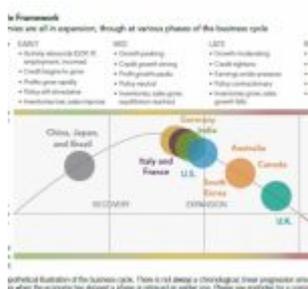


# SARÀ UNA CRISI DEL CREDITO A INNESCARE LA NUOVA RECESSIONE ?



***La congiuntura economica internazionale non ha soltanto portato tensioni alle borse di tutto il mondo, ma ha anche innescato una situazione altamente pericolosa sul fronte della restrizione della disponibilità di credito le cui conseguenze non tarderanno a farsi sentire. In Italia già nel 2018 l'erogazione dei prestiti al settore privato ha registrato una frenata, con un calo di oltre 40 miliardi di euro (sul totale di 1322 mld) sottratti alle erogazioni rivolte alle imprese, nonostante la sostanziale tenuta dei prestiti erogati alle famiglie.***

Ma se fino a ieri ciò è dipeso principalmente da una relativa fuga dei capitali dai nostri confini, quasi a prescindere perciò dalle macro-tendenze che stanno agitando in queste ore le acque dei mercati finanziari, una nuova crisi globale del credito potrebbe essere in procinto di svilupparsi soltanto adesso, e sarebbe destinata ad aggravare la già difficile situazione italiana e quella ancor più complessa dell'euro-zona.

## ***LE RAGIONI DEI TIMORI***



Le ragioni dei timori in tal senso sono numerose, a partire dalla necessità globale di continuare a finanziare i crescenti debiti governativi di Asia, America ed Europa (dunque con il pericolo di un effetto di “spiazzamento” per il finanziamento delle imprese private). Al tempo stesso le banche centrali di America e Europa hanno deciso, ciascuna per le proprie motivazioni, di ridurre la liquidità disponibile da esse in precedenza immessa sui mercati. Dunque è decisamente probabile che alle imprese private arriverà minor credito già solo per questo motivo.

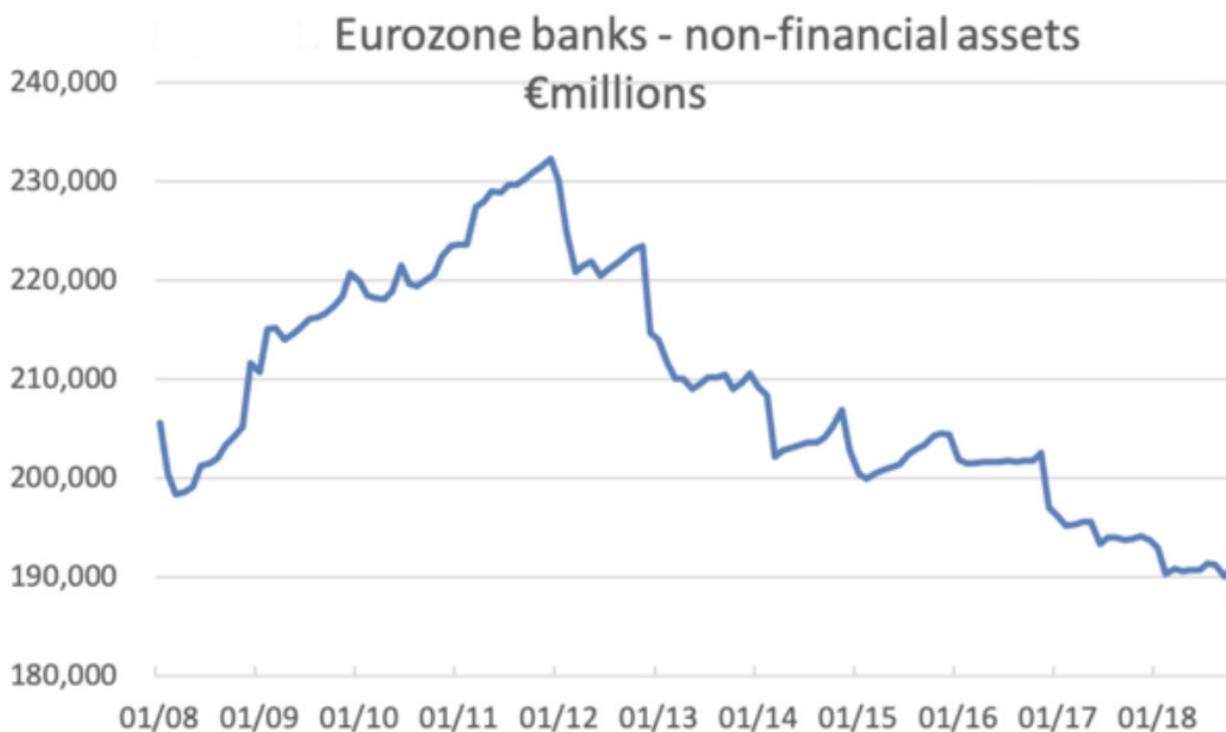
Bisogna poi considerare che il principale sostegno ai mercati finanziari globali è ***l’aspettativa di stabilità dei prezzi*** dei relativi titoli, in assenza della quale i risparmiatori non possono che cercare la prima via di fuga disponibile, finendo con lo spostare le loro risorse dai mercati finanziari ai beni dell’economia reale. Quando ciò avviene normalmente le quotazioni dei titoli si riducono e, a causa della maggior domanda di beni reali, possono aumentare anche i prezzi dei beni, dunque l’inflazione. Lo si è visto con gli immobili e può succedere anche con i metalli preziosi.

### ***I RISCATTI DA FONDI E GESTIONI POSSONO FARE LA DIFFERENZA***

Sino a tutto il 2018 è successo quasi il contrario: la fuga dai mercati azionari (iniziata appunto più di un anno fa) ha determinato la crescita dei prezzi dei titoli di stato e di quelli obbligazionari, con la conseguenza del calo dei rendimenti di questi ultimi (il rendimento del BTP italiano è sceso di quasi un terzo negli ultimi mesi). Ma ciò che può cambiare sostanzialmente lo scenario è invece il cospicuo deflusso di denaro dagli organismi di investimento collettivo (gestioni e fondi di investimento) alle tasche dei privati cittadini che ne chiedono il riscatto, cosa che appunto può finire col sospingere al rialzo le aspettative di inflazione, azzerando i rendimenti reali dei titoli a reddito fisso e rischiando di rinforzare il deflusso di liquidità dai mercati finanziari.

Inoltre il carattere transitorio della liquidità parcheggiata oggi dai risparmiatori sui conti del sistema bancario, di per sé non contrasta a sufficienza il rischio di ulteriore riduzione dell’offerta di credito da parte di un sistema bancario tendenzialmente molto sorvegliato e poco capitalizzato, per di più oggi sempre più esposto al rischio di minusvalenze sui mercati mobiliari. Mentre la crescita economica ancora in pieno vigore fa salire la domanda insoddisfatta di credito e, se non cresce anche l’offerta, sale di conseguenza il costo del denaro. La tendenza

alla riduzione complessiva dell'erogazione di prestiti ai privati era peraltro già in essere negli anni precedenti nell'area Euro, come si può vedere qui sotto nel grafico:



Source: ECB, Goldmoney

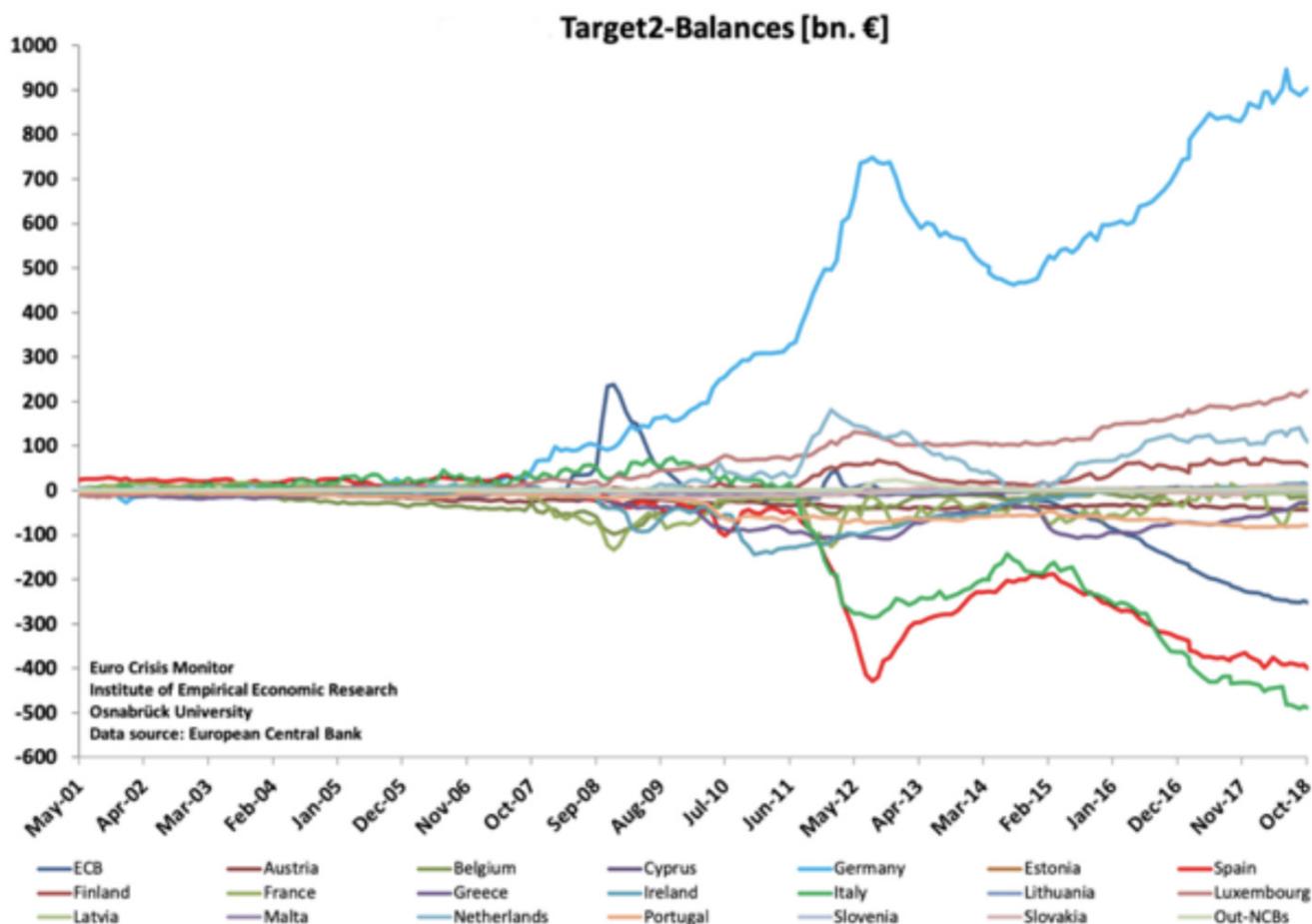
La mia tesi è dunque che i fattori sin'ora delineati (qui sotto ricapitolati) potrebbero innescare un'ulteriore riduzione del credito disponibile, cosa che non aiuterebbe a combattere il rischio di ricaduta nella recessione.

### ***I FATTORI DI RISCHIO:***

- Lo spiazzamento dell'offerta di credito ai privati data dalla crescente domanda di raccolta di denaro da parte del settore pubblico
- La riduzione generalizzata della liquidità disponibile sul sistema bancario ad opera della FED (la banca centrale americana) e, dal 2019, anche di quella europea,
- L'esigenza dei fondi di investimento di star dietro alle richieste di riscatto,
- La possibile risalita delle aspettative di inflazione,
- La crescita in corso dei tassi di interesse,
- La possibile ulteriore svalutazione delle altre valute contro il Dollaro, che determina un rialzo dei tassi sulle prime a prescindere da quelli in Dollari.

### ***I SALDI INTERBANCARI EUROPEI***

Un ultimo elemento che va segnalato è il rischio che l'involuzione del merito di credito europeo e, segnatamente, dei cosiddetti P.I.G.S. (Portogallo, Italia, Grecia e Spagna) porti gli investitori a riconsiderare negativamente il saldo profondamente negativo dei rapporti intra-europei del sistema bancario (che va sotto il nome di Target 2) di Italia e Spagna nei confronti del resto dei paesi europei e, segnatamente, della Germania, classificandolo come ulteriore esposizione debitoria (vedi grafico):



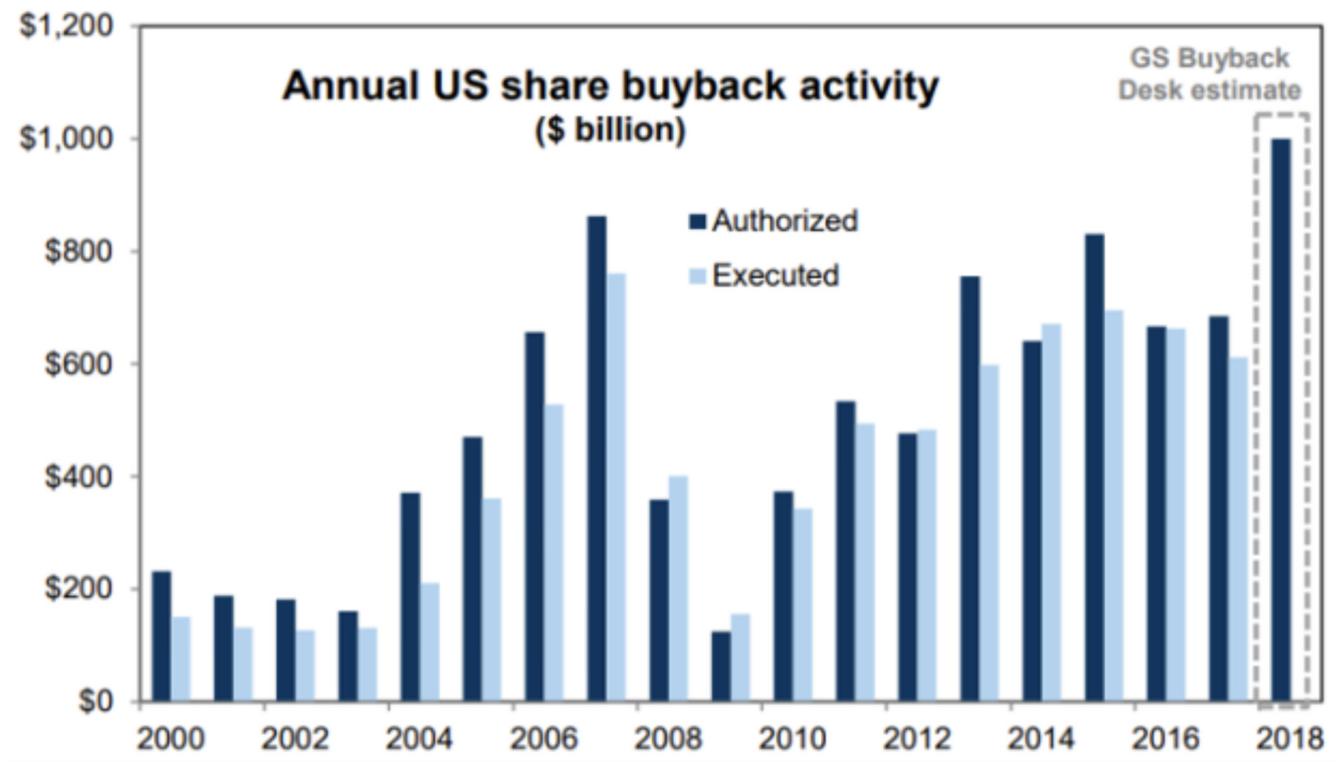
Inutile ricordare che i citati fattori di rischio contribuiscono a ridurre un po' in tutto il mondo l'appetito dei risparmiatori per gli investimenti in attività finanziarie.

Inoltre la stessa Banca Centrale Europea è oggi a rischio di default: il suo capitale versato infatti ammonta a meno di 8 miliardi di euro, su un totale di attivi in bilancio per oltre 414 miliardi di euro. Basterebbe dunque un'oscillazione negativa del 2% sul valore dei titoli in portafoglio (cosa tutt'altro che impossibile) per mandare a zero il suo capitale!

***I DEBITI CONTRATTI PER I PROGRAMMI DI BUY-BACK MINACCIANO LE***

## **QUOTATE AMERICANE**

Infine in America esiste un ulteriore fattore di rischio per il mercato del credito, assai meno contemplato a casa nostra: quello di insolvenza dei debiti contratti dalle imprese per i programmi di buy-back delle azioni quotate, spesso a tassi elevati e, con il senno di poi, generatori di importanti perdite in conto capitale. Se ne veda il vertiginoso incremento del 2018 nel grafico che segue:



Source: Birinyi Associates, Goldman Sachs Global Investment Research

Ora, poiché la precedente crisi di fiducia dei mercati finanziari (quella del 2008) ha generato la più importante recessione dall'inizio del '900 ad oggi, non è irragionevole pensare che un'aggravamento di quella in corso possa accelerare l'arrivo della prossima recessione. La lotta politica in corso all'interno dell'Unione Europea e degli Stati Uniti d'America non contribuisce certo a rasserenare le aspettative!

## **I RIMBALZI DELLE BORSE**

Per tutti questi motivi le periodiche schiarite viste nei giorni scorsi sui mercati borsistici potrebbero risultare fuochi di paglia data anche l'accresciuta volatilità, poiché le menzionate importanti questioni di fondo restano potenziali portatrici di ulteriori crisi di fiducia. E se ciò fosse, le borse tornerebbero al ribasso.

Bisognerà dunque attendere un consolidamento del quadro congiunturale di (auspicabile) ripresa dei mercati borsistici per riuscire dichiarare non più attuali le preoccupazioni sopra citate. In effetti il villaggio finanziario globale galleggia ancora su una montagna di liquidità e, con i principali indici sotto del 20% almeno rispetto ai massimi, esistono oggi interessanti opportunità di individuare del valore nei titoli che promettono le cedole più elevate. Ma il quadro congiunturale dell'economia reale dovrebbe risultare così positivo da riuscire a fornire nuovo entusiasmo ai risparmiatori, cosa tuttavia piuttosto improbabile mentre il ciclo del credito volge in negativo.

***Stefano di Tommaso***