

## “All in” o “All out”



C'è un detto a Wall Street che dice, “i mercati salgono come una scala (staircase) ma scendono come un ascensore (elevator)”, proprio per richiamare il fatto che i bull market sono lunghi e spesso hanno rialzi costanti, mentre le correzioni sono violente e verticali.

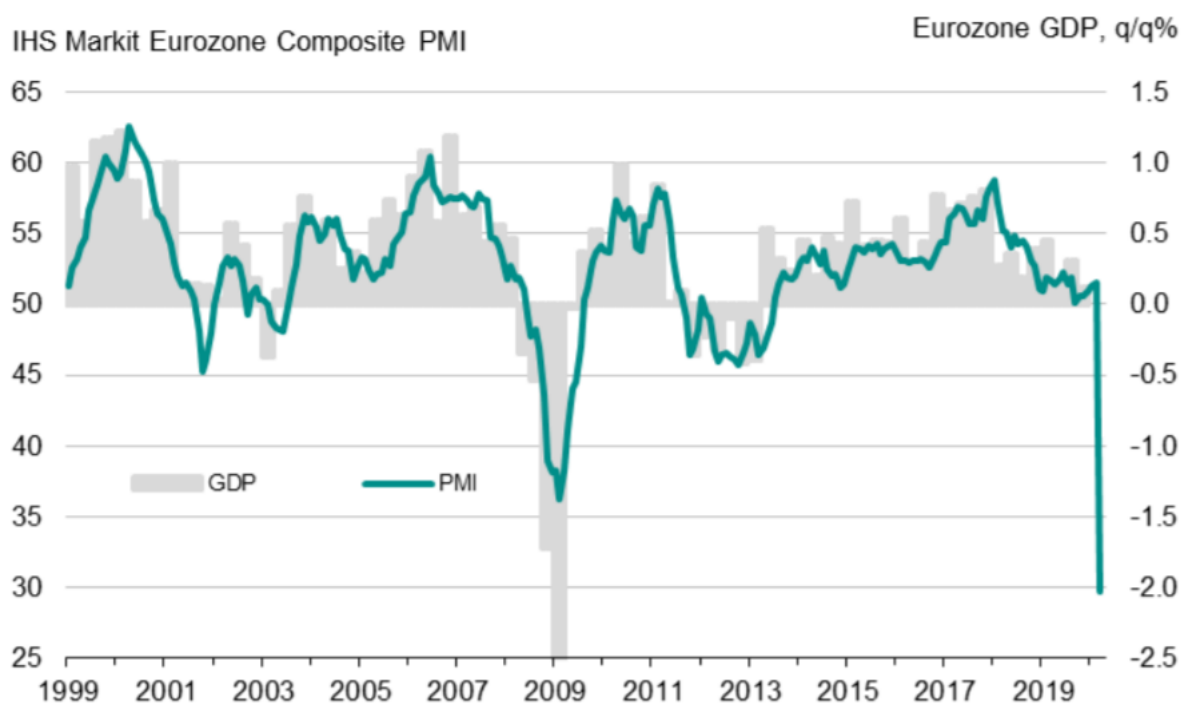
Ciò è vero particolarmente per la crisi che stiamo assistendo, dove i principali indici azionari mondiali sono scesi in 5 settimane di oltre il 30% dai massimi di metà febbraio, bruciando con una caduta verticale tutti i guadagni accumulati in oltre 3 anni di rialzi.

Ecco quindi che ai minimi di periodo fatti segnare a metà Marzo 2020, l'indice americano S&P500 era ritornato ai livelli di Novembre 2016, l'indice tedesco Dax30 ai livelli di Settembre 2012, mentre l'indice europeo Eurostoxx50 e l'indice italiano FTSEMIB ai livelli più bassi dall'estate del 2012.

Queste discese in ascensore sono state straordinariamente veloci, basti pensare che l'indice S&P500 è entrato nel mercato dell'orso (ovvero ha corretto del 20% dai massimi assoluti) in soli 16 giornate di borsa, quando in precedenza il più veloce mercato dell'orso era stato raggiunto nel 1987 con 55 sessioni. Ogni giorno sentiamo nei media e leggiamo nei giornali che le borse hanno oscillazioni storiche, paragonabili solo a periodi di enorme incertezza come la Grande Depressione degli anni 30 o la Grande Crisi Finanziaria del 2008.

Molto spesso questi paragoni sono usati impropriamente, in base ad allarmismi mediatici di analisti perma-bear (disfattisti) o per aumentare l'audience e la tiratura dei giornali, tuttavia questa volta i paragoni con le grandi crisi economiche e finanziarie della storia non sono a nostro avviso infondati.

I dati economici di Marzo, i primi a disposizione per analizzare con un minimo di oggettività il fenomeno a cui stiamo assistendo, confermano queste preoccupazioni. Per esempio, l'indicatore di sentiment aggregato per la zona Euro è uscito a 30 punti, di gran lunga il dato peggiore della storia ed in linea con una contrazione del PIL pari al 2% base trimestrale e dell'8% su base annua. Secondo questi dati, le economie dei principali paesi occidentali, il motore della domanda di beni e servizi da cui tutte le aziende dipendono, sono in Marzo al 30% della loro potenzialità e sono destinate a rimanere in queste condizioni fino a metà/ fine Aprile nel migliore dei casi.



Sources: IHS Markit, Eurostat.

Inoltre, da indagini campionarie effettuate tra conference call di aziende, comunicati stampa ed apparizioni di CEO e CFO nei principali media finanziari, pensiamo che Marzo non sia stato il mese con più alto impatto per l'economia occidentale. Infatti, il lockdown economico è iniziato per alcuni paesi a metà Marzo e molte aziende produttive avevano inoltre ordini arretrati che sono riusciti ad evadere e fatturare in Marzo. Aprile sarà invece il "Ground Zero" di questa crisi, non vi sono ordini nell'intera filiera del consumer se non beni di prima necessità, il settore dei servizi di trasporto è chiuso, il turismo non esiste, l'immobiliare è al palo, il settore finanziario e bancario sta gestendo emergenze e non genera nuovo business. Dei settori tradizionali solo alcune nicchie del settore tecnologico (PC maker, chip per archivi cloud) hanno beneficiato di un

necessario ciclo di acquisto da parte di famiglie ed imprese costrette a dotarsi dei supporti tecnologici per comunicare con il mondo esterno e far partecipare i propri figli ai corsi accademici on-line.

Ci fermiamo qui, perché già sentiamo e sentiremo ogni giorno ondate di notizie negative sull'economia e non pensiamo che sia corretto assumere un approccio troppo pessimista nei confronti di questa crisi. A ben vedere infatti ci sono anche degli aspetti che fanno ben sperare e ci portano a credere che in qualche modo ne usciremo.

Per prima cosa, se la crisi finanziaria ed economica è stata improvvisa e velocissima, lo è stato anche la risposta delle Banche Centrali e dei governi, in particolare quello americano. La Federal Reserve americana nell'arco di 15 giorni ha annunciato misure di stimolo all'economia e sostegno del sistema finanziario che fanno impallidire quelle prese nella Grande Crisi Finanziaria del 2008. La FED ha ridotto i tassi dall'1,75% a zero, ha reintrodotto il Quantitative Easing dichiarando che esso avrà potenzialmente capacità illimitata; ha rilassato i requisiti di capitale delle banche; ha creato un fondo che potrà acquistare e sostenere il mercato delle obbligazioni corporate e il mercato interbancario. Il congresso americano ha approvato in meno di 2 settimane un pacchetto di stimolo all'economia di 2.000 miliardi di dollari, che comprende tra le altre cose sostegno al sistema sanitario, sussidi alla disoccupazione, finanziamenti o garanzie per grandi e piccole imprese in settori colpiti dalla pandemia, sostegno a lavoratori precari, interruzione degli sfratti per inadempienza e pagamenti diretti pari a 1.200 USD per ogni cittadino adulto e 500 USD per ogni bambino per tutti le famiglie con reddito complessivo inferiore a 150.000 USD.

Il tesoro e la FED hanno inoltre annunciato che agiranno assieme all'interno di una facility volta a sostenere le PMI americane, dove il tesoro può entrare nel capitale e la FED potrà fornire direttamente sostegno finanziario.

Queste misure non solo sono straordinarie, ma sono la cosa più distante dall'ortodossia monetaria e fiscale che abbiamo mai visto nella storia. Esse sono il passo deciso e senza indugio verso quello che in teoria si chiama "Helicopter money", una politica ipotizzata sulla carta per la prima volta dall'economista Milton Friedman nel 1969 e successivamente resa celebre nel 2002 da un intervento dell'ex governatore della FED Ben Bernanke. Per Helicopter money si intende il concetto che la FED ed il governo hanno capacità illimitata nello stimolare un'economia, poiché anche nel caso in cui tutte le misure di stimolo tradizionale non funzionassero, vi può essere sempre la possibilità di distribuire denaro ai cittadini facendolo cadere direttamente dagli elicotteri.

Il governo americano sta praticamente facendo cadere 1.200 USD a cittadino dagli elicotteri e può farne cadere altri sia sopra le case dei privati che sopra i capannoni delle aziende. Tale denaro inoltre viene finanziato con debito che la FED compra stampando dal nulla moneta elettronica ed in quantità potenzialmente illimitate.

Attenzione, con queste forti parole, non stiamo dando un giudizio, ma stiamo osservando dei fatti. Gli Stati Uniti hanno parlato ed hanno dichiarato a gran voce che adotteranno soluzioni "nucleari" per sostenere economia e famiglie. Senza curarsi delle conseguenze.

E in Europa? In Europa i messaggi sono meno chiari ed un po' confusi. La BCE a nostro avviso ha fatto il suo compito ed ha riattivato un massiccio Quantitative Easing che probabilmente darà sostegno ai titoli di stato dell'area euro, primi tra tutti i BTP. Inoltre, dopo la riunione di metà marzo che passerà alla storia come il peggior intervento di politica monetaria di sempre da parte di un governatore (disclosure: Lagarde è impreparata per il ruolo che ricopre), anche le parole degli esponenti della BCE sono di incondizionato sostegno alla causa.

Tuttavia, ciò che manca è la parte fiscale, ovvero la capacità dell'Europa di stimolare l'economia facendo pervenire denaro direttamente dove ce n'è bisogno. Ricordiamo a riguardo che le banche centrali non possono fare politica fiscale, ovvero non possono concedere denaro direttamente a cittadini ed aziende, ma sono i governi dei singoli stati che possono farlo.

Ma allora perché non fare “Helicopter money” anche in Europa? Il motivo è complesso e si basa sulla fiducia. L’Helicopter money è una politica così estrema che solo uno stato solido può farlo, infatti in caso di monetizzazione del debito così palese da parte di uno Stato “debole” vi potrebbe essere un’istantanea e violentissima crisi di fiducia nelle finanze dello Stato in questione con squilibri potenzialmente ancor più gravi rispetto a quelli che stiamo assistendo. Va da sé quindi che misure di stimolo fiscale dell’economia su larga scala, con pagamenti diretti ai singoli privati ed aziende, possono essere possibili solo se vengono finanziati con Bond Europei, ovvero con debito di un’area solida. Chiaro è che di fronte al baratro dell’economia italiana, anche l’Italia potrebbe farlo, ma il rischio di crisi di fiducia sui BTP sarebbe estremamente elevato.

Ecco quindi che ad oggi l’Europa è in un limbo, dove l’economia sta collassando, la BCE ha annunciato misure che stanno contenendo temporaneamente il contagio finanziario, ma i singoli stati sono bloccati e non stanno decidendo se e quando attivare gli stimoli fiscali nucleari necessari a parare il colpo.

Mai come oggi l’Europa deve decidere cosa vuole fare da grande, il rischio è che in caso di scarso interventismo l’onda lunga della crisi generi un forte consensus antieuropeo che porterà inevitabili conseguenze sulla tenuta dell’unione. Riteniamo quindi che o l’Europa va All-in in termini di politica fiscale o vi sarà un forte rischio di “All-out” (tutti fuori) dal progetto europeo.

Razionalmente la risposta dovrebbe essere facile: Eurobond e super stimolo europeo coordinato finanziato indirettamente dal Quantitative Easing della BCE. Ma tale risposta è scontata solo per coloro che non conoscono la storia e le motivazioni per cui i tedeschi sono così conservativi in termini di politica fiscale e monetaria. L’opinione pubblica e tecnica tedesca infatti è profondamente segnata dal periodo di iperinflazione che colpì la repubblica di Weimar negli anni 20 del novecento, un periodo buio e disastroso causato proprio da eccessivo debito e politica monetaria ultra-espansiva per sostenerlo.

Detto ciò, pensiamo che ormai il progetto europeo è andato troppo oltre per essere reversibile ed i tedeschi comprenderanno che hanno troppo da perdere. In questo senso vi sarà qualche forma più o meno intensa di “Helicopter money” anche in Europa e probabilmente questa crisi potrà portare ad un ulteriore passo avanti nel processo di integrazione fiscale del vecchio continente.

Sullo sfondo di questo, pur pensando che in qualche modo gli stimoli fiscali e monetari riusciranno a traghettarci fuori dalla crisi, dobbiamo tener presente che con queste policy non ortodosse ci stiamo imbarcando in un mare sempre più inesplorato che difficilmente sarà piatto e facilmente navigabile. Non solo quindi il futuro recente in tempi di Coronavirus sarà burrascoso, ma anche il futuro lontano in tempi di soldi dagli elicotteri sarà decisamente incerto.