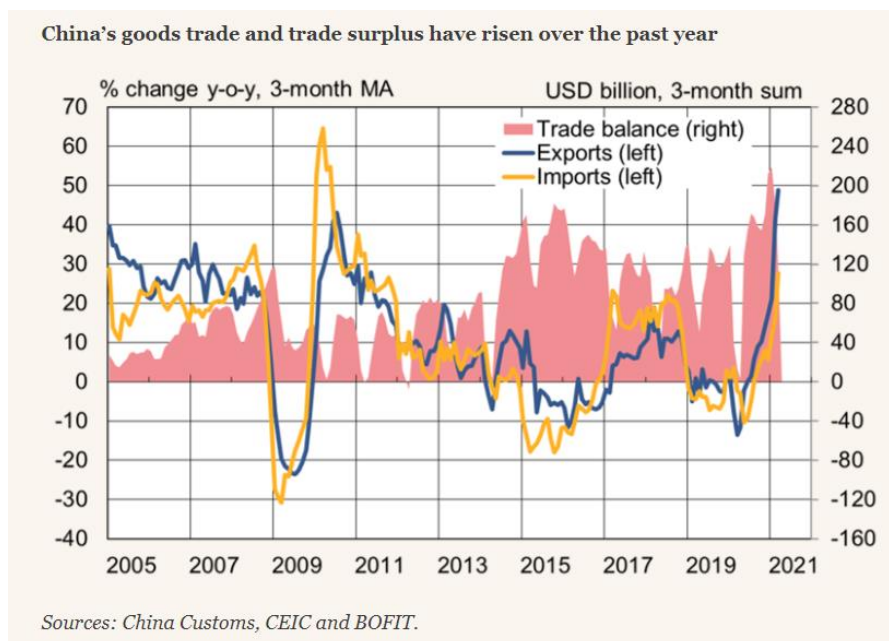
Chart 7: China economy has slowed
Indicators of Chinese economic growth slowing



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, National Bureau of Statistics of China
BofA GLOBAL RESEARCH

Figura 13 – Andamento di alcuni indicatori economici in Cina che evidenziano il ritorno alla normalità pre pandemica dopo il crollo del primo trimestre 2020 e la forte ripresa di quelli immediatamente successivi. In blu gli investimenti in beni durevoli, in azzurro le vendite al dettaglio, in giallo la produzione industriale.

Non cambia invece molto sul fronte degli scambi commerciali, dove la Cina continua a segnare risultati positivi del suo surplus, in modo particolare verso gli USA. La bilancia commerciale nel primo trimestre ha registrato un avanzo di 120 miliardi di dollari e i dati sino a qui pervenuti di aprile e maggio confermano la prosecuzione di questa tendenza.



Sources: China Customs, CEIC and BOFIT.

Figura 14 – Andamento del surplus commerciale in Cina (in rosa, scala a destra).

L'analisi della bilancia commerciale dei prossimi mesi per la Cina è interessante in relazione non solo alle dichiarazioni fatte a inizio anno dal Premier Li Keqiang riguardo le previsioni di un sostanziale pareggio della stessa, ma soprattutto avendo in mente la nuova strategia del paese (definita della doppia circolazione) in cui per il quinquennio a venire dovrebbe crescere sul PIL il peso dei consumi e degli investimenti rispetto a quello del saldo della bilancia commerciale. È evidente che, almeno sino ad ora, non si vede alcun segnale in tal senso.

Nel trimestre passato è continuato il ciclo di apprezzamento dello Yuan rispetto al dollaro che pur sino ad ora non ha avuto, come appena detto, alcun effetto negativo sulle esportazioni cinesi, né destato particolari preoccupazioni da parte delle autorità governative. Su questo tema, quello dei cambi valutari, la PBOC sta valutando l'introduzione sul suo mercato dei future sullo Yuan on-shore (CNY) cioè quello utilizzato all'interno del paese. L'obiettivo è di rafforzare l'influenza dello Yuan on-shore su quello off-shore (con sigla CNH, circolante all'estero). Secondo l'analisi della Banca, infatti, sino all'agosto del 2015, quando è stato tolto il peg³ con il dollaro e i cambi sono diventati fluttuanti all'interno di una banda di oscillazione del 2% fissata giornalmente, è diminuita l'influenza del cambio offshore su quello interno, nelle intenzioni della banca, tramite l'introduzione di contratti future migliorerebbe l'interazione tra i due cambi aumentando ulteriormente l'influenza di quello interno su quello esterno rispetto a quanto avvenuto negli anni precedenti.



Figura 15 – Andamento del cambio tra Dollaro USA e Yuan (CNY).

Conclusioni

Il trimestre appena trascorso sta dando una risposta positiva all'interrogativo sulla ripresa economica, che se fino alla fine del 2020 (escludendo la Cina) stava solo nelle previsioni, sta ora dando segnali concreti, soprattutto in USA, ma con buone prospettive anche in Europa, dopo il ritardo causato dalla terza ondata di pandemia in inverno. Rimane invece più che mai attuale il secondo punto interrogativo, quello sull'inflazione, che in questo trimestre ha rialzato la testa in USA come non accadeva dagli anni'90. Al momento i mercati finanziari sembrano considerare improbabile una prosecuzione a questi ritmi della salita dei prezzi. Se le cose, però, non andassero come sperato, costringendo la Federal Reserve a intervenire, anche pesantemente, con la restrizione monetaria, gli effetti sarebbero molto forti, non solo sui prezzi dei titoli finanziari (azionari e obbligazionari), ma sulla crescita economica stessa.

³ Il peg o sistema di cambio fisso consiste nell'aganciare il prezzo della propria valuta a quello di un'altra (ad esempio il dollaro). Attualmente lo Yuan ha invece una banda di oscillazione giornaliera massima (del 2%) rispetto al dollaro, ma il cambio è fluttuante. Per una analisi del mercato valutario cinese e del suo sistema finanziario rimandiamo al nostro report n° 9.

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