

# LA RECESSIONE È GIÀ ALLE PORTE?



***Il dato statistico ha fatto sobbalzare tutti: media, esperti, commentatori, imprenditori e investitori. La produzione industriale italiana si è ridotta a Novembre (sul Novembre precedente) del 2,6%, un'enormità se pensiamo a una crescita attesa del prodotto interno lordo (tanto quella passata quanto quella attesa per il 2019) dell'uno virgola qualcosa, che tra l'altro a questo punto è facile che nell'anno in corso non ci sia più.***

Ma dove stanno le cause? I più se la prendono con il governo, che però è in carica da sin troppo poco tempo per esserne il vero responsabile. E poi c'è quel "di cui" grosso come una casa che si chiama "produzione industriale automobilistica" (un settore industriale che in Italia ha tantissime imprese, buona parte delle quali grandi esportatrici di componentistica) che ha fatto quasi -20% a Novembre (su Novembre 2017). Per fare una sintesi potremmo affermare che la frenata dell'industria automobilistica sia stata quasi l'unica vera causa di quella (otto volte più piccola) registrata dalla produzione industriale nazionale!

## **SORPRESA! LA GERMANIA ARRANCA**

Ma se andiamo a scavare tra le statistiche europee allora sì che salta fuori la vera sorpresa (che costituisce anche buona parte delle ragioni di quella nostrana): la Germania nello stesso periodo (Novembre 2017 -Novembre 2018) ha fatto quasi il doppio della frenata industriale italiana : -4,7%. È questa sì che è una vera enormità, dal momento che, pur in assenza del dato del 4.° trimestre, già nel terzo trimestre la Germania è andata indietro con il prodotto interno lordo e le previsioni indicano che chiuderà l'anno con una crescita del P.I.L. tra il +1,2% e il +1,5% circa (cioè poco più che da noi). Si veda il grafico qui sotto:

- ☒ Come dire che l'arretramento che noi abbiamo sperimentato a fine anno è stato ancor più vistoso per i tedeschi! Se teniamo conto del fatto che l'export industriale è sceso

del 3,2% nello stesso periodo, capiamo che la Germania (il gigante industriale d'Europa) è stata duramente colpita dalla congiuntura negativa e che questo fatto getta un'ombra sinistra sulle prospettive del vecchio continente, che fino all'estate godeva di un forte avanzo commerciale con il resto del mondo.

Il problema non è marginale per le esportazioni dell'industria italiana, spesso e volentieri fornitrice/terzista di quella teutonica. Il traino (stavolta negativo) è praticamente scontato. Ecco invece sino a Novembre (qui a sinistra) il dato italiano del P.I.L.

L'Europa oggi inoltre si confronta con Francia e Gran Bretagna -sempre più instabili dal punto di vista politico- e con l'avvio della campagna elettorale per le elezioni europee (tra soli 4 mesi) che rischia di portare un forte ribaltone per l'attuale maggioranza politica della Germania. Difficile dunque che i governanti europei riusciranno a coalizzarsi in questi 4 mesi e a prendere iniziative clamorose per contrastare il declino che sembra delinearci per l'economia europea.

### **LA CINA RALLENTA E IL CAMBIO VA A PICCO**

La congiuntura non sembra molto migliore in Cina dove, nonostante le statistiche sulla crescita siano discutibili (da più parti si ritiene che molti dati siano stati "truccati") essa è certamente superiore a quella di buona parte del resto del mondo.

In Cina quasi la metà di quella crescita del P.I.L. (40%) è dipesa fino a ieri dall'incredibile livello di investimenti compiuti da aziende spesso sussidiate dal governo con denaro pubblico preso a prestito.

La contropartita di ciò è un cambio con il Dollaro fortemente perdente e l'accentuarsi dell'inflazione attesa, derivante anche dal maggior costo delle importazioni. Qui sotto il grafico del cambio Yuan/Dollaro nelle ultime settimane:



A sinistra invece il grafico dell'inflazione attesa, in evidente crescita:

Oggi quindi la Cina si confronta però con un indebitamento al limite della sostenibilità e, ciò nonostante, con forti rischi di vedere stabilmente ridotte le sue esportazioni in Occidente incrementandone le importazioni (e dunque importando anche inflazione). Il timore generale è che quella macchina industriale che con la sua dinamica ha portato

benefici indotti anche a tutto il resto del mondo possa incepparsi, sotto la pressione che l'America sta esercitando su di essa.

### ***MA ANCHE L'AMERICA RALLENTERÀ (INEVITABILMENTE)***

A questo punto anche la prospettiva di crescita economica americana del 2019 inizia a  venire messa in discussione, perché non potrà basarsi esclusivamente su un'ulteriore accelerazione dei consumi interni (anche perché è difficile ipotizzare ulteriori miglioramenti dell'occupazione dopo che l'economia interna ha già raggiunto di fatto il pieno impiego dei fattori). A evidenziare il rallentamento dei consumi c'è l'inflazione U.S.A., già scesa all'1,9% nei 12 mesi terminati a Dicembre del 2018 (per la prima volta sotto al 2% dall'Agosto 2017) .

D'altra parte, se l'America nonostante la piena occupazione mostrerà una crescita economica rilevante, probabilmente ciò dipenderà da una favorevole dinamica salariale, ma se ciò avverrà allora anche l'inflazione si risveglierà.

### ***PIÙ UNA STAGNAZIONE CHE UNA VERA RECESSIONE***

Tutto ciò spinge a supporre che la crescita economica globale prevista in precedenza dovrà ridursi e che ciò andrà inevitabilmente a scapito delle economie più deboli e di quelle più dipendenti dalle esportazioni, come l'Italia. È chiaro che in questo scenario l'iniziativa (attuale e soprattutto potenziale) del governo per uno stimolo "fiscale" forte potrà risultare particolarmente efficace nel contrastare la deriva negativa, ma difficilmente gli permetterà di vantarsene, dal momento che sarà già un ottimo risultato non arretrare economicamente.

Una relativa stagnazione globale dunque non soltanto è probabile che arrivi in anticipo, ma forse è davvero già alle porte. Cioè sarà ufficiale già nel corso del 2019, dopo un intero decennio di ripresa in America e pochi anni di (relativo) sviluppo a casa nostra. E forse proprio per questo l'arretramento a casa nostra non colpirà così duramente.

### ***IL VERO RISCHIO È LO SHOCK FINANZIARIO***

Il punto è che quando la stagnazione globale sarà incorporata nelle statistiche, allora i governi di buona parte del mondo si presenteranno all'appuntamento dell'inversione del ciclo economico-per la prima volta nella storia recente- con troppi debiti e assai poca capacità di contrastarla.

E sarà allora che il sistema finanziario globale sarà messo a durissima prova, perché alla recessione in arrivo potrebbe sommarsi una ripresa dell'inflazione, e perché ciò nonostante

nessun paese al mondo potrà permettersi di incrementare i tassi di interesse, portando dunque i rendimenti reali sotto lo zero.

Ma questo è davvero un altro film... chi vivrà vedrà!

**Stefano di Tommaso**

---

# GLI INVESTIMENTI INDUSTRIALI CRESCONO



***Uno studio di Morgan Stanley rivela che la “crescita globale sincronizzata” riguarda anche gli investimenti, con buona pace dell’inflazione e qualche speranza per le borse.***

Si è scritto più volte che le buone notizie per l’economia possono risultare cattive per i mercati finanziari ma più difficilmente si è giunti a sostenere anche il contrario: che le cattive notizie per questi ultimi possano risultare positive per l’economia reale. Ebbene, questa volta forse si può dimostrarlo: mentre le borse e i titoli a reddito fisso si teme possano prendersi qualche pausa di respiro a causa della crescita dei tassi di interesse (anche ulteriori rispetto a quelli che oggi auspicherebbero le banche centrali), c’è motivo di credere che la risalita dei rendimenti possa coincidere con un periodo di ripresa degli investimenti produttivi e che questo possa concorrere a determinare un deciso prolungamento dell’attuale super-ciclo economico, risultando dunque foriero di nuove buone notizie per l’industria.



In un recente articolo dell’autorevole colosso dell’informazione Bloomberg si cita infatti

una ricerca di Morgan Stanley che rivela un nuovo picco (rispetto al massimo toccato nel 2011) degli investimenti produttivi. Lo ha dichiarato in un'intervista l'autorevole Chetan Ahya, co-head del dipartimento di "global economics" alla Morgan Stanley di Hong Kong.



Saremmo dunque di fronte all'estensione ai Paesi Emergenti non solo della "crescita sincronizzata" delle economie ma anche della "crescita sincronizzata" degli investimenti. Non ci sarebbe quindi solo una ripresa contestuale in buona parte del mondo dei consumi e dei salari che normalmente porta a far crescere parallelamente i prodotti interni lordi ma anche l'inflazione (la cosiddetta "Curva di Phillips"), ma anche e soprattutto un pari incremento degli investimenti produttivi, in molti casi trainati dalla vivacità della domanda di beni, con il salutare effetto disinflazionistico di ampliare l'offerta di beni e servizi.



Ad esempio la forte domanda di telefoni cellulari intelligenti ha determinato un'attesa di crescita degli investimenti produttivi nel settore dei semiconduttori dell'ordine di oltre il 30%. Secondo la medesima Bloomberg tra i principali operatori nella produzione di automobili le attese per un incremento degli investimenti nel prossimo anno sono ancora più marcati: dell'ordine del 21% per la Cina, del 23% per il Giappone e, addirittura, del 40% per l'Europa. Anche nelle telecomunicazioni esiste in tutto il mondo industrializzato un'analogha aspettativa a causa dell'imminente avvento dei bandi per l'aggiudicazione delle nuove reti di telecomunicazioni cellulari di quinta generazione (il cosiddetto 5g) che in molti casi soppianteranno anche le telecomunicazioni via cavo.



Se l'andamento favorevole degli investimenti produttivi che ci si aspetta nell'elettronica e nel comparto automobilistico fosse riscontrato da ulteriori prove negli altri settori industriali saremmo al cospetto di un epilogo decisamente positivo della lunga campagna di facilitazioni monetarie che hanno portato negli ultimi anni ad una forte crescita della liquidità disponibile sui mercati finanziari ma che sino ad oggi non si era quasi riversata sull'economia reale e che stavolta invece starebbe finalmente indirizzandosi a finanziare gli investimenti pro-ciclici, così come era inizialmente stato ipotizzato dai loro ispiratori.



Se non ci fosse stato il Quantitative Easing insomma l'attuale esigenza di capitali per gli investimenti si sarebbe trasformata in un eccesso di domanda di capitali rispetto all'offerta

e a un eccesso di domanda di credito, probabilmente surriscaldando il mercato finanziario e i suoi rendimenti attesi. La grande liquidità in circolazione invece potrebbe finalmente tornare utile proprio mentre le principali banche centrali del pianeta si stavano apprestando a ridurla per timore di fiammate inflazionistiche.

Il contesto economico generale risulta peraltro ampiamente positivo per le ulteriori crescite registrate nei Paesi Emergenti anche a causa della risalita dei prezzi delle principali materie prime e della contestuale debolezza del Dollaro americano, una combinazione favorevole ad attrarre capitali e investimenti anche nelle zone del mondo diverse dal sud-est asiatico dove la ripresa ha fatto sinora fatica a mostrarsi (ad esempio: Sud America).

Lo scenario di crescita sincronizzata anche degli investimenti, tutto ancora da confermare, aiuterebbe necessariamente la crescita dei tassi di interesse ma avrebbe al contempo molti positivi risvolti nei confronti dei timori di un ritorno dell'inflazione galoppante a causa del fatto che in generale gli investimenti tecnologici e distributivi hanno come effetto l'ampliamento dell' "output di produzione" come dicono gli economisti (e cioè della capacità produttiva) facendo crescere dunque l'offerta di beni e servizi e la produttività del lavoro. Ciò, come sopra accennato, potrebbe costituire il miglior epilogo possibile della lunga era di interventi delle banche centrali all'indomani della crisi finanziaria che si è sviluppata a partire dal 2008.



Lo scenario avrebbe peraltro un ulteriore effetto positivo sul gettito fiscale di tutte le economie coinvolte nella crescita sincronizzata, dal momento che i profitti aziendali si ipotizza che possano trarne ulteriori impulsi, con la speranza che ciò porti a una riduzione della proporzione tra debito e dimensione delle economie, che sino a ieri ha guastato i sonni ai governanti e ai banchieri centrali di mezzo mondo (tra i quali quelli nostrani) ma avrebbe l'ulteriore effetto di promuovere anche gli investimenti infrastrutturali, una categoria di capitoli di spesa che necessita di decisi stimoli da parte degli stati nazionali e degli organismi sovranazionali, che per molti motivi ancora mancano all'appello di una vera e propria ripresa economica con i fiocchi !

Ci sono perciò al momento molti motivi di ottimismo per tenere d'occhio l'andamento dell'economia globale e l'incremento conseguente dei tassi di interesse reali, per una volta con effetti positivi per i salari, oltre che per la prosecuzione dello slancio dei profitti aziendali, tutti fattori che potrebbero controbilanciare positivamente la tendenza dei mercati finanziari a deprimersi contestualmente alla risalita del saggio di interesse al quale si scontano i redditi futuri.

# PERCHÉ IL DOLLARO SCENDE?



*Superato il “sell-off” delle ultime settimane, Wall Street è tornata a toccare nuovi massimi, le statistiche più recenti diffuse dalle autorità americane forniscono riscontri più che incoraggianti e l’attesa per ulteriori incrementi dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve è addirittura cresciuta e, con essa, i rendimenti dei titoli obbligazionari ma, nonostante tutto ciò, il Dollaro continua a svalutarsi nei confronti di praticamente tutte le altre valute!*

## **IN CADUTA LIBERA**

L’anno scorso il biglietto verde si è svalutato infatti del 9% nei confronti delle principali valute di cambio, nonostante una crescita economica superiore alle attese e quest’anno in un mese e mezzo è sceso di un ulteriore 3% sebbene le prospettive del paese siano ancora migliori e si accompagnino a due fattori che dovrebbero migliorarne ulteriormente l’appetibilità : la forte riduzione delle aliquote fiscali e il conseguente rientro dei capitali detenuti all’estero dalle grandi multinazionali americane.

Ovviamente tutti si chiedono perché. La vicenda smentisce una serie di assiomi dettati da tutte le teorie economiche e, evidentemente, desta molti dubbi anche sulla possibilità che possa andare avanti a lungo.

## **LE POSSIBILI SPIEGAZIONI**

Una prima risposta potrebbe venire dalla scarsa fiducia che i maggiori operatori vogliono mostrare sulla capacità dell'amministrazione Trump di tenere a bada il deficit di bilancio che deriverà dalle minori entrate fiscali (questi ha puntato sulla riduzione delle spese deducibili e sulla crescita del prodotto interno lordo per controbilanciarle). Ma l'eventuale ampliamento del debito pubblico americano non è di per se un forte argomento per vendere dollari, perché il primo risultato sarebbe quello di un'ulteriore crescita dei rendimenti dei titoli e quindi invoglierebbe ulteriori capitali a trasferirsi oltre oceano.

Una seconda risposta, questa volta più fondata, potrebbe arrivare dalle attese di inflazione per l'economia americana, che controbilancerebbero la salita dei tassi portandone a nullità l'effetto sui tassi reali d'interesse (al netto dell'inflazione) o peggio riducendoli. Si tratta tuttavia di illusioni non supportate dai fatti, dal momento che nessuno dispone di statistiche sui prezzi che non siano di pubblico dominio.



Ancor più fondati sarebbero però i dubbi sugli effettivi rendimenti degli investimenti finanziari sul mercato americano se sommiamo a quelli sui tassi d'interesse reali anche i dubbi sulla tenuta del mercato borsistico statunitense, oggettivamente sopravvalutato rispetto a tutti gli altri, sebbene questo fenomeno sia una costante da decenni (in compenso è sempre stato più liquido e più trasparente).

Chi vende allora i dollari sarebbero soprattutto gli investitori, i quali hanno ben a mente che veniamo da un periodo recente di grande risalita del biglietto verde e che sino a ieri avevano a lungo controbilanciato l'effetto depressivo sui cambi che deriva dal deficit strutturale commerciale e delle partite correnti tra USA e resto del mondo con l'allocazione di capitali stranieri sul mercato finanziario americano. Ma oggi -grazie anche alla globalizzazione dei mercati finanziari- essi trovano più interessante puntare altrove le loro scommesse.

## ***IL RUOLO DELLA SPECULAZIONE***

Ovviamente però a costoro si aggiunge la speculazione, che sembra abbia puntato in totale qualcosa come 13 miliardi di dollari in scommesse contro la valuta a stelle e strisce. Speculazione che spera di trovare nel tempo supporto nelle scelte degli investitori finali perché dovrebbe invece correre presto ai ripari qualora l'economia americana dovesse continuare a correre, Wall Street dovesse stabilizzarsi nuovamente e l'inflazione rimanesse entro i limiti fisiologici del 2-3% (cioè al di sotto della crescita del P.I.L.).

***Stefano di Tommaso***

---

# IL BITCOIN A 235.000 DOLLARI?



***Il prezzo della criptovaluta più famosa del mondo è cresciuto, dal 2010 ad oggi, 5 milioni di volte, provocando una miriade di reazioni e la convinzione generale che si tratti di una bolla speculativa o di una catena di Sant'Antonio. Quello che però non tutti hanno notato è che la natura del Bitcoin, la cui offerta (detta "estrazione", in Inglese "mining") è fortemente sotto controllo, è tale da impedirne la diffusione senza che parallelamente il suo valore si apprezzi, mentre in numero ancora minore sanno che del Bitcoin tutti ne parlano ma ben pochi al mondo lo hanno comperato o utilizzato. Si è mai vista una bolla speculativa sul mercato di cui tutti parlano senza che la medesima sia diffusa tra i partecipanti? Viene il sospetto che allora sia l'esatto opposto: che il bello debba ancora venire.***

## **TUTTI NE PARLANO, POCHI LO DETENGONO**

Nel mondo esistono soltanto 21 milioni di conti denominati in Bitcoin (in inglese "wallets"), certificati dai registri ufficiali (in inglese "ledgers") che si scambiano la cripto valuta e condividono la tecnologia della catena di blocco (in inglese "blockchain"). Perciò è ragionevole affermare che, nonostante la sua gran notorietà, quel numero di conti in Bitcoin sia un'inezia rispetto ai 5 miliardi di persone che hanno oggi almeno un conto corrente bancario.

Si stima che il valore complessivo dei mezzi di pagamento (il cosiddetto aggregato monetario "M1", oltre evidentemente all'oro in circolazione) oggi nel mondo ammonti a qualcosa come 40.000 miliardi di dollari (di cui solo 3.500 miliardi di dollari sono il valore dell'oro) ed è un dato di fatto che una quota crescente di transazioni stiano iniziando a passare dalla rete internet e dal commercio elettronico. Se parallelamente a tale trasferimento degli scambi dal mondo fisico a quello virtuale anche una parte del valore dei

medesimi sarà denominato in Bitcoin, se anche solo il 10% di quella cifra si trasferisse in Bitcoin, essa ammonterebbe alla mirabolante capitalizzazione complessiva di *4.000 miliardi di dollari, cioè quasi 14 volte l'attuale valore complessivo di 287 miliardi di dollari del bitcoin al prezzo attuale di 17.000 dollari*. Questo risultato -data la rigidità dell'offerta, che non può essere aumentata- porterebbe il valore del Bitcoin a 235.000 dollari (14 volte quello attuale).



L'ipotesi del 10% è in realtà conservativa, mentre ovviamente il nesso logico fra l'incremento dell' e-commerce e quello dell'utilizzo di Bitcoins non è scontato. Tuttavia si stima che le oltre 1.6 miliardi di persone che hanno fatto acquisti online a fine 2017 diventeranno 2,14 miliardi a fine 2020, mentre l'ammontare complessivo degli acquisti online cresceranno più rapidamente: si stima che passeranno



da quasi 2.800 miliardi di dollari nel 2017 a quasi 4.500 nel 2021. Nel sud-est asiatico le vendite online sono già divenute il 12,1% delle vendite al dettaglio, mentre sono ancora poco più dell'8% in Europa e Stati Uniti.

## ***RISPONDE A ESIGENZE INELUDIBILI***

Il fenomeno delle criptovalute ha comunque delle profonde ragioni di esistere (e sulle quali si sono scritte milioni di pagine) e la sua tecnologia, esattamente come ogni altra tecnologia -una volta che è stata inventata- non è possibile cancellarla. Nonostante dunque che oggi qualcuno, allettato dai grandi guadagni realizzati così rapidamente, decida di vendere la sua cripto valuta e (ancor più raramente ) lo faccia chiudendo il suo conto in Bitcoin, è facile predire che invece, nel complesso, la diffusione della cripto valuta più diffusa nel mondo prosegua inevitabilmente e che, in tal caso, il suo prezzo non possa che salire, a causa dell'impossibilità di espanderne l'offerta.

Le cripto valute stanno infatti iniziando ora ad aprire le porte di un gigantesco mercato potenziale che è quello delle valute virtuali universali da utilizzare sulla rete per scambiarsi pagamenti.

Questo mercato oggi è dominato da sistemi di pagamento -come ad esempio PayPal- denominati in una o più valute pregiate (Euro, Dollari, Yen o Renminbi, ad esempio) che non solo sono soggette a restrizioni nella circolazione e alla tassazione, ma in più non

potranno mai avere la medesima funzionalità delle cripto valute per tutto il resto del mondo (i miliardi di persone che vivono nei paesi emergenti) le quali non trovano particolarmente comodo detenere a casa loro conti in valuta pregiata per comprare o vendere su internet.

### ***UNA RISERVA DI VALORE***

Le cripto valute assolvono inoltre in modo originale e, forse, insostituibile, ad una seconda funzionalità: sono una riserva di valore, un po' come l'oro o i diamanti. Ma a differenza dei tipici beni-rifugio, la loro offerta sul mercato non è manovrabile dalle istituzioni, non può essere aumentata, e la loro detenzione non può essere vincolata dalle autorità di nessun tipo. L'argomento appena citato può non risultare così importante agli occhi di un cittadino contemporaneo americano o europeo, abituato a contare sui propri diritti di proprietà e su sistemi di circolazione del denaro più o meno liberalizzati, ma diviene una qualità fondamentale per tutti gli altri -molti miliardi di persone- che vivono altrove.



L'infrastruttura che è nata negli ultimi cinque anni e che si è diffusa nel mondo per registrarne gli scambi non solo è di per se il "pezzo pregiato" che fa del Bitcoin una vera perla (tant'è che persino la IBM sta pensando di utilizzare la "blockchain" per certificare i dati aziendali spediti sulla "nuvola") ma rappresenta oramai un investimento miliardario difficile da rimpiazzare e risulta inscindibile dal Bitcoin stesso.

### ***AUTORITÀ E INVESTITORI NON LO HANNO ANCORA ADOTTATO***

I mercati finanziari di tutto il mondo lo hanno riconosciuto e hanno iniziato a trattare il Bitcoin come una separata "asset class" su cui investire, consci del fatto che esso è divenuto una riconoscibile riserva di valore, ma di fatto quasi nessuno ci ha ancora investito. Quando lo faranno il suo valore non potrà che crescere. Addirittura il Giappone lo ha equiparato ad ogni altra valuta di conto quale mezzo ufficiale di pagamento. Se al momento gli altri Paesi non lo hanno ancora fatto è perché risultano infastiditi da un qualcosa che non possono controllare, ma la tendenza ad adottarla come mezzo di pagamento sembra inevitabile per scongiurare il peggio (che diventi il mezzo di pagamento universale e che possa relegare quelli ufficiali di Stato allo stesso ruolo che hanno oggi francobolli e marche da bollo) .

### ***CONCLUSIONI***

Esattamente come le carte di credito ma con una dignità e un' affidabilità completamente diverse, il Bitcoin risponde perciò a esigenze ineludibili e, non diversamente dalle carte di credito, nonostante che ne siano nate a valanghe, alla fine quasi solo il circuito Visa-MasterCard è rimasto quello universalmente accettato, dal momento che risulta poco utile per chiunque gestirne una pluralità. Così come su internet continuano a nascere iniziative di ogni tipo ma il motore di ricerca per eccellenza resta Google e per chiunque risulta relativamente scomodo andarne a cercare altri. In più, mano mano che l'utilizzo di Google si diffonde, risulta ancor più inutile avvalersi delle alternative. Lo stesso potrebbe valere per la più diffusa delle cripto valute, ma ciò determinerebbe -quasi automaticamente- anche un aumento di valore.

***Stefano di Tommaso***