



ROBERTO BELLAVITA – OPTIMA Spa Sgr

DOCUMENTO AD USO INTERNO

Il ciclo di Kondratieff e l'economia americana

Non all'inizio, non alla fine del tunnel

1) Le fasi del ciclo di Kondratieff

1a Fase (primavera):

(es. dal 1942-1948 al 1961-68)

Inflazione e **tassi crescenti**, ma bassi, crescita economica e **borsa in rialzo**.

2a Fase (estate):

(es. dal 1961-1968 al 1980-1981)

Inflazione e **tassi crescenti** ed elevati, crescita economica e **borsa in ribasso**.

3a Fase (autunno):

(es. dal 1980-1982 al 2000 in Usa, fino al 1989-1990 in Giappone)

Disinflazione, **tassi in ribasso**, crescita economica, **borsa in rialzo**.

4a Fase (inverno)

(es. dal 2000 negli Stati Uniti e dal 1989-1990 in Giappone)

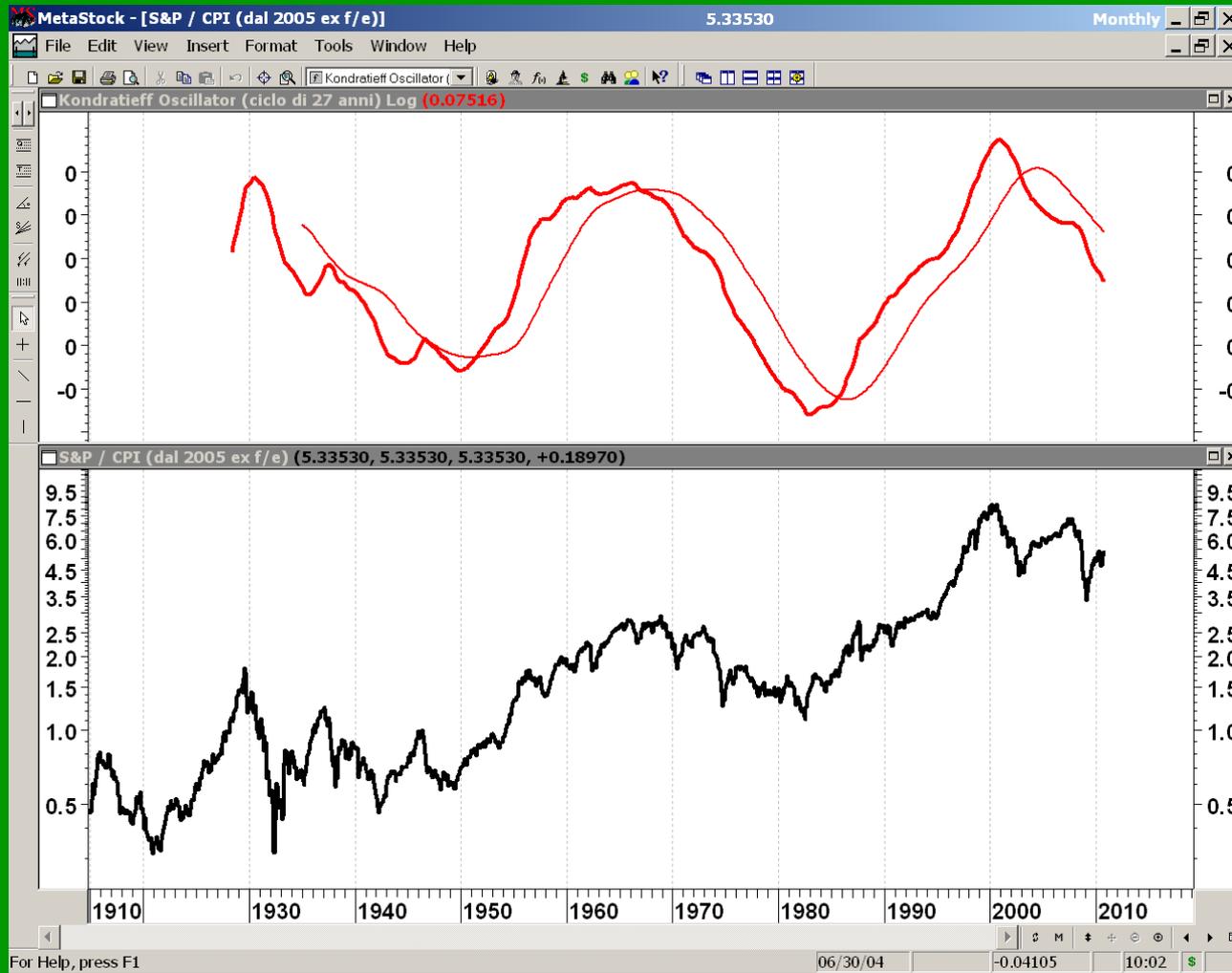
Disinflazione/deflazione, **tassi in ribasso**, depressione economica, **borsa in ribasso**.

2) Le variabili chiave per determinare la fase del ciclo di Kondratieff

- Le variabili che seguono meglio l'andamento del ciclo di Kondratieff sono (in ordine di significatività decrescente) i prezzi di Borsa deflazionati e il tasso a 10 anni.
- Minore importanza (minore rispondenza con il ciclo di Kondratieff) rivestono (in ordine di significatività decrescente) gli indici dei prezzi (Cpi e Ppi, meno significativi soprattutto dagli anni '30 in poi) e l'indebitamento complessivo dell'economia.

BORSA deflazionata (S&P/CPI): trend secolare in ribasso

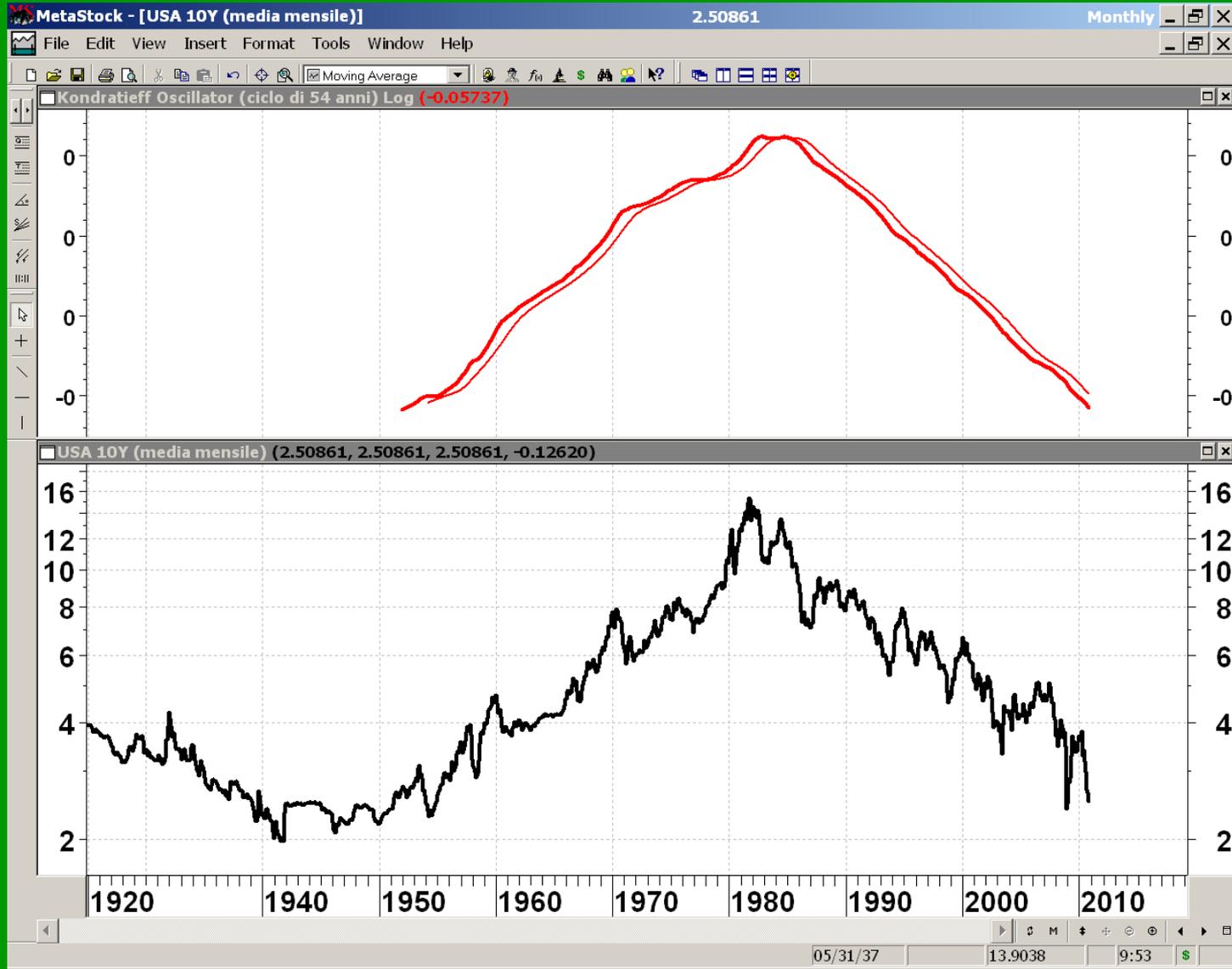
- Può anche considerarsi una proxy della crescita economica, con una ciclicità ben più facile da analizzare della ciclicità del tasso di crescita del Pil.



Nota metodologica:

- Nel grafico precedente, come nei successivi, il trend è valutato considerando l'incrocio dell'oscillatore con la propria media mobile: l'oscillatore è tarato sulla lunghezza tipica del ciclo di Kondratieff (54 anni per i prezzi e i tassi e 27 anni per la borsa deflazionata); la media mobile è il risultato di una ottimizzazione (che necessariamente è solo indicativa) atta a cogliere i punti di svolta del ciclo.

TASSO A 10 ANNI: trend secolare in ribasso



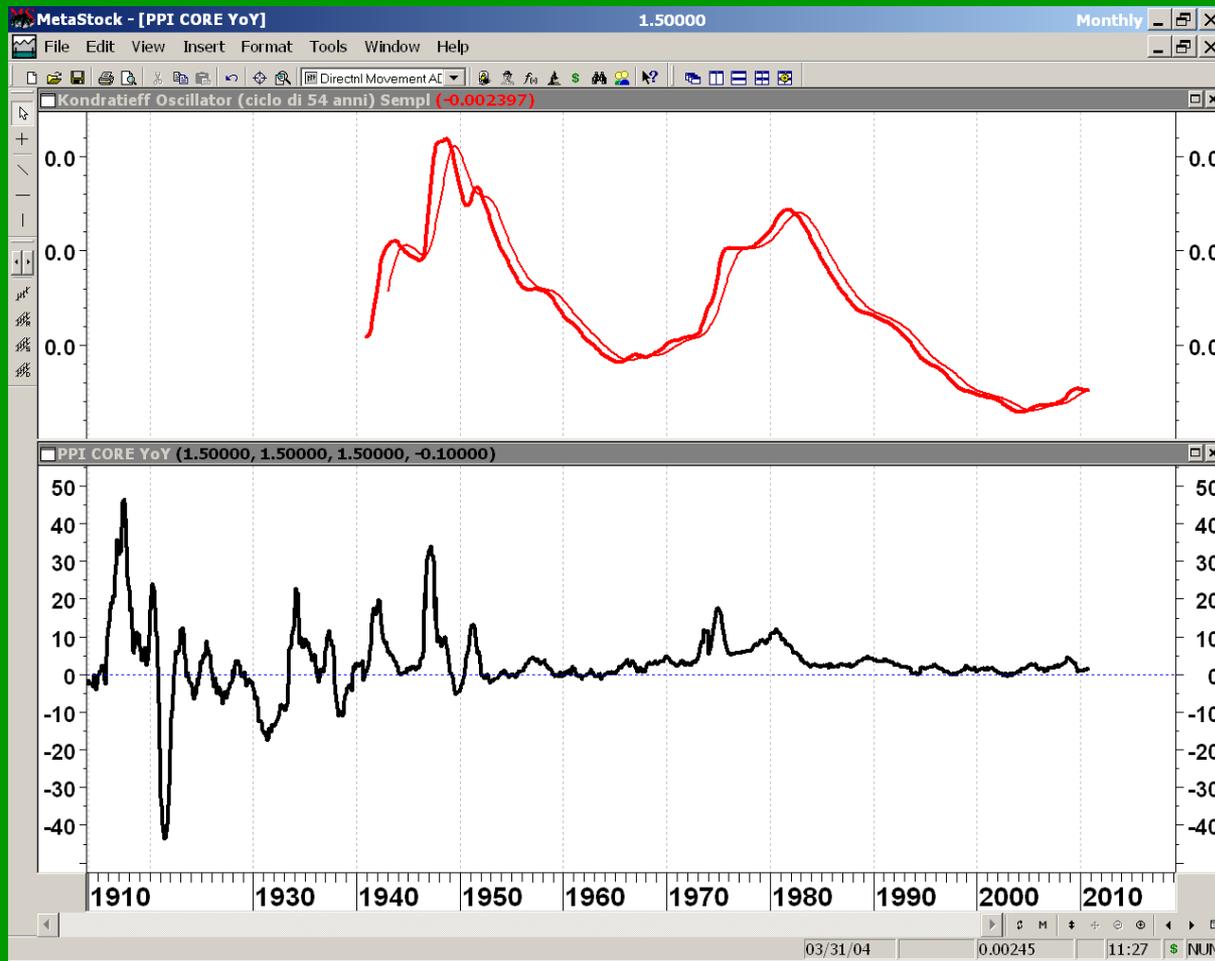
CPI e PPI: svolta rialzista secolare incompiuta

Premesse:

- A partire dagli anni '30 l'andamento del Ppi e del Cpi è stato influenzato in modo consistente da politiche economiche tendenzialmente espansive e inflazionistiche. All'influsso delle politiche economiche sono risultate invece meno esposte sia la Borsa (deflazionata), che il tasso a 10 anni.
- A partire dagli anni '30 Ppi e Cpi hanno perciò assunto un minore forza segnaletica nel descrivere il sottostante ciclo di Kondratieff.

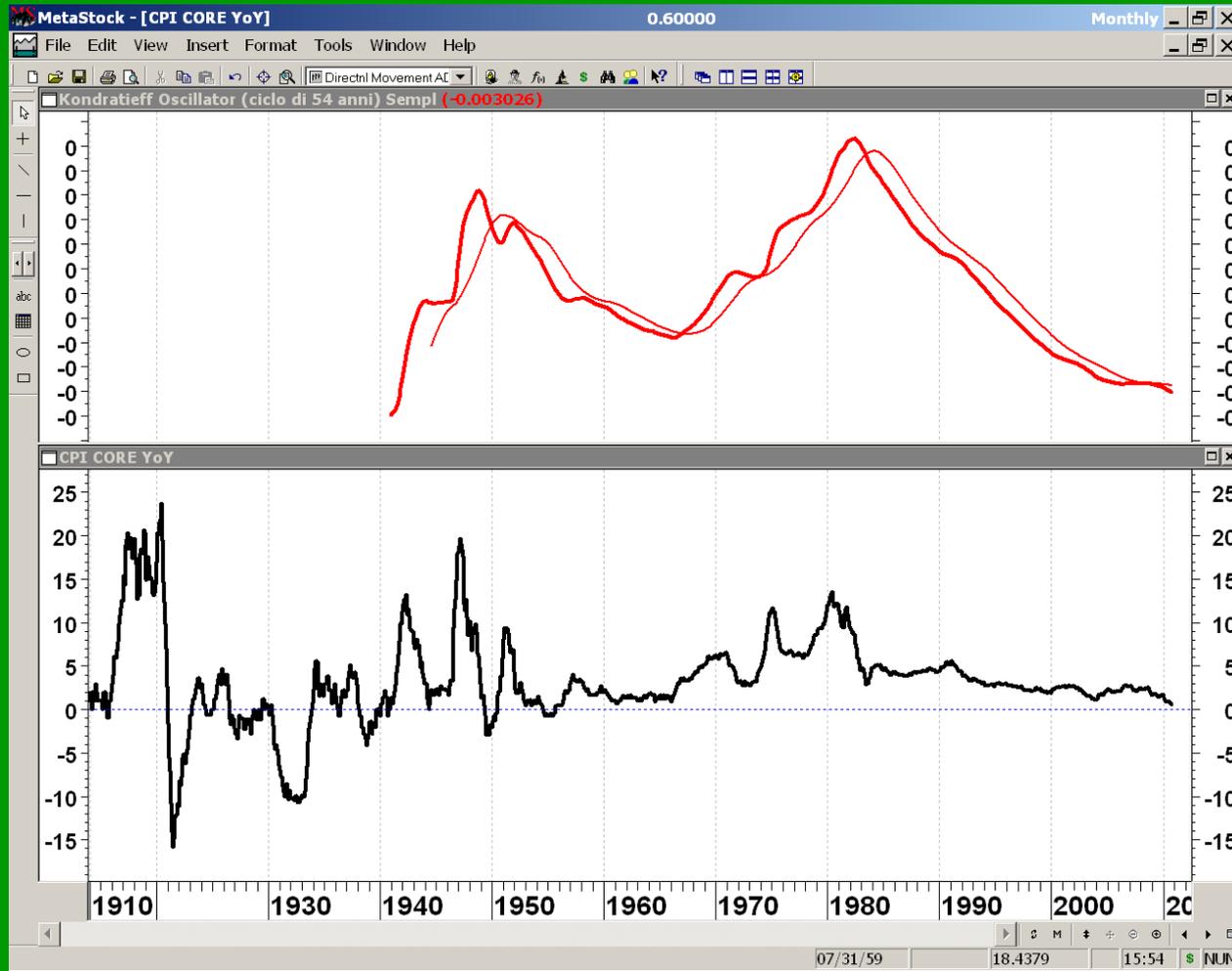
Analisi:

Il Ppi Yoy (sia il più affidabile core che il generale) ha già svoltato al rialzo, allorchè si assuma come riferimento la frequenza tipica del ciclo di Kondratieff: ma la tenuta del rialzo core è già a rischio.



PPI Yoy core (generale prima del 1974)

La svolta rialzista secolare non si è invece realizzata per il Cpi Yoy (sia il più affidabile core che il generale).



CPI Yoy core (generale prima del 1958)

La diversità dei segnali dipende dal diverso grado di sensibilità di ciascuna variabile all'impulso inflazionistico derivante dalle politiche economiche espansive.

**STADI DI TRASMISSIONE DELL'IMPULSO INFLAZIONISTICO
E SVOLTA DEL TREND SECOLARE:**

STADIO	VARIABILE	SVOLTA RIALZISTA
1	MATERIE PRIME	SI
2	PPI	SI
3	PPI CORE	SI?
4	CPI	NO
5	CPI CORE	NO
6	TASSI OBBLIGAZIONARI	NO

- Oggi (come nel 1932-1933), la svolta secolare anticipata del Ppi Yoy rispetto alla Borsa (1942-1948) e alle obbligazioni (1945) è avvenuta sotto la spinta dell'aumento del prezzo delle materie prime e dei semilavorati.
- Come nel 1932-1933 l'aumento dei prezzi delle materie prime è stato causato dagli effetti inflazionistici indotti dalle politiche economiche espansive. A tale effetto si è questa volta aggiunto quello derivante dalla crescente domanda di materie prime proveniente da alcuni Paesi in via di sviluppo, in particolare dalla Cina e dall'India.

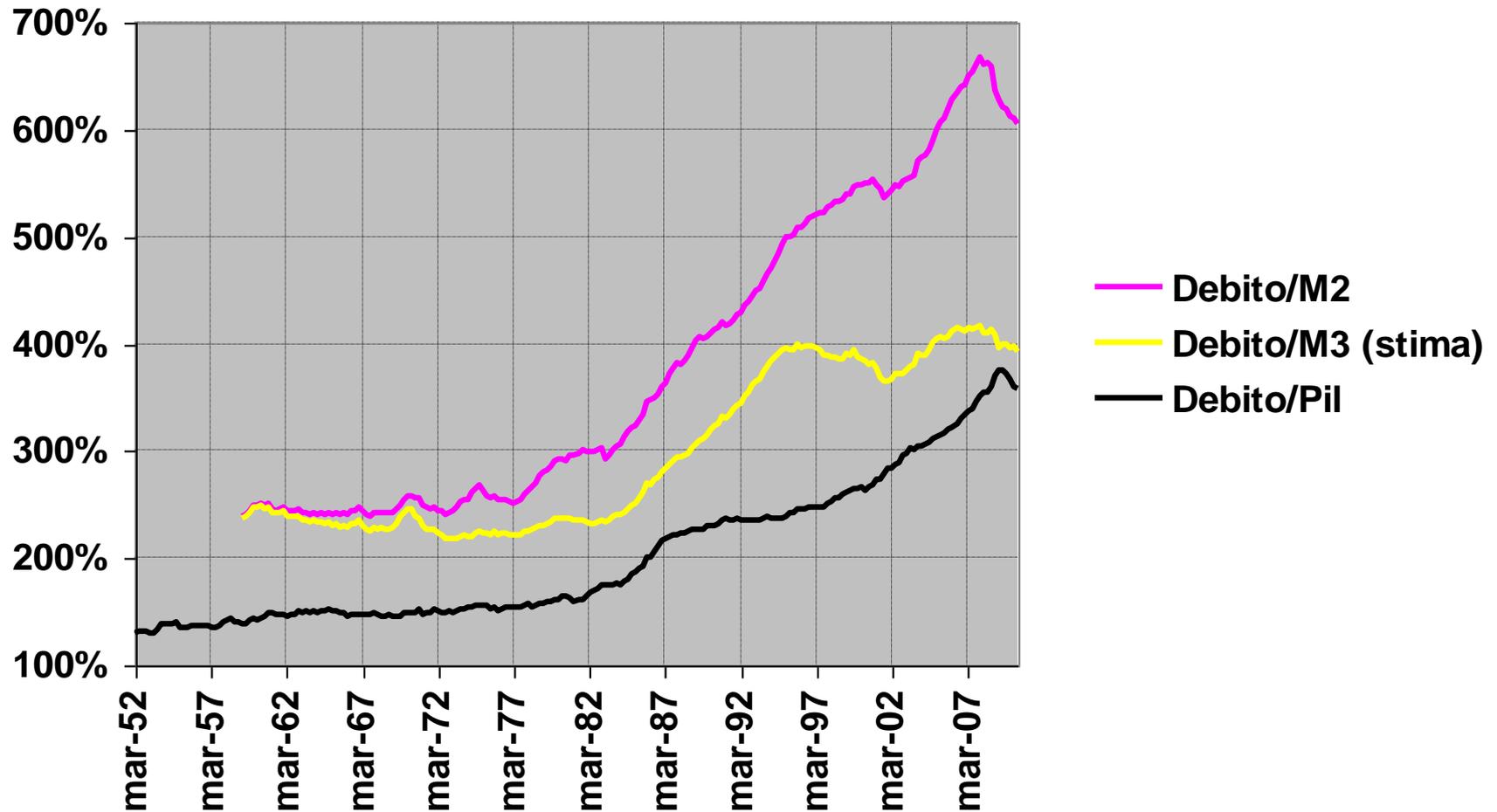
CONCLUSIONE:

- **Nonostante il rialzo del prezzo delle materie prime e del Ppi Yoy, un nuovo periodo di crescita dell'inflazione non può ancora dirsi inaugurato, vista la maggiore significatività del Cpi e soprattutto del tasso decennale americano nel misurare le pressioni inflazionistiche strutturali e vista la loro mancata svolta.**

INDEBITAMENTO:

- L'indebitamento complessivo dell'economia è una delle determinanti fondamentali (se non la principale) del ciclo di Kondratieff: aumenta dalla primavera all'autunno (soprattutto in autunno) e finanzia la crescita economica durante la fase più matura del ciclo, ma poi finisce per creare squilibri strutturali e in inverno si ridimensiona.
- Tuttavia l'indebitamento complessivo mostra una correlazione modesta con i cicli secolari di Kondratieff. Probabilmente ciò avviene a causa delle difficoltà di misurazione di questa grandezza macroeconomica ed a motivo della evoluzione del sistema finanziario, che riduce la significatività dei confronti storici.

Il ridimensionamento dell'indebitamento complessivo dell'economia americana è iniziato solo nel 2008-2009.



Commento al grafico precedente:

- Anche nel ciclo precedente il rapporto debito complessivo / Pil ha iniziato a scendere dopo (1933) l'inizio della fase "invernale" (1929).
- Durante il ciclo corrente le politiche economiche espansive sembrano avere ulteriormente ritardato (dal 2000 al 2008-2009) la fase di ristrutturazione stimolando la formazione di un ulteriore indebitamento fino al 2008-2009.

Prima conclusione:

La borsa deflazionata mantiene il trend secolare ribassista
Tassi e Cpi Yoy mantengono il trend secolare ribassista

**L'ECONOMIA AMERICANA DAL 2000 RIMANE
NELLA FASE INVERNALE DEL CICLO DI KONDRATIEFF**

L'INVERNO DI KONDRATIEFF

- Indebitamento e sovracapacità insostenibili => svolta secolare della Borsa deflazionata
- Scoppiano bolle speculative (azionarie ed immobiliari) tra crisi e scandali finanziari
- Riduzione della produttività
- Svalutazioni competitive e tensioni commerciali
- Accentuazione delle tendenze deflazionistiche
- Crescenti tensioni sociali e internazionali.

- Al termine l'indebitamento e lo sfruttamento dei fattori produttivi saranno ridotti a livelli tali da favorire la successiva duratura ripresa dell'attività produttiva.

- Investimenti migliori: cash, oro, obbligazioni (ma attenzione alle crisi finanziarie).

LA FEDERAL RESERVE E ALTRE BANCHE CENTRALI A PARTIRE DAL 2001 HANNO CERCATO DI SCONGIURARE TUTTO CIO' E DI RISTRUTTURARE L'ECONOMIA IN MODO INDOLORE .

A TAL FINE HANNO FATTO LEVA:

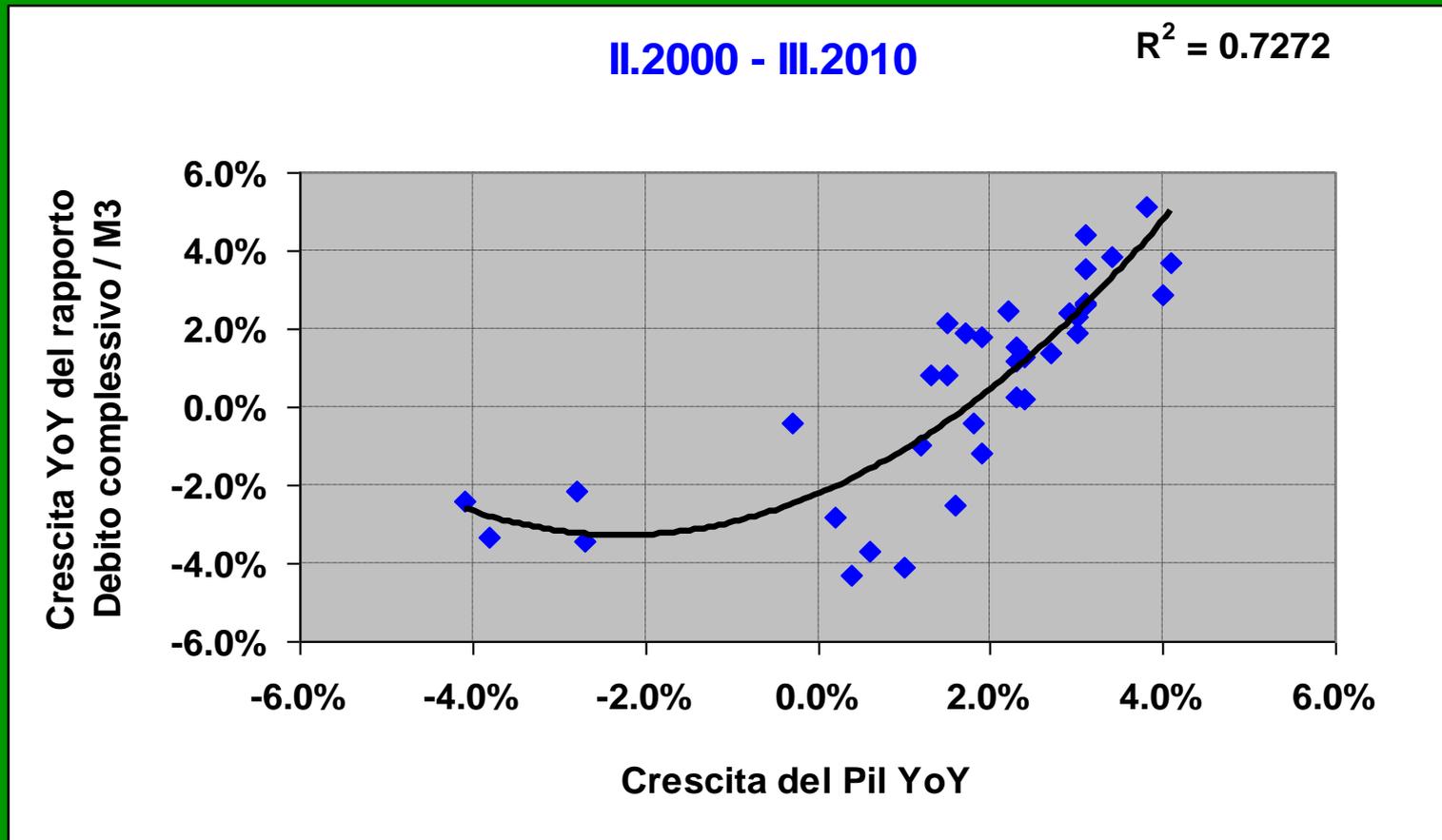
- **SULLA ELEVATA LIQUIDITA' GARANTITA AL SISTEMA ECONOMICO-FINANZIARIO**
- **SULLA CAPACITA' DEL SISTEMA ECONOMICO-FINANZIARIO, SEMPRE PIU' EVOLUTO, DI TOLLERARE SENZA SQUILIBRI L'ELEVATA LIQUIDITA' IMMESSA.**
Tuttavia la recente crisi finanziaria ha palesato gli evidenti limiti di tale capacità.

**L'ESITO DI QUELLO CHE POSSIAMO
CHIAMARE UNO STORICO ESPERIMENTO (l'utilizzo della liquidità
per ristrutturare l'economia) E' ANCORA INCERTO**

IN PARTICOLARE LA FED AFFRONTA TRE PROBLEMI:

- La liquidità immessa dalle autorità **STENTA AD ESSERE IMPIEGATA IN ATTIVITA' PRODUTTIVE**, inflaziona gli asset finanziari e le materie prime e rischia di alimentare la speculazione e un ulteriore indebitamento dell'economia.
- Nel 1987 si è persa l'occasione di assecondare un aggiustamento meno traumatico e più naturale (nel rispetto della durata tipica del ciclo secolare): le autorità monetarie e fiscali hanno preferito prolungare il ciclo di espansione, accentuandone gli eccessi, ed ora **LA FASE DI AGGIUSTAMENTO STRUTTURALE SARA' PIU' LUNGA E/O DOLOROSA**.
- **LA FED INSEGUE** tassi di crescita soddisfacenti e **LA PIENA OCCUPAZIONE**, ma entrambi non sono raggiungibili nella attuale fase di aggiustamento strutturale, se non episodicamente e a costo di maggiori squilibri: al contrario la ristrutturazione dell'economia **RICHIEDE IL RIDIMENSIONAMENTO DEGLI ATTIVI E DEI PASSIVI** attraverso una minore crescita economica.

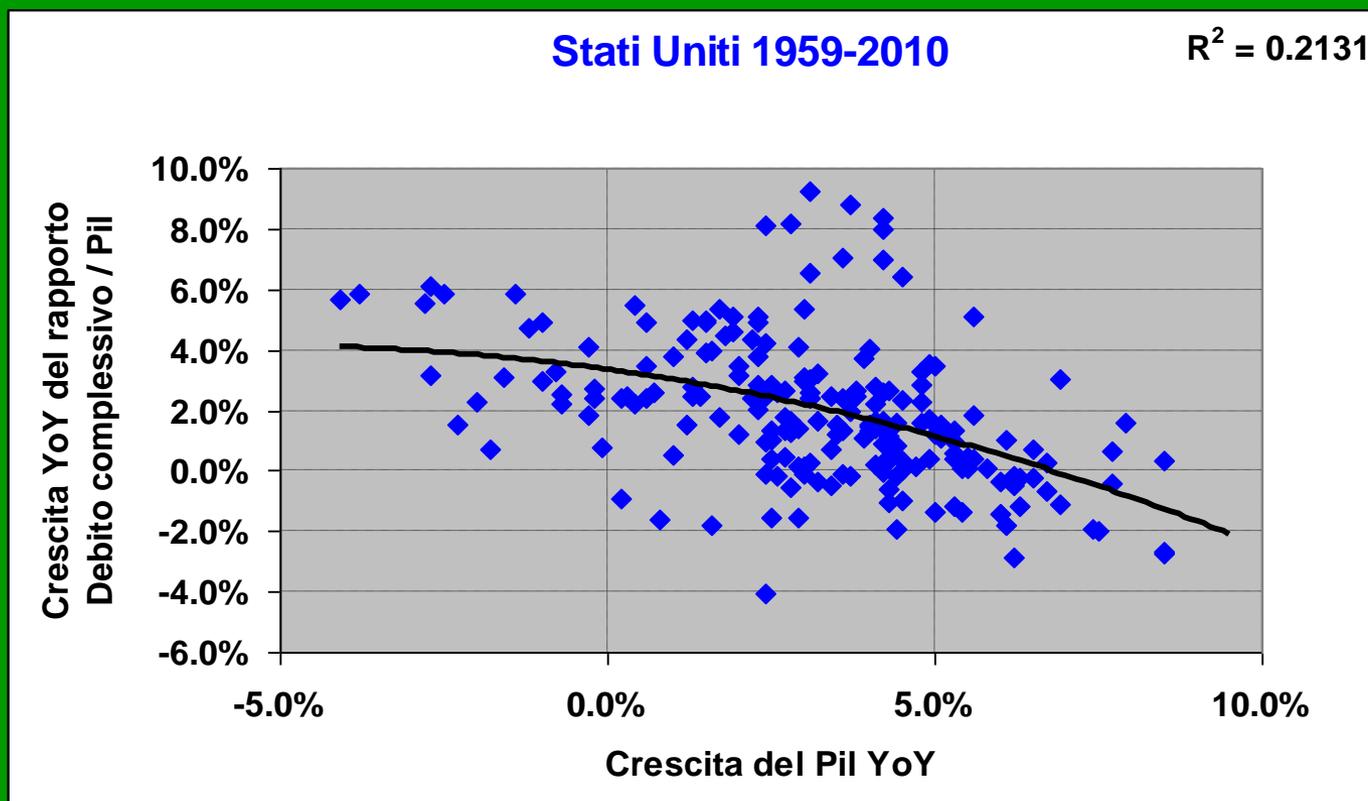
In particolare **SEMBRA OCCORRERE UNA CRESCITA DEL PIL INFERIORE ALL'1,8%** per abbassare il rapporto Indebitamento complessivo / M3 durante l'attuale aggiustamento strutturale (nessuna relazione invece con la crescita del Pil per il debito/M3 dal 1959 o per il debito/M2 dal 2000 mentre è debole la relazione per il debito /Pil su entrambi gli orizzonti).



Al di sopra di questo livello la crescita economica tenderebbe ad essere finanziata con l'indebitamento, la fonte principale degli attuali squilibri, e con rischi crescenti.

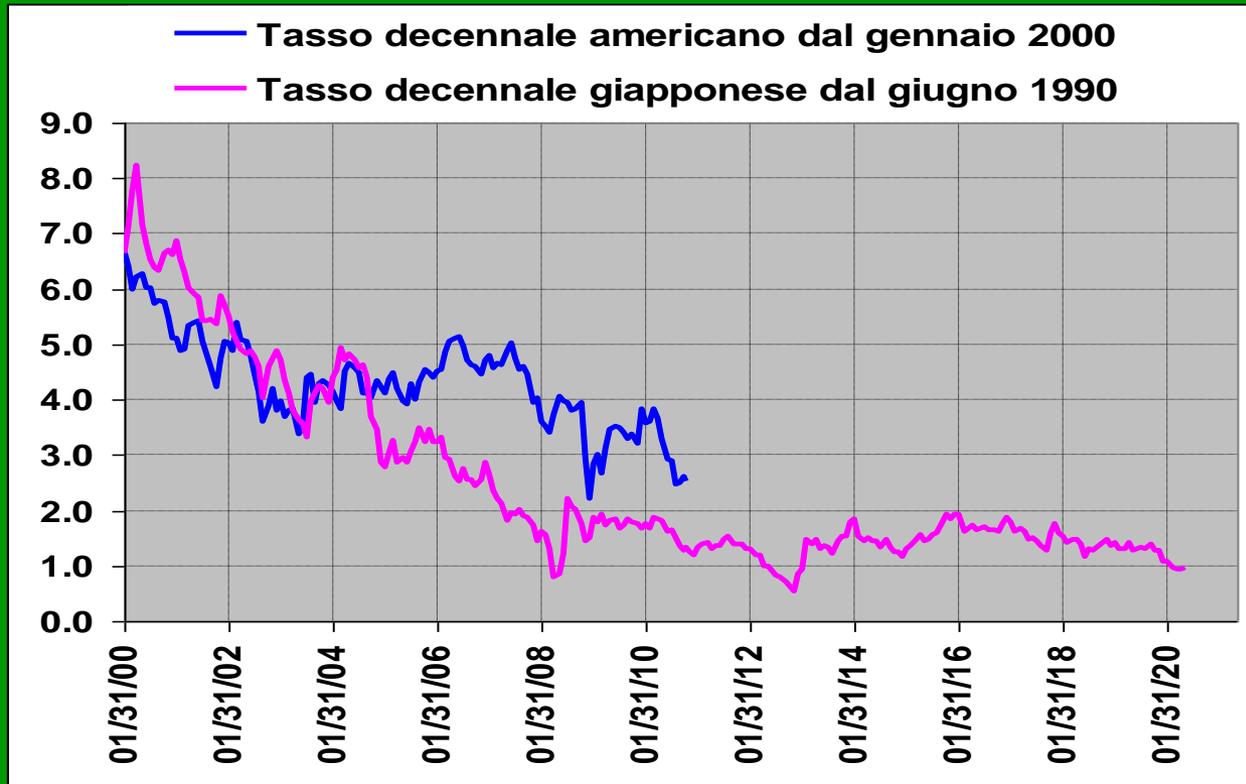
In queste condizioni è ormai inevitabile il passaggio del testimone di motore della crescita economica ai Paesi emergenti, in particolare dell'area asiatica, anche in virtù della migliore situazione debitoria degli stessi.

La stessa storia recente degli Stati Uniti insegna che l'aumento dell'indebitamento rispetto al Pil è più spesso un segnale di debolezza/maturità economica mentre la sua riduzione è più spesso un segnale di forza:



La pur debole relazione si manifesta a causa della presenza della variabile Pil sia alle ascisse che alle ordinate e a causa delle ripercussioni finanziarie della dinamica reddituale. Si manifesta in direzione e in misura analoga anche dal 2000 al 2010, periodo nel quale tuttavia è ben più stringente la relazione tra crescita dell'indebitamento/M3 e crescita del Pil.

PROSPETTIVA I: sulle orme del Giappone?



Lo sfasamento di 115 mesi massimizza la correlazione tra i due tassi.

Si consideri che il ritardo con il quale le autorità giapponesi hanno posto in essere massicce politiche di sostegno, a suo tempo rilevato dalla Fed, ha di fatto favorito la ristrutturazione dell'economia accorciandone i tempi (che pure già ammontano a 20 anni): la ristrutturazione dell'economia americana potrebbe essere meno dolorosa, ma più lunga.

PROSPETTIVA II:

la monetizzazione del deficit pubblico di stimolo all'economia, come avvenne nel periodo 1942-1951, a finanziamento delle spese belliche, allorchè la Fed fissò un tetto di rendimento per i Treasury.

(BERNANKE, 2002):

“Historical experience tends to support the proposition that a sufficiently determined Fed can peg or cap Treasury bond prices and yields at other than the shortest maturities. The most striking episode of bond-price pegging occurred during the years before the Federal Reserve-Treasury Accord of 1951.”...

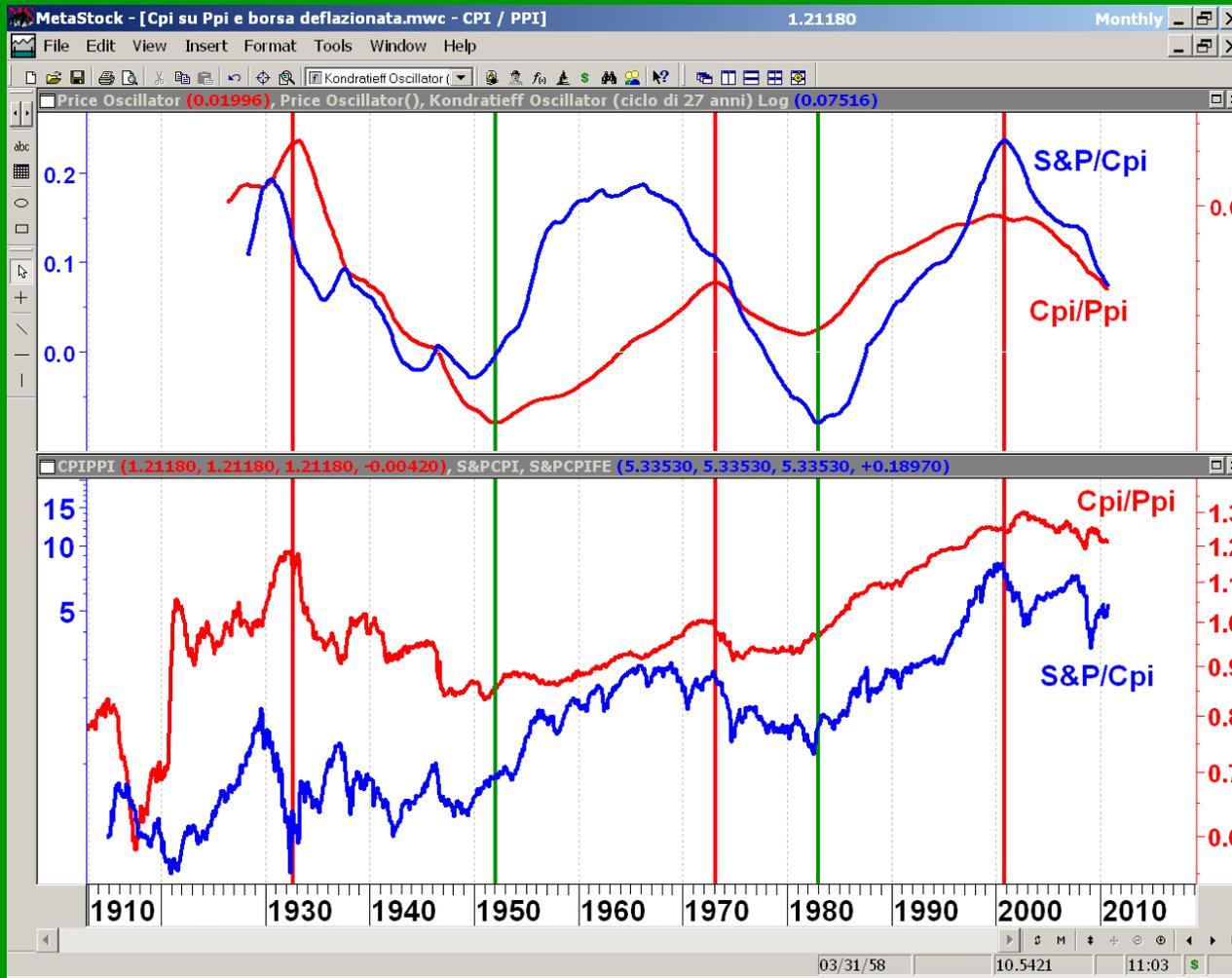
“In practice, the effectiveness of anti-deflation policy could be significantly enhanced by cooperation between the monetary and fiscal authorities. A broad-based tax cut, for example, accommodated by a program of open-market purchases to alleviate any tendency for interest rates to increase, would almost certainly be an effective stimulant to consumption and hence to prices.”...

“Of course, in lieu of tax cuts or increases in transfers the government could increase spending on current goods and services or even acquire existing real or financial assets. If the Treasury issued debt to purchase private assets and the Fed then purchased an equal amount of Treasury debt with newly created money, the whole operation would be the economic equivalent of direct open-market operations in private assets”.

Per avviare in tempi brevi una tale concertazione tra Fed e Tesoro probabilmente occorrerà una nuova crisi finanziaria o il perdurare di tassi di disoccupazione elevati

3) Altri aspetti dell' “inverno” dell'economia americana (variabili di conferma)

a) La più importante conferma della fase “invernale”: la pressione sul valore aggiunto e sul pricing power dei venditori (americani):

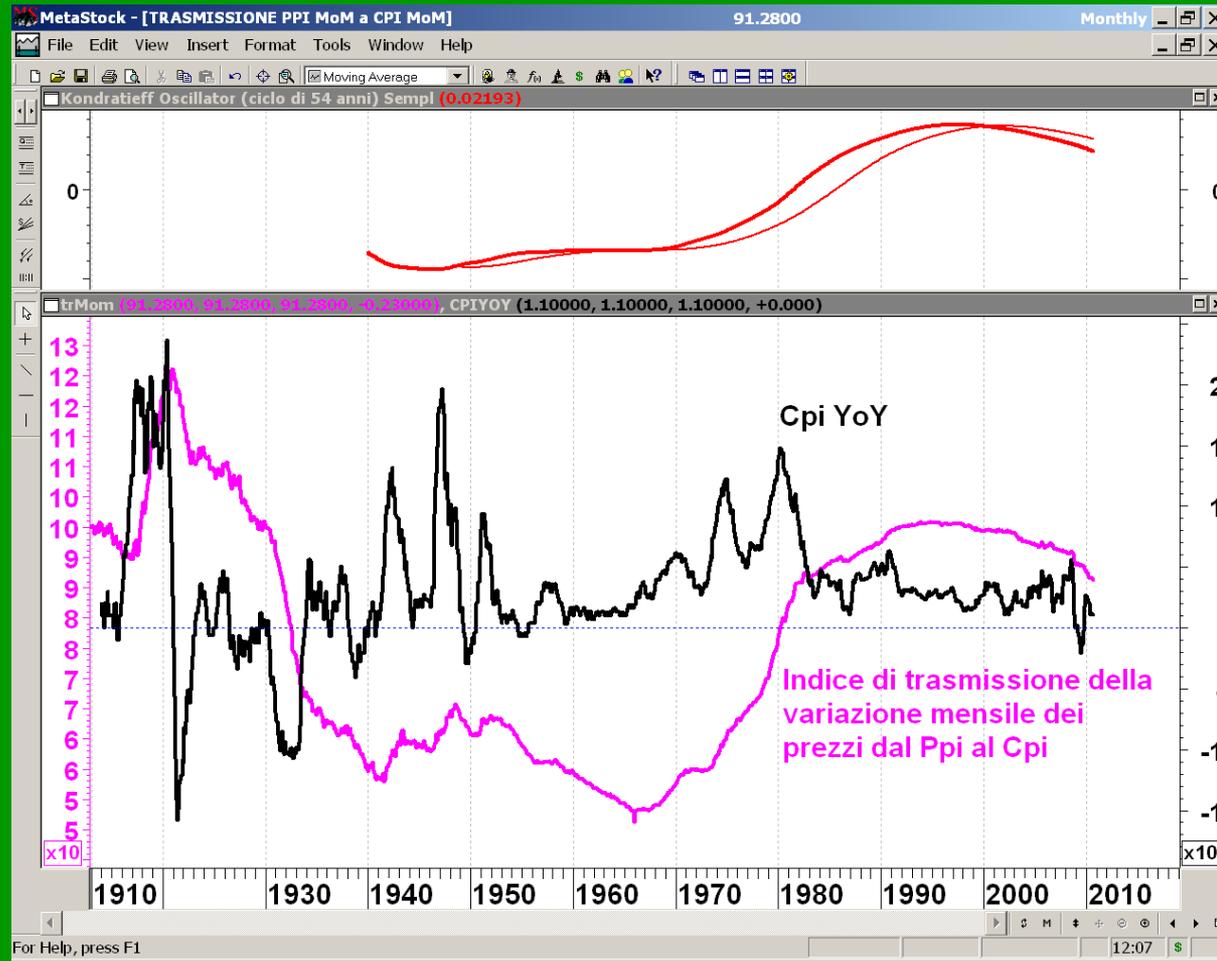


Il rapporto Cpi/Ppi continua a scendere!

Commento al grafico precedente:

- L'internazionalizzazione rende meno significativo il rapporto tra Cpi e Ppi nazionali, ma la riduzione del pricing power sul mercato nazionale rimane preoccupante.
- Dal punto di vista quantitativo l'inversione dell'oscillatore secolare, contemporaneamente per il rapporto Cpi/Ppi e per la borsa deflazionata (rette verticali del grafico precedente), ha rappresentato e probabilmente rappresenterà un assai importante segnale di cambiamento della fase secolare.

b) La lenta trasmissione dell'impulso inflazionistico dai prezzi alla produzione ai prezzi al consumo:

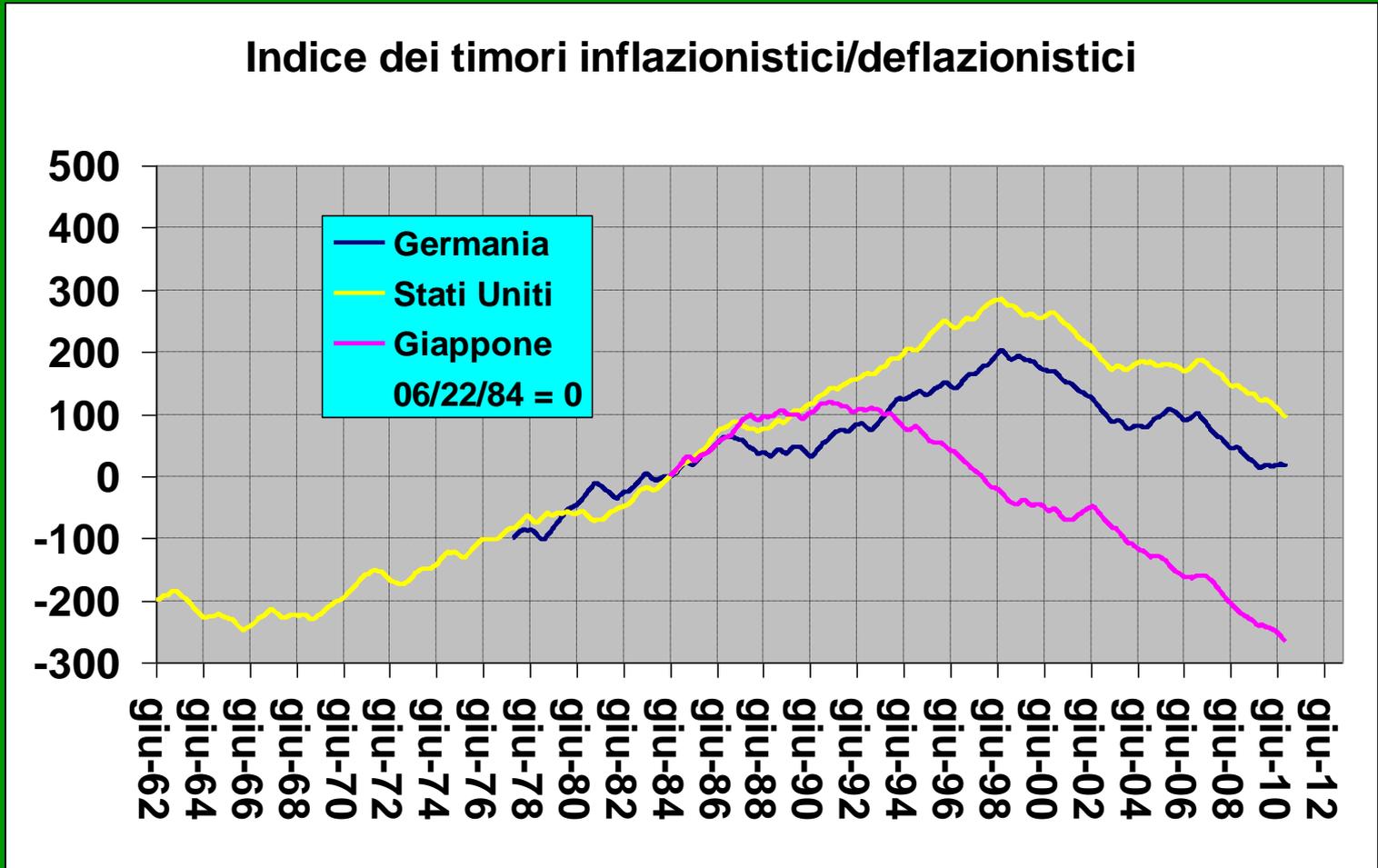


Indice di trasmissione della variazione dei prezzi dal Ppi al Cpi

Commento al grafico precedente:

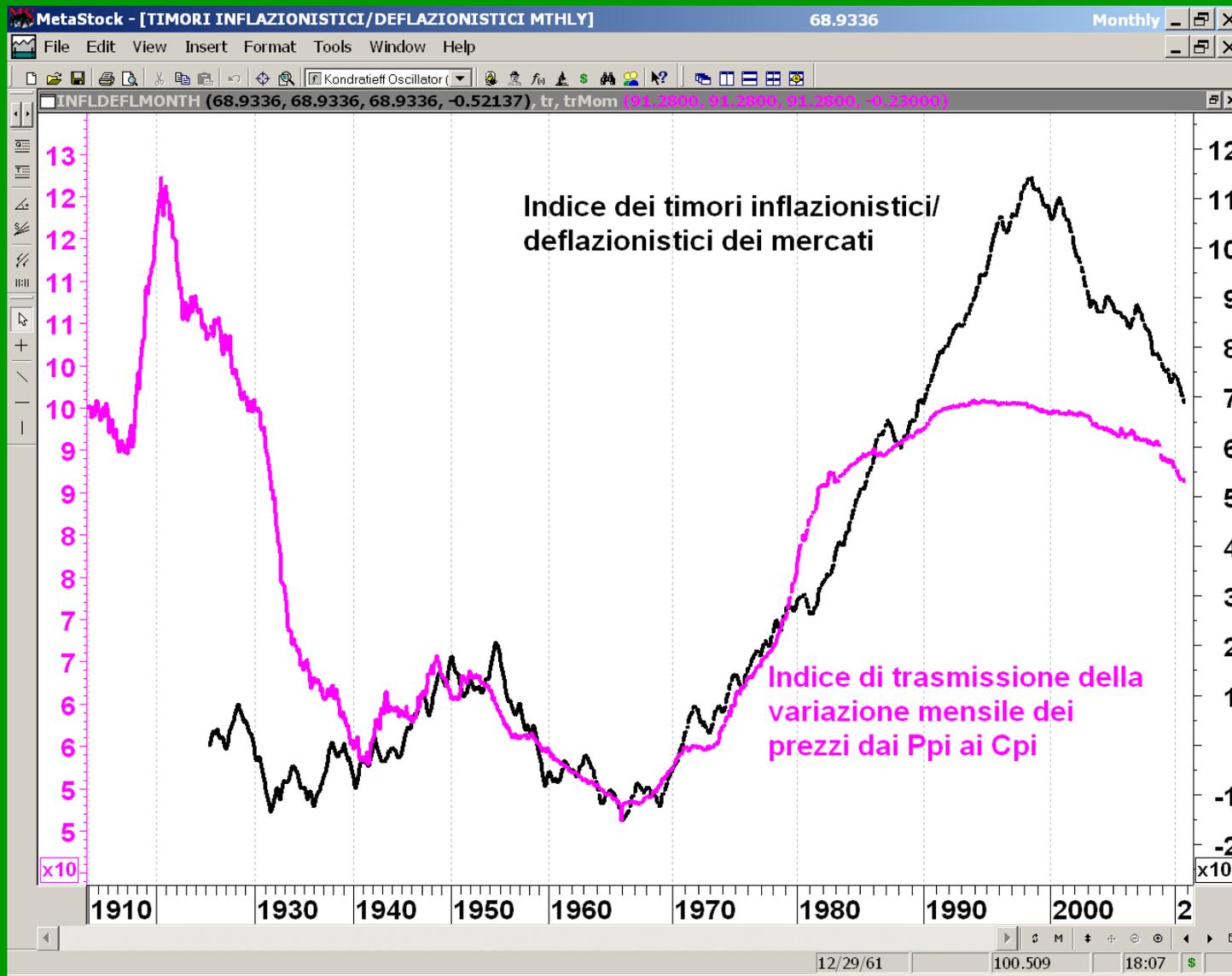
- L'indice di trasmissione della variazione dei prezzi dal Ppi ai Cpi è un indice cumulativo della deviazione del Cpi YoY rispetto alla stima derivata dalla regressione binomiale con il Ppi YoY misurata a partire dal 1914: se l'indice scende significa che l'ultimo stadio della catena del valore (Cpi) provoca deflazione o disinflazione rispetto alla relazione storica (con il Ppi), se l'indice sale significa che l'ultimo stadio provoca inflazione rispetto alla relazione storica.
- L'indice mostra che fin dal 1993 l'ultimo stadio della catena del valore sta provocando deflazione/disinflazione rispetto alla relazione statistica del periodo osservato: in tal senso spingono le difficoltà economico-finanziarie della domanda (causa tipica) e la maggiore concorrenza internazionale (causa accessoria).

c) Soprattutto negli Stati Uniti e in Giappone si teme più la deflazione che l'inflazione:



weekly

Stati Uniti:

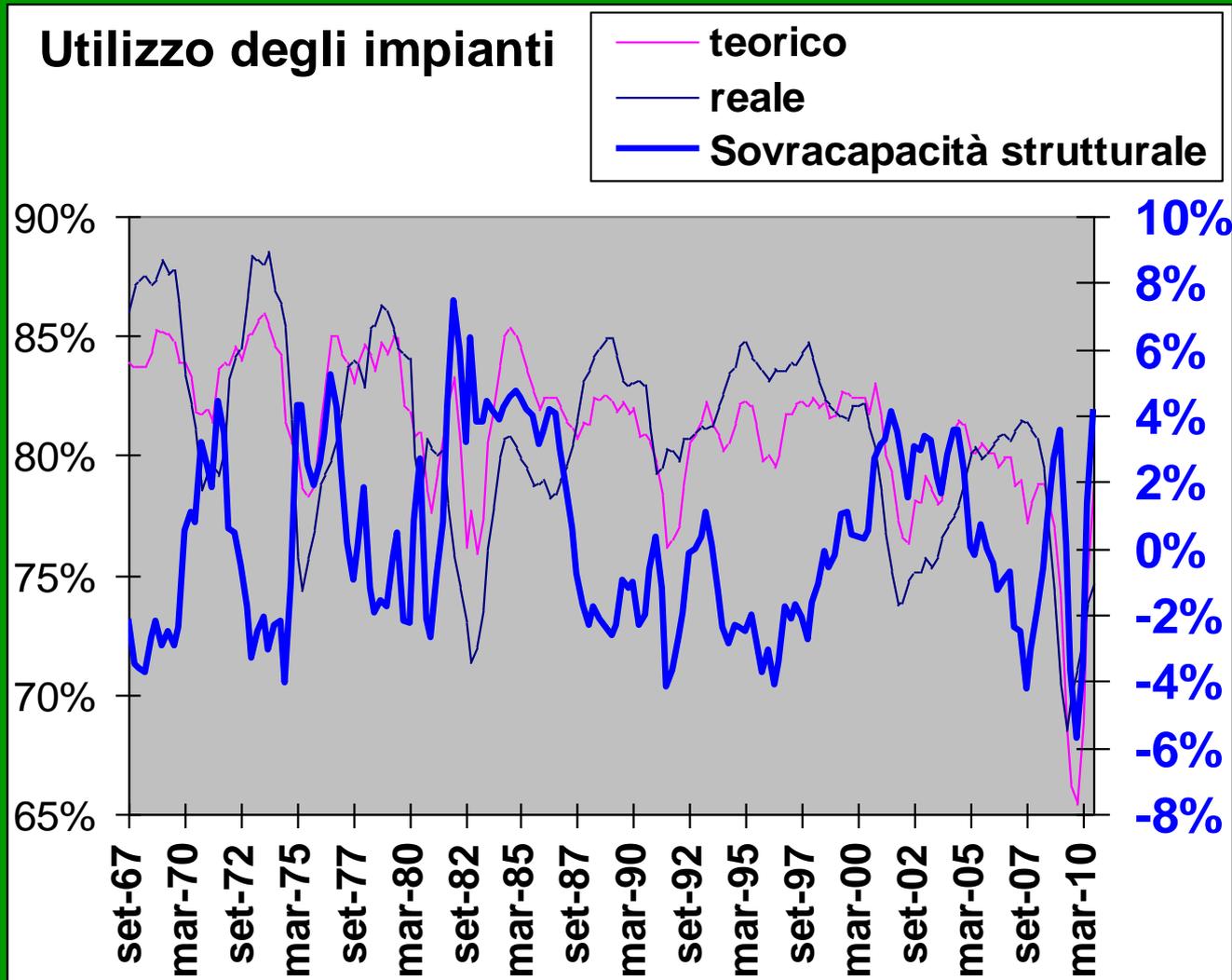


monthly

Commento ai due grafici precedenti:

- E' nota la relazione tra borsa e tassi a lungo termine: sono inversamente correlati quando i mercati temono l'inflazione; sono direttamente correlati quando i mercati temono una crescita dei prezzi negativa o comunque tale da generare effetti depressivi per l'economia.
- Per meglio visualizzare l'andamento di tale relazione si è provveduto a definire un indice dei timori inflazionistici/deflazionistici dei mercati, come cumulativo dei valori mensili di correlazione a 6 mesi tra Borsa deflazionata e tasso a 10 anni, assunti con segno inverso: dunque se l'indice sale/scende c'è correlazione inversa/diretta tra borsa e tassi a 10 anni durante gli ultimi 6 mesi ovvero si teme maggiormente l'inflazione/la deflazione e si effettuano previsioni di inflazione superiore/inferiore alla norma.
- Negli Stati Uniti si evidenzia una stabile permanenza di timori deflazionistici dal 1998, dopo una pausa derivante dalla crescita economica superiore alla norma del periodo 2003-2006.
- I timori deflazionistici si bilanceranno con i timori inflazionistici (con prolungata tendenza alla stabilizzazione dell'indice) quando la ristrutturazione dell'economia sarà compiuta ovvero durante la prossima "primavera" dell'economia.

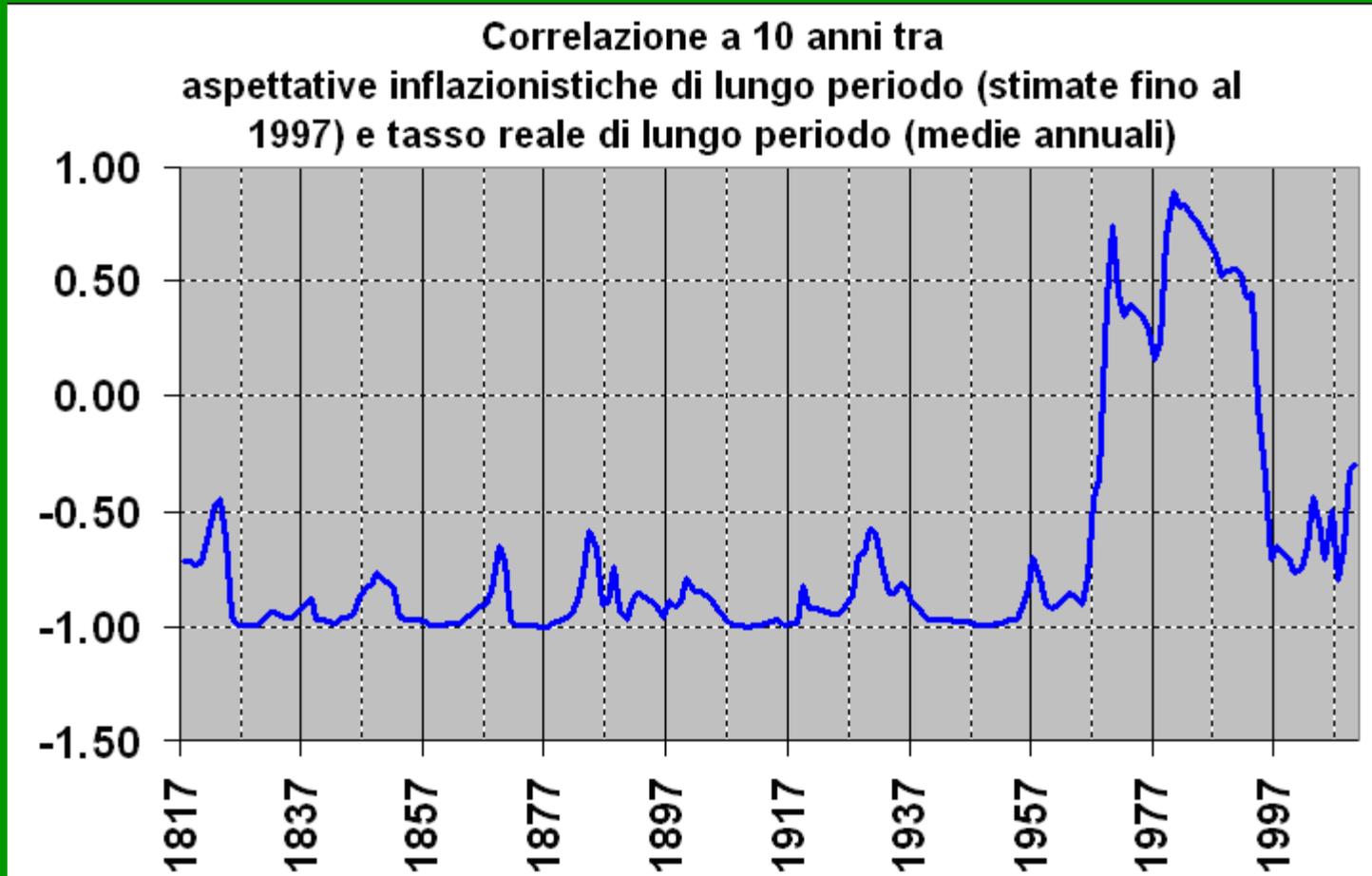
- d) L'output gap strutturale è instabile ed è difficile da misurare, ma non è più un problema stabile ed evidente come nel 2000-2005:



Commento al grafico precedente:

- Il fattore scatenante dell'inverno di Kondratieff è rappresentato dalla combinazione fra il sovraindebitamento della economia e la sovracapacità produttiva strutturale.
- Si è misurato l'**output gap strutturale** come differenza tra il livello di utilizzo **reale** degli impianti (media trimestrale) e livello di utilizzo **teorico**. Quest'ultimo è stimato in base alla relazione tra utilizzo degli impianti e crescita del Pil Yoy (standardizzata con l'Rsi a 120 trimestri, periodo che massimizza l'R2), a partire dal 1967 (R2 pari al 56,2% in regressione binomiale).
- Nel periodo 1999-2005 la domanda aggregata è diventata insufficiente facendo emergere una stabile sovracapacità produttiva strutturale; dal 2005 l'output gap strutturale non si evidenzia più stabilmente.

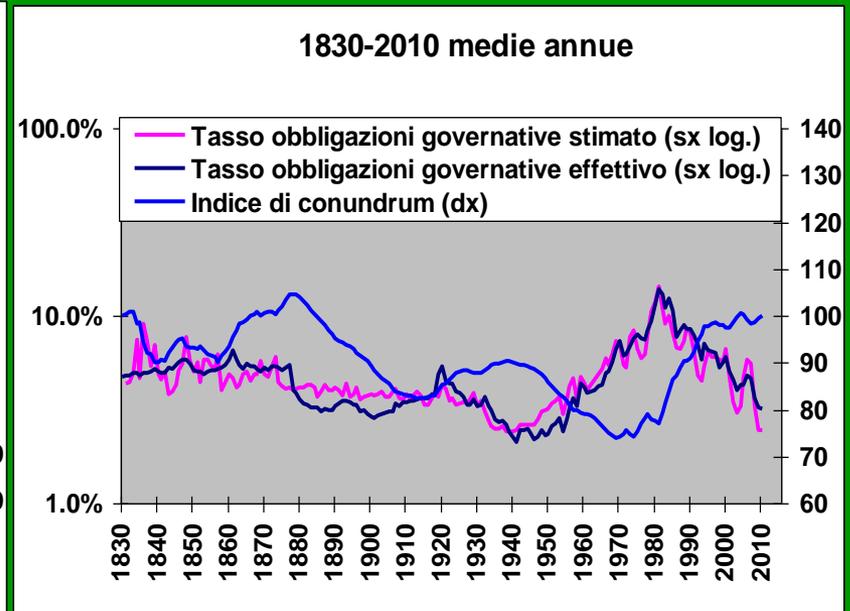
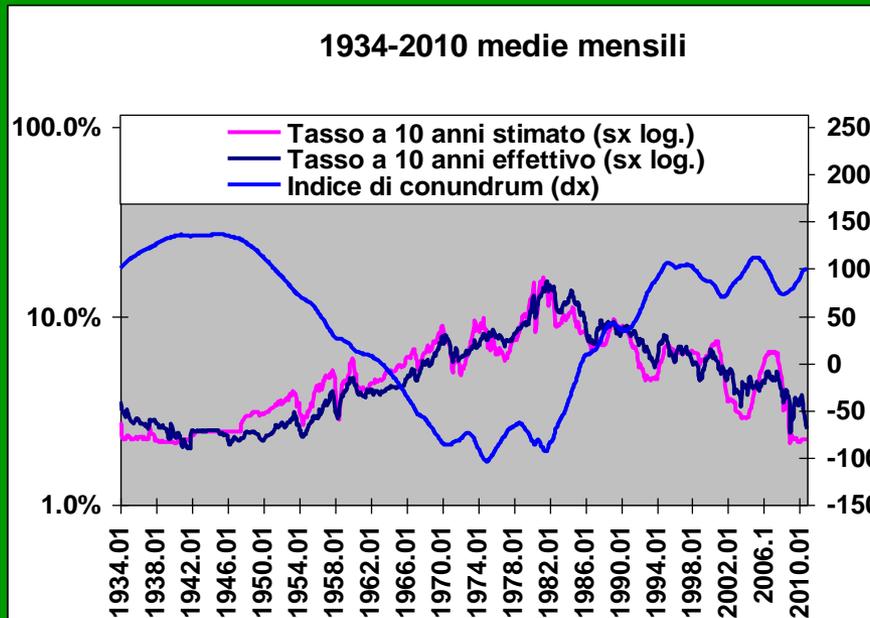
- e) La correlazione tra aspettative inflazionistiche e tasso reale di lungo periodo rimane, pur debolmente, inversa:



Commento al grafico precedente:

- Dagli anni '30 l'inflazione è diventata un fenomeno più frequente, per effetto di politiche economiche tendenzialmente espansive.
- Quando l'inflazione non è elevata (ovvero con media storica a 10 anni inferiore al 3,75%) i tassi reali non sono costretti ad inseguirla, ma tendono a stabilizzarla ponendosi in relazione inversa con la stessa.
- Inoltre quando l'inflazione non è elevata le aspettative deflazionistiche/inflazionistiche aumentano/diminuiscono il rischio di credito e quindi il tasso reale: anche per questa via si crea una correlazione inversa tra aspettative inflazionistiche e tasso reale.
- La correlazione tra aspettative inflazionistiche di lungo periodo e tasso reale di lungo periodo al momento rimane, pur debolmente, negativa (-0.30).

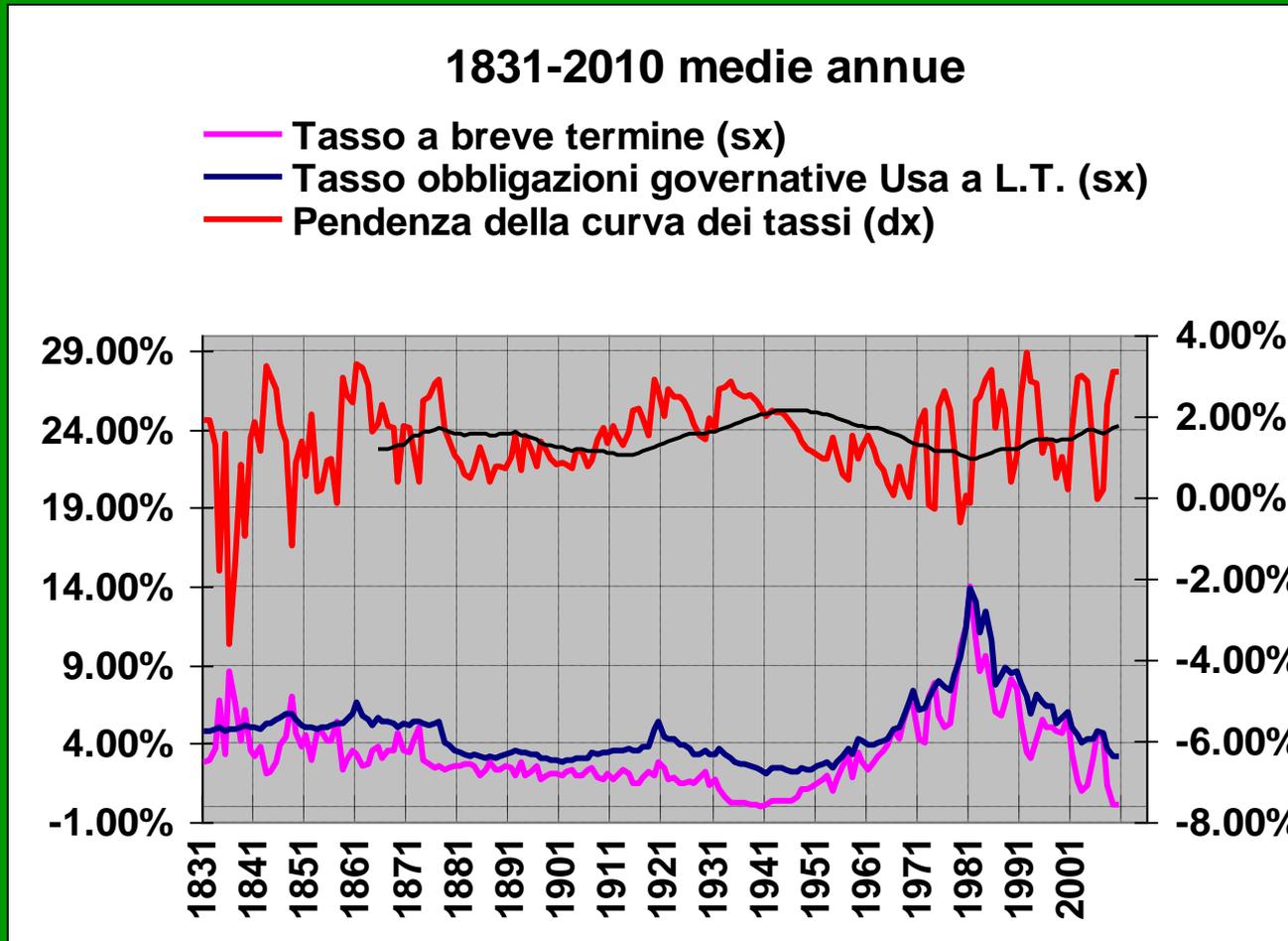
f) Il tasso a lungo termine non rimane stabilmente al di sotto del fair value rispetto al tasso a breve termine



Commento al grafico precedente:

- Durante l'ultima fase del ribasso secolare (durante gli ultimi 9 anni) il tasso decennale tende a rimanere al di sotto del fair value rispetto al tasso a 3 mesi (l'indice di conundrum scende). Viceversa avviene durante l'ultima fase del rialzo secolare.
- La sottovalutazione del tasso decennale rispetto al tasso a 3 mesi non è riscontrabile stabilmente e perciò l'inversione rialzista del tasso a lungo termine non pare vicina.

g) Si mantiene la tendenza all'irripidimento della curva dei rendimenti.



Alla pendenza della curva dei tassi (tasso a lunga scadenza – tasso a breve) è sovrapposta la media a 34 anni, che massimizza la relazione tra pendenza e andamento secolare dei tassi a lungo termine.

Commento al grafico precedente:

- Esiste una evidente relazione tra l'andamento secolare della pendenza della curva dei tassi e l'andamento secolare dei tassi a breve e a lungo termine.
- La pendenza tendenziale della curva dei tassi è ai massimi e conferma la tendenza ribassista dei tassi a breve e a lungo termine.

4) I tempi di completamento della ristrutturazione

Perché non siamo all'inizio del tunnel:

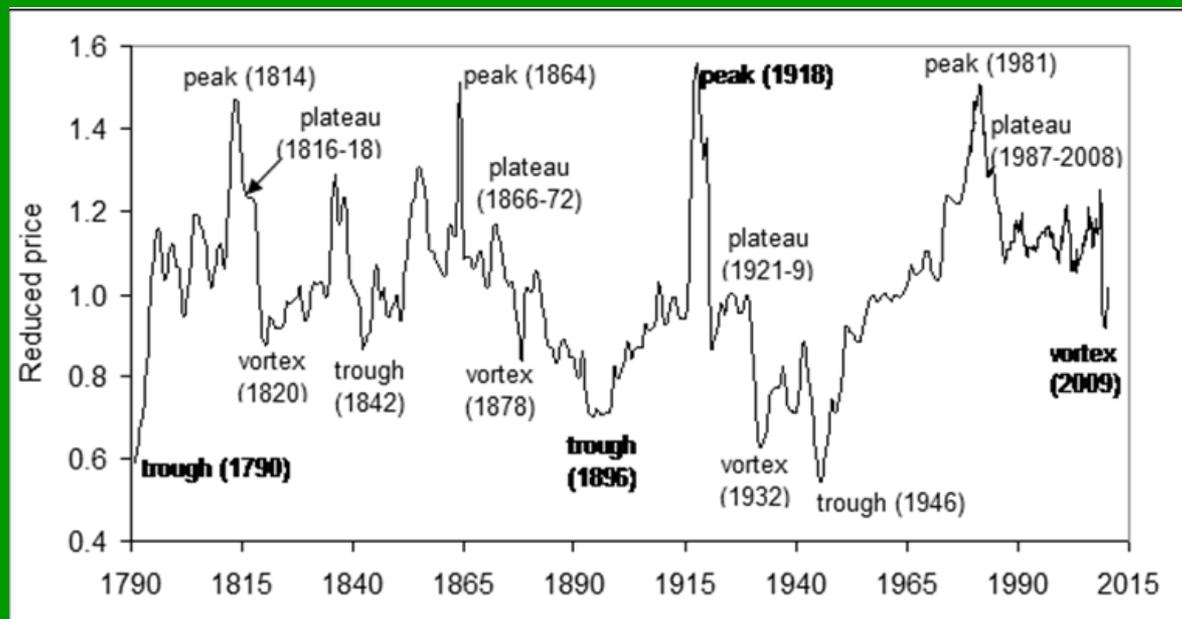
- I primi stadi di trasmissione dell'impulso inflazionistico (materie prime e Ppi) hanno già recepito l'effetto delle politiche economiche espansive.
- E' già avvenuta una crisi immobiliare e una crisi finanziaria, come tipicamente avviene della corrente fase di ristrutturazione dell'economia (se ne potrebbero verificare altre, soprattutto se la Fed accentuerà l'espansività monetaria e l'indebitamento dell'economia).
- L'indebitamento inizia a scendere (ma solo dal 2008-2009).
- La sovracapacità produttiva strutturale non è più un problema stabile come nel 2000-2005.

Perché non siamo alla fine del tunnel:

- Non ci sono segnali incoraggianti da Cpi, borsa deflazionata e tassi a lungo termine, Cpi/Ppi e timori deflazionistici.
- La riduzione dell'indebitamento è appena iniziata.
- Le autorità monetarie e fiscali fin dal 1987 hanno preferito prolungare il ciclo di espansione iniziato nel 1980-1981 ed ora la fase di aggiustamento strutturale sarà più lunga e/o dolorosa: tipicamente l'intero ciclo di Kondratieff dovrebbe concludersi entro il 2013, ma la variabile "politiche economiche" sembra averne già allungato la durata tipica, fin dagli anni '30.

Perché siamo nella zona centrale del tunnel:

- M. A. Alexander depura l'indice dei prezzi (PPI) dall'effetto inflazionistico delle politiche economiche, al fine di descrivere al meglio il ciclo di Kondratieff:



- Secondo Alexander nel 2008 è iniziata la breve fase di “vortex”, che corrisponde alla seconda delle tre sottofasi disinflazionistiche nelle quali si articola la fase disinflazionistica più ampia (quella corrente è iniziata nel 1981): nei 3 cicli precedenti il “vortex” è terminato allorchè è trascorso solamente dal 22% al 50% della fase disinflazionistica più ampia: **C'E' ANCORA MOLTA STRADA DA FARE PRIMA CHE LA FASE DISINFLAZIONISTICA INIZIATA NEL 1981 SI CONCLUDA.**

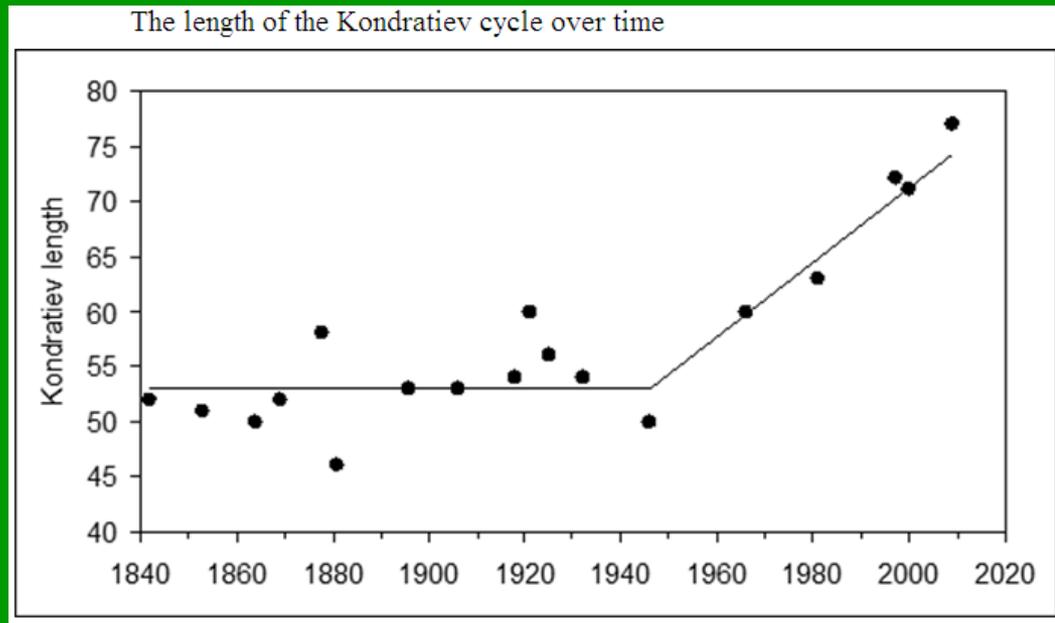
Le precedenti ipotesi sui tempi di uscita dal tunnel:

- Nel precedente studio del 2006 si era formulata una ipotesi ottimistica (termine dell' "inverno" di Kondratieff nel 2008-2013) e una ipotesi pessimistica (termine attorno al 2020).
- L'ipotesi ottimistica si fondava sul ritorno a durate facenti parte del range tipico del ciclo di Kondratieff. Un ritorno che era già avvenuto con la fase "autunnale" del 1981-2000, la cui durata rientrava nel range tipico per questa stagione. Tale ipotesi sta perdendo valore, alla luce del fatto che, in base alle considerazioni precedenti, non sembra che la fine del tunnel sia vicina.

La attuale ipotesi sui tempi di uscita dal tunnel:

- La nuova ipotesi di partenza è quella che a partire dagli anni '30 il ciclo di Kondratieff si sia definitivamente allungato: le autorità monetarie e fiscali hanno inteso prolungare i cicli di espansione, accentuandone gli eccessi, con la conseguenza di prolungare anche la successiva fase di aggiustamento strutturale.

- M. A. Alexander fornisce la migliore base di partenza per valutare le conseguenze del progressivo allungamento del ciclo di Kondratieff:



Alexander valuta il progressivo allungamento non solo considerando i punti di svolta delle 4 “stagioni” del ciclo, ma anche considerando i punti di svolta intermedi della fase disinflazionistica (fase “autunnale” + fase “invernale”)

- Proiettando le tendenze del grafico **LA FINE DELLA FASE “INVERNALE” DI AGGIUSTAMENTO STRUTTURALE GIUNGEREBBE NEL 2027** (anno nel quale la durata del ciclo si allungherebbe a 81 anni).
Lo stesso Alexander tuttavia si limita ad un più prudente 2020: un tempo che considereremmo minimo, visti i tempi dell’aggiustamento giapponese (già 20 anni).

Per la **BORSA AMERICANA** deflazionata con il Cpi è stato proiettato un **OBIETTIVO** spazio-temporale: si è abbinato alla data del 2027 (nei punti di svolta dei precedenti semicicli mediamente non c'è alcun sfasamento tra Borsa e Reduced price) il ritracciamento medio verificatosi a partire dal 1800 durante le fasi di correzione (“estate” e “inverno”) del ciclo di Kondratieff (scala logaritmica).



Un tale obiettivo sarebbe perfettamente allineato al bordo inferiore del canale di regressione tracciato dal 2000.

Si noti la coincidenza, se non il nesso, tra l'accelerazione della crescita successivamente al 1932 e l'avvio, da quell'anno, di politiche economiche con una espansività senza precedenti (la proiezione del canale di regressione è svolta a partire dal periodo 1800-1932). Si noti altresì l'allungamento della durata del ciclo, sempre a partire dal 1932.

EFFETTI SECOLARI SUI MERCATI INTERNAZIONALI:

- Per come sono costruiti i Reduced price (Ppi al netto degli effetti inflazionistici delle politiche espansive) il calo dell'indice di Alexander potrebbe avvenire anche con inflazione, ma che sia causata da politiche economiche assai espansive, e con crescita azionaria (inflazione degli asset).
- Tuttavia i rendimenti a lungo termine e la borsa deflazionata tendono a seguire innanzitutto i Reduced price e quindi nel lungo periodo continuerebbero a scendere anche in presenza di inflazione dei prezzi e degli asset.
- In particolare i rendimenti a lungo termine tendono a seguire le spinte deflazionistiche strutturali, in buona parte anche al di là di quelle che sarebbero episodiche fiammate inflazionistiche (se è stata immessa così tanta liquidità da creare inflazione significa che c'è il rischio di crisi finanziarie, con i relativi esiti depressivi).
- Gli spread rispetto ai rating AAA vivranno nuovamente periodi di compressione (per la elevata liquidità immessa del sistema) e probabilmente anche periodi di forti rialzi (per le crisi finanziarie, che continuano ad essere un rischio concreto).
- Le materie prime continueranno per anni ad intercettare sia la liquidità immessa che la domanda dei Paesi emergenti e ad essere interessate dall'effetto esaurimento: soprattutto l'oro, che fa sempre meglio delle altre commodity durante le crisi finanziarie o da inflazione.
- E' probabile che il Dollaro sia la vittima sacrificale dello spostamento del baricentro economico verso l'Asia e degli eccessi dell'economia innanzitutto americana.