

C'È DEBITO E DEBITO

Si spera che la ripresa abbia la forma a "V" ma se gli interventi dei governi non saranno tempestivi, se non impediranno licenziamenti e default, potremmo fare i conti con un prolungato periodo di debolezza economica

"Cash is king". Come un fiume carsico, l'espressione riaffiora ogni volta che nei mercati prevale l'avversione al rischio. "Cash is king" è anche una delle frasi che non dovrebbero mai entrare nel lessico di un investitore: quando la liquidità è re, lo è per poco tempo.

Umberto II di Savoia fu re per poche settimane, venne soprannominato "Re di maggio" perché il trono d'Italia fu suo dal 9 maggio al 10 giugno del 1946, dal momento dell'abdicazione del padre Vittorio Emanuele III all'inizio dell'ordinamento repubblicano sancito dal referendum del 2 giugno.

Come Umberto II, anche la liquidità è "re di maggio", re dal trono precario. Accadde nel 2018, quando eccezionalmente pressoché tutte le classi di attivo ebbero risultati negativi. Il 2019 fu però eccezionale per la ragione opposta, le prepotenti performance di pressoché tutte le classi di attivo fecero giustizia dell'effimera monarchia del cash.

Nelle scorse settimane L'Alpha e il Beta ha ricordato più volte che per costruire uno scenario verosimile sulle condizioni dell'economia nel prossimo futuro, sono necessari progressi sul lato dell'emergenza sanitaria, buone notizie sul contenimento della pandemia, superamento dei picchi di contagio nell'Europa continentale e negli Stati Uniti, sospensione dei lockdown e ripresa dell'attività economica.

Il blocco della mobilità e della produzione costituisce un inedito shock sull'offerta e sulla domanda, è questa la grande differenza rispetto al 2008. Allora la nebbia dell'incertezza e il peso della crisi di fiducia rendevano imperscrutabile il medio periodo, oggi il disorientamento riguarda soprattutto l'immediato. E' infatti verosimile immaginare che nel giro di una manciata di mesi l'emergenza sanitaria sarà stata superata e se nessuno ha il controllo del panico o dell'erraticità dei mercati, chiunque però è in grado, se lo vuole, di tenere sotto controllo i propri comportamenti.

Se si mantiene la lucidità di guardare avanti, l'unica direzione alla quale orientare le scelte di investimento, non mancano elementi costruttivi di cui tenere conto, il lungo termine resta il prisma attraverso il quale far passare le scelte di investimento di oggi.

Il primo elemento costruttivo è dato dalle dimensioni della manovra fiscale americana, i due trilioni di dollari a sostegno dei redditi e dell'economia si affiancano all'impegno della Federal Reserve sul lato monetario. Negli Stati Uniti politica fiscale e monetaria tornano a muoversi in sincrono per superare l'emergenza e far tornare a pieni giri economia e mercati, storicamente gli indispensabili motori per aumentare le probabilità di rielezione del presidente in carica.

Un altro elemento costruttivo viene dalla Cina. Il picco del contagio è stato superato, gradualmente torna la normalità, le persone tornano a muoversi e riprende l'attività produttiva.

Soprattutto, non mancano gli stimoli monetari, con la banca centrale intervenuta già il 3 febbraio con le prime misure di allentamento poi proseguite fino a metà marzo. Molte amministrazioni locali hanno già cominciato a spendere per sostenere i redditi e si attendono misure imponenti da parte del governo centrale, come accadde nel 2008 e nell'estate del 2015.

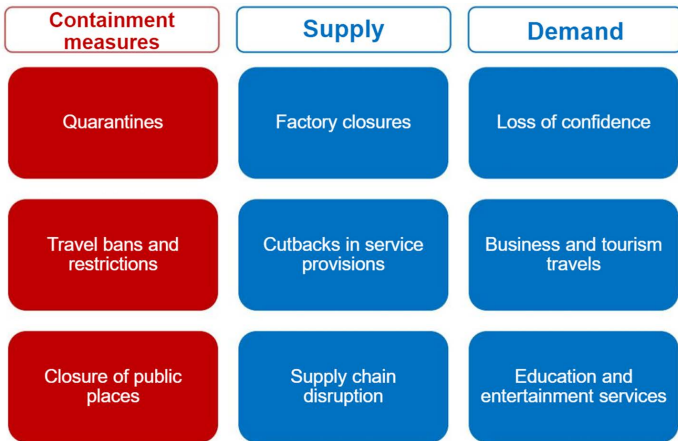
Le similitudini con la crisi di dodici anni fa sono molte, se un uomo con il martello vede tutti i problemi a forma di chiodo, chi è passato per la grande crisi finanziaria del 2008 tende a tracciare parallelismi tra le due crisi. Nonostante i mercati guardino al futuro, scrutano anche il passato nella costante ricerca di ripetizioni e similitudini, di sentieri già percorsi nei quali trovare indizi e suggestioni.



Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.

Come le famiglie felici di Tolstoj, tutte le fasi di espansione si assomigliano, ogni fase di calo è invece disgraziata a modo suo. Le analogie con la crisi del 2008 ci sono: come allora i mercati perdono a bocca di barile, il disorientamento degli operatori si riflette in livelli di volatilità simili, come allora c'è bisogno dell'intervento dei governi e delle banche centrali.

Ma quella del 2008 fu una crisi finanziaria originata dalla crisi di liquidità (e in qualche caso di solvibilità) degli istituti di credito, oggi la natura della crisi è extra-economica, non riguarda le banche, patrimonialmente più robuste rispetto ad allora, ma le aziende, prime fra tutte quelle direttamente investite dallo tsunami della pandemia.



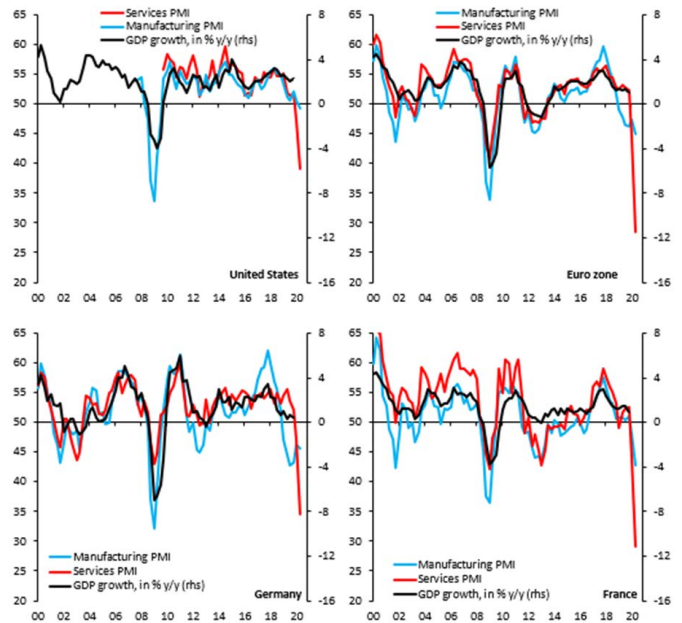
Gli effetti economici dell'emergenza sanitaria. Fonte OECD Interim Economic Assessment 2020.

Gli elementi costruttivi di medio periodo non mancano ma almeno due grandi fonti di incertezza appesantiscono lo scenario di breve.

La prima riguarda le conseguenze economiche dei lockdown. La speranza di tutti è che, superata l'emergenza, la molla caricata in queste settimane di tempo sospeso scatti in una ripresa a V.

Ma la forma a "V" potrebbe ancora trasformarsi in una "U" o, peggio, nella temutissima "L", se gli interventi non saranno tempestivi, se gli aiuti governativi non diventino in fretta concreto supporto che impedisca i licenziamenti e i default delle società più colpite.

Ad appesantire il quadro di breve termine, l'impatto che le restrizioni alla mobilità avranno su consumi e servizi, le due componenti che nel 2019 compensarono la debolezza del settore manifatturiero.



Nel 2020 anche i servizi, che nel 2019 compensarono la debolezza del manifatturiero, sono in flessione. Fonte IIF.

L'altra grande fonte di incertezza è nei livelli dei debiti pubblici, destinati ad aumentare.

Purtroppo i governi non possono cavarsela con le arguzie del barone Ottone Spinelli degli Ulivi, detto Zazà, che riusciva a tenere il suo cameriere senza stipendio per mesi. In "Signori si nasce", a Battista che gli ricorda la promessa del giorno prima, che lo avrebbe cioè "pagato domani", il barone risponde "Confermo, ti pago domani".

"Ma domani è oggi".

"Giovanotto non scherziamo: oggi è oggi, domani è domani".

Il dialogo surreale tra Totò e il giovane Carlo Croccolo evoca l'origine stessa della parola credito, dal latino "credere", che significa affidare, avere fiducia. Lo storico francese March Bloch, ucciso dai nazisti nel 1944, scrisse: "ritardare i pagamenti o i rimborsi e far accavallare perpetuamente gli uni sugli altri tali ritardi: questo sembra essere, in definitiva, il grande segreto del regime capitalistico", un sistema dove apparentemente i debiti non si pagano ma si rinnovano, come aveva intuito Totò che risponde "ti pagherò domani".

Le cose sono un po' più complicate di così, l'ipertrofia creditizia degli anni 2000 arrivò al capolinea nel 2008, quando l'eccesso di debito fu una delle cause della crisi. Oggi il debito diventa la cura.



Totò e il giovane Carlo Croccolo in "Signori si nasce" (1960)

Di debito ha parlato Mario Draghi, parole forti e chiare rivolte soprattutto ai leader dell'Eurozona dove manca la necessaria sincronia tra politica monetaria e fiscale.

Nell'editoriale sul Financial Times il tecnico si è espresso da politico. Stabilire le priorità è atto eminentemente politico e Draghi ha definito le priorità, ha argomentato l'ordine delle alternative.

Per l'ex presidente della Banca Centrale Europea è urgente "in primo luogo evitare che le persone perdano il lavoro" perché la difesa del lavoro e della produzione significa difendere la capacità produttiva e la capacità di spesa, vuol dire evitare che alla fine dell'emergenza faccia seguito una prolungata recessione.

L'aiuto alle famiglie e alle imprese passa inevitabilmente per livelli di debito più elevati ma, ecco il senso ordinale e politico delle priorità, l'alternativa al debito è la "permanente distruzione di capacità produttiva, ovvero della base imponibile che risulterebbe ben più dannosa per il sistema economico".

La diffidenza al debito dei paesi nordici è radicata nella loro storia e cultura politica ma trascurano il debito come strumento da tempo presente nella cassetta degli attrezzi della politica.

In un intervento parlamentare del 1863, Francesco Crispi osservava che "contrarre degli prestiti per le spese ordinarie è uno di quei fatti anomali di cui a noi sembra dato privilegio; gli prestiti si fanno per le spese straordinarie, in caso di guerra, per grandi lavori pubblici, per esigenze eccezionali, e che non è possibile soddisfare con mezzi normali; ma quando si tratta di avere, bisogna tenersi a quello che si ha".

In questo passaggio Crispi distingue il "debito buono", destinato a spese straordinarie o ai grandi investimenti pubblici, dal "debito cattivo", destinato a finanziare l'ordinaria attività dello Stato.

Il debito è un po' come il colesterolo che in modo approssimativo si distingue in "buono" e in "cattivo". Distinzione tutt'altro che scientifica, non esistono due tipi di colesterolo ma, semmai, due diverse proteine che lo trasportano nel sangue. Le lipoproteine HDL, ad alta densità, tolgono il colesterolo dalle pareti delle arterie e lo distribuiscono nell'organismo, il pericolo è costituito dalle lipoproteine a bassa intensità (LDL), che depositano il colesterolo in eccesso sulle pareti delle arterie, aumentando così i rischi alla salute.

Allo stesso modo esiste un solo debito pubblico, che diventa "buono" o "cattivo" a seconda di come viene utilizzato, per investimento o per spesa corrente.

Nelle nuove condizioni di debolezza dell'organismo economico europeo, fiaccato dal coronavirus, il debito è come il colesterolo, "grasso" necessario che può essere tenuto sotto controllo con corretti comportamenti o con farmaci. I paesi che non hanno tenuto nel corso del tempo comportamenti corretti sono i sorvegliati speciali dei mercati finanziari, il farmaco di cui hanno bisogno è una qualche forma di sostegno comunitario.

Ma sul debito, e soprattutto sulla sua parziale condivisione, l'Unione Europea è in ritardo e giovedì scorso i 27 capi di stato e di governo hanno deciso di non decidere.

Il disordine delle risposte all'allarme sanitario e i costi dei lockdown non sono bastati per suggerire decisioni tempestive e concertate.



Annibale Carracci "Ercole al bivio", 1596. Museo Nazionale di Capodimonte, Napoli.

Come in un costoso gioco dell'oca, l'Europa è tornata alla casella di quasi dieci anni fa, al bivio tra Virtù e Vizio, come l'Ercole di Erwin Panofsky (vedi anche L'Alpha e il Beta del 25.3.2013).

“Ecco apparirgli due donne. L'una, riconosciuta da tutti come Virtù, ha un aspetto sano e nobile, la pulizia dello stile è il suo unico ornamento, ed essa si avvicina con sguardo modesto e portamento pudico. L'altra, conosciuta dagli amici come Felicità, dai nemici come Vizio, ha forme morbide ed esuberanti, truccata, così da sembrare più bianca e più rossa di quanto non sia nella realtà, mentre le vesti non lesinano la vista delle sue grazie. Entrambe gli promettono, ciascuna a modo suo, di condurlo alla felicità, l'una mediante il piacere vale a dire percorrendo la via “più piacevole e comoda”, l'altra attraverso fatiche e pericoli, e cioè salendo per un sentiero “lungo e difficile” (Ercole al Bivio, Erwin Panofsky 1930).

Nel 1947, annunciando quello che sarebbe diventato il piano che avrebbe preso il suo nome, George Marshall all'Università Harvard disse che “Gli Stati Uniti dovrebbero fare tutto quello che sono in grado di fare per aiutare il ritorno della naturale salute economica nel mondo, senza la quale non ci può essere né stabilità né pace; la nostra politica non è rivolta contro nessun paese ma contro la fame e la povertà, la disperazione e il caos”.

Parole coraggiose la cui eco risuona nelle altrettanto coraggiose parole di Mario Draghi ai leader europei.

Il bivio “tra Virtù e Vizio” è la questione decisiva, e le risoluzioni oggi rinviate ma che dovranno pur essere prese prima o poi si riducono, in definitiva, alla scelta tra “la via più piacevole e comoda” e quella del sentiero “lungo e difficile”.

Questione di coraggio, nel 2008 i banchieri centrali ebbero il coraggio di reinventare la politica monetaria. Ora tocca ai governi darsi il coraggio di reinventare la politica di bilancio.



Distribuzione di pacchi alimentari nell'ambito degli aiuti del “Piano Marshall”.
Fonte: medium.com.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.