

IL FOGLIO 48ore

LA GRANDE BOTTA

Come arriverà (se arriverà) il prossimo tracollo

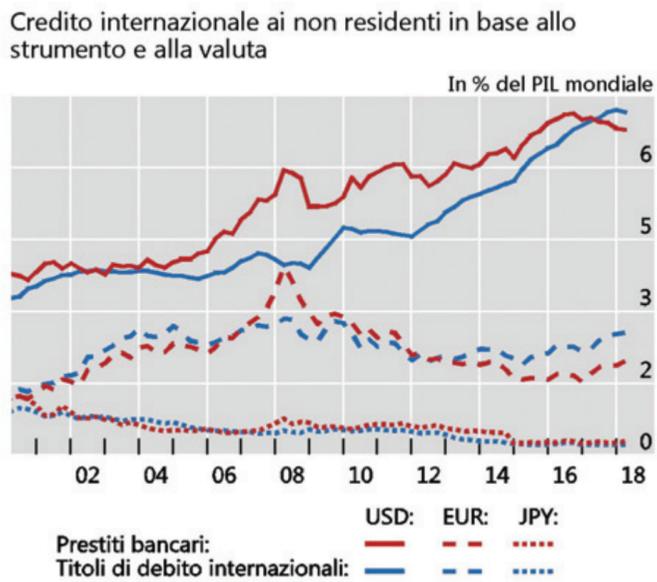
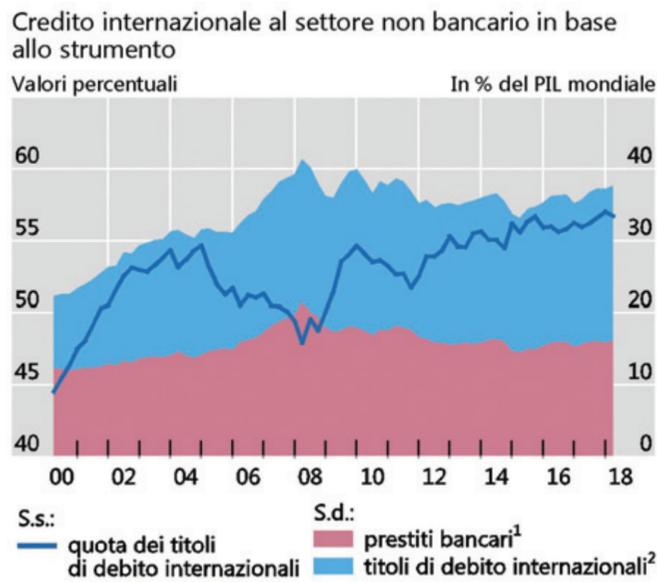
L'economia americana è viva e surriscaldata, il prezzo del petrolio è in costante ascesa e spinge l'inflazione, le Borse sono ai massimi, le Banche centrali sono scoordinate. Tutti i cicli finiscono. Ma ora il populismo ci mette il carico

Come può aspettarsi una crisi la più grande potenza economica del mondo, gli Stati Uniti, con la crescita del Pil a livelli doppi dell'Europa (più

DI RENZO ROSATI

4,2 per cento), la disoccupazione ai minimi dal 1969 (3,9 per cento), in piena espansione dei consumi con inflazione sopra il tre per cento?

Fortune non è certo tra i profeti di sventura, come testimoniano la sua testata e le classifiche delle maggiori imprese che ne sono il vanto dei tycoon di Wall Street: eppure Fortune ha da poco pubblicato un'inchiesta dal titolo "Per il boom economico la fine è vicina - La crescita rallenterà, il toro in borsa finirà, ecco perché". E il perché non è solo la mera dimostrazione che tutti i cicli hanno una fine. E questo dura da otto anni, dopo la violenta recessione generata dall'esplosione della finanza sporca e dal crac di Lehman Brothers del 15 settembre 2008. Certo, statistiche alla mano, nessun periodo di espansione e aumento dell'occupazione si è mai protratto ininterrottamente per oltre un decennio. Ma al di là di questo, è ancora sui monitor degli operatori un dossier di maggio del Congressional budget office (Cbo), l'ufficio di bilancio del Congresso, che nota come il mercato del lavoro sia così surriscaldato da indurre molti dipendenti a dimettersi con la certezza di trovare subito un altro posto a stipendio migliore (altro che reddito di cittadinanza): quanto è esattamente accaduto nei tre mesi estivi. "Il che - afferma il Cbo - sta rapidamente portando a una penuria di lavoratori e a un'impennata dei salari". Il National Bureau of Economic Research, istituto indipendente fondato a New York nel 1920, rileva che il fenomeno attuale è il secondo per durata in 164 anni, dopo l'era di Bill Clinton. Dunque il soccorso all'industria by Barack Obama e i successivi tagli alle imposte per le imprese di Donald Trump hanno funzionato? Sì, ma questi ultimi solo nel breve periodo. Il piano America First - le restrizioni alle assunzioni di manodopera straniera combinate con i benefici per chi produce negli Stati Uniti - rischia di produrre una penuria di lavoratori: fino al 2017 gli immigrati avevano infatti rappresentato almeno il 18 per cento delle necessità delle aziende. Lo dice Neel Kashari, capo della Federal Reserve di Minneapolis: "Per la Corporate America era una riserva garantita a basso costo,



Risparmiatori a rischio crac

L'ultima rassegna trimestrale della Banca dei Regolamenti internazionali di Basilea fotografa un'evoluzione interessante dei mercati finanziari. Dopo la crisi del 2008 i prestiti bancari internazionali sono diminuiti e poi si sono stabilizzati. Al contrario i titoli di debito sono aumentati passando dal 48 per cento del credito totale del primo trimestre 2008 al 57 per cento del primo trimestre 2018. Lo spostamento

del credito internazionale sui titoli di debito ha trasferito il rischio dal settore bancario, dove era concentrato prima della crisi del 2008, direttamente sui mercati. Per anni si è detto che la crisi del 2008 fosse provocata dalla pratica bancaria di cartolarizzare i debiti per "passare" il rischio a un utente finale poco consapevole di quello che stava comprando. Finché d'improvviso si è trovato in mano carta straccia. Questa teoria è assai più vera oggi: allora le banche si scambiavano

questa carta sostanzialmente fra di loro, utilizzando veicoli fuori bilancio a loro riconducibili, mentre ora è finita direttamente sui mercati finanziari, in pasto a investitori professionali come fondi, fondi pensione e assicurazioni, ovvero il principale anello di collegamento fra la finanza e i risparmiatori. All'epoca della Grande crisi intervennero gli stati per ripianare le perdite delle banche. Se ci fosse una crisi oggi, la pagherebbero direttamente i risparmiatori.

una sorta di pasto gratis"

Anche chi ha beneficiato degli sgravi di Trump lo sa benissimo: "Non è per nulla insolito vedere economie forti accompagnate da crolli azionari e dei prezzi di altri asset. Sappiamo tutti di essere a fine ciclo", dice Ray Dalio, fondatore e Ceo del fondo d'investimenti da 160 miliardi Bridgewater Associates. In definitiva tutti stanno aspettando una crisi fisiologica per indigestione di benessere? Non è, appunto, solo questo: infatti i guai arriveranno stavolta soprattutto da fuori gli Stati Uniti; mentre in Euro-

pa saranno principalmente interni. E l'Italia grillino-leghista ne è parte, anzi può esserne sia la scintilla sia la prima vittima: la "Manovra del popolo" che il ieri ha riportato lo spread ben oltre i 300 punti evoca un rischio fatale non troppo lontano.

A livello globale gli esperti guardano al brusco rialzo delle materie prime, a cominciare dal greggio tornato ad 85 dollari al barile (il Brent del Mare del nord) e 75 (il Wti americano). Le stime dei prossimi rialzi sono in continuo aggiornamento, erano a 90 dollari

a settembre sono a 100 oggi. Tutto ciò influisce sui prezzi di produzione dell'industria e spinge l'inflazione: l'inverno, se sarà meteorologicamente freddo, sarà caldissimo per i costi.

L'altro grande problema è la divergenza tra le politiche monetarie. La Fed, la Banca centrale americana, continua a ignorare le lamentele di Trump e prosegue con l'aumento dei tassi d'interesse: li ha portati al 2,25 per cento e potrebbe decidere un altro rialzo entro dicembre. La Banca centrale europea invece, benché sia alla

fine del Quantitative easing (l'acquisto di titoli pubblici cesserà definitivamente a fine anno), non prevede rialzi dei tassi prima dell'estate 2019. Non solo. Il presidente della Fed, Jerome Powell, ha motivato il rialzo del 26 ottobre con l'obiettivo di far scendere l'inflazione poco sopra il 2 per cento mentre il prossimo anno gli interessi federali toccheranno il tre: dunque dopo il lungo periodo di denaro facile i tassi reali torneranno attivi; il denaro richiederà nuovamente un prezzo da pagare. Economisti come Donato Ma-

sciandaro della Bocconi, considerano eccessiva la stretta di Powell, motivata più dalla volontà di marcare l'indipendenza da Trump (che vorrebbe tassi bassi e dollaro debole). Di fatto però mai si era vista una politica monetaria così divergente nelle varie aree del mondo. La Bank of England, in piena incertezza da Brexit, tiene i tassi allo 0,75 per cento, superiori alla Bce ma molto distanti dalla Fed. La People Bank of China li ha alzati all'1,5 nel 2017 ma potrebbe ridurli per il rallentamento dell'economia. La Bank of Japan lo ha confermato a zero ritenendo che famiglie e imprese abbiano ancora bisogno di assistenza. Un caos: tanto che all'ultima annuale riunione dei Banchieri centrali di inizio settembre a Jackson Hole, un'amena vallata del Wyoming, lo slogan più in voga è stato "L'inverno sta arrivando", con riferimento alla minaccia della serie tv "Il trono di spade" e non alle nevicate natalizie. Se l'inverno (non meteorologico) arriverà davvero non sarà dunque come nel 2008, quando tutto il mondo adottò la stessa ricetta anticrisi: iniezioni coordinate di denaro pubblico. Gli Stati Uniti sono in overdose di crescita, avrebbero bisogno di esportare prodotti e importare manodopera e materie prime. Ma il protezionismo di Trump ostacola tutte e tre le cose.

In Europa Mario Draghi ha esaurito le munizioni, in scadenza il Qe, resta una sola arma, l'Omt (Outright monetary transaction), cioè il soccorso a un singolo paese che rischi l'uscita dalla moneta unica, soccorso però condizionato al commissariamento della sua politica economica. Ma da una parte si tratta di una pistola scarica, dall'altra l'unico paese che potrebbero averne bisogno è l'Italia. Il termine più gettonato dai leader gialloverdi è "complotto" ma ignorano che il vero cambiamento con la fine del denaro facile è che il potere non è più nelle mani di chi vende (titoli pubblici, obbligazioni private, azioni), ma di chi compra. Qual è la mercanzia che il Tesoro italiano può esporre per convincere i fondi privati mondiali a comprare 120 miliardi di Btp in più nel triennio (600 in totale) necessari a finanziare la "Manovra del popolo"? Il reddito di cittadinanza, il condono, un piano di investimenti che nessuno conosce. Chi acquisterà una merce simile, tanto più da un venditore già superindebitato? La domanda "comprende un'auto usata da questo signore", valeva per la Grecia, oggi è attuale per l'Italia. La risposta è già scritta.

SI



Brunello Rosa, Rosa & Roubini
Da una serie di segnali di tipo macroeconomico e geopolitico, si vede che l'area euro rischia di trovarsi schiacciata tra il fronte delle tensioni commerciali che si è aperto tra Stati Uniti e Cina - in lotta soprattutto per il predominio tecnologico - e l'ascesa di nuovi governi di stampo populista. Vaso di coccio tra vasi di ferro, l'Europa potrebbe non riuscire a gestire una nuova crisi del debito generata, per esempio da un paese come l'Italia, perché l'arrivo dei populistici al potere in vari paesi, potrebbe rendere più difficoltoso ricorrere agli strumenti di politica monetaria e fiscale che sono stati utilizzati a partire dal 2008. Se il rischio di ascesa del populismo venisse contenuto con politiche di redistribuzione, il pericolo che l'Europa faccia da epicentro a una nuova crisi diminuirebbe facendo emergere altri possibili focolai come Stati Uniti e Cina. Improbabile, secondo me, una recessione scatenata solo dai paesi emergenti.

L'Europa è il "canarino nella miniera"?

Abbiamo chiesto se il Vecchio continente sarà l'epicentro di una nuova crisi vista la sua debolezza economico-politica rispetto a Stati Uniti e Cina oppure se i segnali più critici si ravvisano in altre aree del mondo, in particolare nei mercati emergenti

NO



Carlo Altomonte, Università Bocconi
Oggi l'Europa è molto meno a rischio rispetto al 2008 e la possibilità che diventi per ragioni economiche l'epicentro di una crisi globale mi pare remota. La stabilità dell'area è garantita da una rete di sicurezza come l'Esm (European stability mechanism), organismo destinato a diventare un vero fondo monetario europeo che, tra l'altro, potrà erogare prestiti agli stati sovrani in difficoltà. Nell'area euro nel suo complesso le banche sono più capitalizzate e meno appesantite da crediti deteriorati e la crescita economica è costante: non vedo focolai di crisi, se non di tipo politico. Lo scontro tra forze contrapposte potrebbe anche generare volatilità seria nel Vecchio continente ma ciò non implica necessariamente un contagio di tipo globale. Segnali preoccupanti vengono, invece, dai mercati emergenti come spesso accade in fasi di rialzo dei tassi americani, visto che questi paesi sono esposti in dollari. Turchia e Argentina sono un esempio di tensioni di questo tipo.

Sarà complicato per la Banca centrale europea contrastare una crisi futura nello stesso modo in cui è riuscita a farlo negli ultimi sette anni circa, da quando è in carica Mario Draghi. A dirlo è Ashoka Mody, economi-

DI ALBERTO BRAMBILLA

sta dell'Università di Princeton e già assistant director allo European department del Fondo monetario internazionale. "Gli strumenti a disposizione stanno raggiungendo il loro limite - dice - Quindi lo spazio è limitato per combattere una recessione. La Bce ha fatto molto per ridurre i tassi di interesse, e quella leva non può essere usata ancora. In altri termini, se ci dovesse essere un'altra recessione l'unico modo per contrastarla sarebbe fare un altro programma di Quantitative easing". Sarebbe però controverso arrivare a tanto: il programma di acquisto di titoli pubblici e privati, iniziato nel 2015 con all'attivo 2.500 miliardi di euro, è ora in fase di riduzione, da ottobre gli acquisti mensili sono stati dimezzati a 30 miliardi. Una inversione di rotta non solo spazzerebbe il mercato ma, secondo Mody, incontrerebbe difficoltà politiche. La posizione della Bce di Mario Draghi è che se le condizioni dovessero peggiorare il Qe potrebbe riprendere, o potrebbe essere ritardato il suo ritiro, prevedibilmente entro la fine dell'anno prossimo in precedenza a un

Siamo l'anello debole ma senza salvagente

PERCHÉ L'EUROZONA HA MEZZI LIMITATI PER COMBATTERE UNA CRISI ITALIANA. PARLA MODY

graduale aumento dei tassi. "Per ora l'assunto della Bce è che non ci sarà una correzione e quindi non ci sarà bisogno del Qe. Ma se ci fosse bisogno, anche se Draghi dicesse che può riprendere insieme ad altri funzionari europei, la capacità di ricominciare il programma sarebbe politicamente in discussione", dice Mody parlando con il Foglio in occasione di una lecture organizzata dal web-magazine Luis Open. Il motivo deriva sostanzialmente da uno dei più noti difetti congeniti dell'Eurozona, ovvero la discesa di vedute e competitività tra paesi del sud e del nord: rinnovare il Qe farebbe tornare in auge i conflitti interni. Riattivare il programma di stimoli sarebbe in effetti controverso se non ci si trovasse di fronte a una crisi sistemica continentale: al momento l'osservato speciale è l'Italia il cui rendimento dei titoli di stato è stabilmente più alto rispetto a paesi considerati periferici come Portogallo e Spagna ed è il solo anello debole. In maggio, dopo le elezioni italiane vinte da Lega e M5s, quando

il rendimento dei titoli decennali era sopra il 3 per cento - come in questi giorni di caos sui fondamentali della legge di Bilancio - il vicepresidente Bce in uscita, Vitor Constancio, consigliò all'Italia di "rileggere le regole" del programma di assistenza Outright monetary transactions o Omt. L'Omt, qui ribattezzato "scudo anti spread", era stato annunciato da Draghi nel 2012 con il famoso "whatever it takes to save the euro" ma poi non fu mai usato. Da parte di un banchiere centrale è inusuale chiamare in causa uno specifico stato membro, e le parole precise di Constancio segnalano la criticità di una crisi reputazionale dell'Italia autoindotta da un governo che minaccia l'uscita dall'euro in modo ambiguo, tra conferme e rettifiche. "Se i mercati finanziari ci credono l'Omt funziona, altrimenti no - dice Mody senza volere commentare la dichiarazione di Constancio ma solo parlando in termini generali - Il processo è complicato e stratificato, cominciarlo significa iniziare lunghi negoziati: nel frattempo il

panico aumenterebbe e, prima di arrivare a una soluzione, le cose potrebbero peggiorare". L'Omt ha infatti condizioni e condizionalità: il governo in carica dovrebbe concordare un programma di riforme macroeconomiche con il Meccanismo europeo di stabilità (Esm) che eroga prestiti - un governo eurofobo non sembra certo incline a stare al tavolo di quelli che bolla "tecnocrati". "In altri termini se i mercati credono che la Bce possa effettivamente attivarlo e non ci sono problemi, la questione scomparirebbe in fretta. Ma se i mercati non ci credono e se ci dovessero essere dei ritardi, ciò ridurrebbe la credibilità (dello strumento) con problemi maggiori", dice Mody. Secondo l'economista di origine indiana, l'uso di questo strumento, in teoria definitivo per sedare il panico finanziario, dovrebbe essere consensuale. "Draghi aveva potuto mettere in piedi l'Omt perché il cancelliere tedesco Angela Merkel diede appoggio. Non credo che ora sarebbe possibile farne uso senza la stessa approvazio-

ne, e non so se Merkel sia capace di sostenere la Bce nel processo [di dispiegamento] del Omt vista la sua condizione di debolezza interna". Come sostiene nel saggio "Euro tragedy" (Oxford University Press, 2018), l'Italia è la "linea di faglia" per Mody. "Un tremore finanziario in Italia o nell'economia globale - scrive - aprirebbe le crepe italiane e potrebbe provocare scosse altrove". E come vede l'Italia a un anno da oggi? "Il commercio mondiale sta rallentando. I tassi di interesse salgono, e con il ritiro del Qe è probabile che salgano ancora. Quindi questi due fattori combinati faranno rallentare l'economia italiana. Con questo, alcune tensioni potrebbero accentuarsi. L'aumento dei rendimenti dei titoli di stato può causare stress: le nuove emissioni di debito avranno interessi più alti, parte del debito dovrà essere rinnovato nei prossimi anni, le banche avranno costi di finanziamento maggiori". Le condizioni saranno "più arcite e difficili". Conclude Mody. Per ora non sembra ci siano medicine disponibili per migliorarle.

Inserito a cura di Alberto Brambilla
hanno collaborato Mariarosaria Marchesano per il forum e Maurizio Sgroi per l'infografica