

16 marzo 2016 14:22

Draghi potrà salvare i mercati all'infinito?

di [Alessandro Pedone](#)

Come tutti ci ricordiamo, nel luglio del 2012 Mario Draghi pronunciò le famosissime tre parole, “*whatever it takes*”, che – di fatto – salvarono l'unione monetaria dalla sua disgregazione (che ciò sia stato un bene o male resta un dibattito aperto, anche se la grande maggioranza lo considera un bene).

Giovedì scorso, il 10 Marzo 2016, Draghi ha annunciato un nuovo piano di stimoli economici che i giornali hanno ribattezzato il nuovo “bazooka di Draghi”. Piano molto gradito ai mercati che lo hanno “festeggiato” con giornate molto positive (dopo essere rimasti profondamente delusi dagli annunci dati tre mesi prima).

Molti analisti hanno paragonato i due episodi ritenendo che, ancora una volta, le parole di Draghi potranno dare una nuova linfa a lungo termine ai mercati finanziari grazie all'ulteriore denaro che verrà immesso nel sistema.

Riteniamo che questa lettura sia sbagliata.

Potrebbero esserlo anche le conclusioni, sebbene i mercati finanziari siano imprevedibili e quindi tutto può accadere.

Intanto le due situazioni, quella del Luglio 2012 e quella attuale, sono profondamente diverse.

La crisi dell'Euro era principalmente una **crisi politica**. Crisi con pesanti riflessi nei mercati finanziari, ma l'origine era tutta politica. Era legata all'incertezza che i vari vertici europei continuavano ad infondere sul futuro dell'Euro. Le decisioni assunte precedentemente erano sempre state tardive e insufficienti. I mercati temevano la disgregazione dell'Euro principalmente perché non si intravedeva una **chiara volontà** politica. Nel momento in cui una voce autorevole c'ha messo la faccia in modo inequivocabile, ed ha preso provvedimenti conseguenti, ciò è bastato a far scomparire i dubbi ed a far tornare il sereno.

Il contesto attuale è completamente diverso. Da aprile 2015 i mercati azionari sono entrati in una fase negativa (*bear market*) che ha visto più ondate discendenti e fasi di recupero. Il primo “scricchiolio”, pesante, si ebbe nelle due settimane fra la fine di Giugno e l'inizio di Luglio 2015. Una discesa piuttosto violenta che vide però un pronto recupero, sebbene – come è logico in una fase discendente, ma allora non si sapeva che lo fosse – il recupero non fu completo. A metà Agosto inizia una nuova tempesta nei mercati azionari che durerà più tempo, fino a tutto Settembre. Ancora una volta, il recupero – che durerà due mesi esatti, fino a tutto Novembre – non riporterà gli indici azionari ai valori del 10 Agosto (picco del recupero precedente). Ad inizio dicembre 2015 inizia una nuova ondata di vendite che termina l'11 Febbraio scorso. Questa è la più violenta e prolungata – fino ad oggi – delle fasi

discendenti di questo *bear market*. Attualmente siamo in una terza fase di recupero che dura da oltre un mese.

Basteranno le parole di Mario Draghi per invertire definitivamente la rotta?

C'è da dubitarne.

In primo luogo bisogna dire che gli strumenti della BCE sono senza alcun dubbio sufficienti a fugare ogni dubbio sulla possibilità tecnica di mantenere l'unione monetaria "a qualsiasi costo" (*whatever it takes*), ma ben diverso è il discorso se parliamo di ottenere specifici obiettivi di politica economica come il raggiungimento di certi livelli d'inflazione.

Abbiamo visto che se la BCE è certamente in grado di salvare le Banche o gli Stati membri (acquistando le loro obbligazioni) è stata pesantemente inefficace nel controllare l'inflazione. L'obiettivo di un'inflazione, inferiore **ma vicina**, al 2% è stato gravemente mancato.

Se i mercati azionari registreranno una nuova ondata di vendite, quando sarà esaurito questo recupero, oppure se questo recupero sarà l'inizio di una inversione del trend e quindi la fine di questo *bear market*, dipenderà solo parzialmente dalla BCE. Dipenderà molto più pesantemente dall'andamento dell'economia. Non sempre i prezzi delle azioni sono collegati ai fondamentali, anzi, succede spesso che i mercati azionari esagerino, sia in una direzione che nell'altra. Ciò nonostante, i grandi trend dei mercati azionari (quelli che durano alcuni trimestri, naturalmente fra eccessi e correzioni) sono sempre collegati ai fondamentali.

I mercati azionari sono ottimi indicatori anticipatori del ciclo economico. Non c'è mai stato un *bear market* significativo che non coincidesse con una fase o di rallentamento o di recessione del ciclo economico.

E' molto probabile che anche questa volta sia così. Questo *bear market* dovrebbe indicare che l'economia sta rallentando e potrebbe essere che il rallentamento sia già in atto, ma non lo registriamo con gli indicatori coincidenti. Purtroppo, mentre li viviamo, le inversioni dei cicli economici sono sempre difficili da leggere, dopo qualche trimestre (avendo anche dati più completi) possiamo dire con certezza che quella era una fase di rallentamento o di recupero, ma nell'immediato è sempre tutto più difficile. E' ragionevole supporre, però, che questo *bear market* finirà quando potrà essere in grado di anticipare di qualche mese una fase di recupero dell'economia.

Se prendiamo per buona l'ipotesi che anche questo *bear market* ha segnalato un rallentamento economico, se non proprio una recessione, ci restano solo due ipotesi: o questo rallentamento è un rallentamento "flash", cioè che dura solo un trimestre o due, oppure questo *bear market* non è ancora concluso e quindi questa fase di recupero si fermerà, come le altre, prima di raggiungere il livello dei prezzi raggiunti a fine novembre 2015, per avviare un'altra ondata di vendite che dovrebbe raggiungere livelli di prezzo inferiori a quelli raggiunti il 12 Febbraio 2016.

Vi è un ultimo punto, a nostro giudizio, molto rilevante: **la credibilità delle politiche monetarie**. Sono ormai molti anni che le banche centrali vanno avanti con politiche di allentamento monetario. La FED ha intrapreso una fase di "normalizzazione" delle politiche monetarie, anche se in modo molto lento e molto discusso. Inizialmente le voci discordanti erano veramente poche ed isolate. Recentemente si stanno facendo sempre più convincenti, anche alla luce degli oggettivi problemi che stanno creando. Si può discutere se questi problemi siano o meno inferiori rispetto a quelli che vi sarebbero stati in assenza di queste decisioni, ma non si può discutere sul fatto che la politica di inondare i mercati finanziari di denaro ha creato forti distorsioni e una serie di "trappole" dalle quali sarà difficile uscire. Voci sempre più autorevoli stanno sollevando il problema.

Recentemente, il 4 Marzo, Claudio Borio (non un economista eretico o di poco peso), Capo del Dipartimento monetario ed economico della BIS, la Bank of International Settlements, cioè la banca che coordina l'operato della varie banche centrali del mondo, ha messo il dito nella piaga indicando come la politica del denaro facile abbia fatto aumentare in modo significativo i debiti (pubblici e privati), in particolare nei paesi emergenti, e mini la crescita della produttività.

Scrive Borio: *"questo aumento e' spesso accompagnato da un forte rialzo dei prezzi immobiliari in un contesto di aggressiva assunzione di rischio, fattori che **ricordano in modo inquietante i boom finanziari** osservati nelle economie colpite successivamente dalla crisi."* ed ancora: *"secondo una recente ricerca BIS, **i boom del credito minano la crescita della produttività man mano che aumentano di vigore**, prevalentemente perche' destinano risorse ai settori sbagliati. L'impatto di queste allocazioni errate perdura nel tempo e si intensifica allo scoppio di una crisi finanziaria. A sua volta, una minore produttività rende piu' difficile sostenere gli oneri debitori. Per metterla in altri termini, **quelli che vediamo potrebbero non essere fulmini isolati, bensì i segnali di una tempesta vicina, che si sta preparando da molto tempo.**"* Infine, Borio, sferra la stoccata finale: *"Le recenti turbolenze hanno mostrato chiaramente che le banche centrali, dopo la crisi, sono state gravate **per un tempo troppo lungo di un fardello eccessivo**, proprio nel momento in cui si sono ridotti gli spazi per politiche di bilancio e c'e' stata carenza di misure strutturali. Malgrado condizioni monetarie **eccezionalmente** espansive, la crescita nelle giurisdizioni piu' importanti e' stata deludente e l'inflazione e' rimasta persistentemente bassa. Gli operatori di mercato ne hanno preso atto e **la loro fiducia nei poteri curativi delle banche centrali – probabilmente per la prima volta – vacilla.**"*

Il giorno in cui questo pensiero dovesse diventare dominante, cioè quando sarà evidente che le banche centrali non hanno un potere infinito, quel giorno, probabilmente, vedremo dei crolli nei mercati azionari alla luce dei quali, i recenti, appariranno solo come avvisaglie.