

Data: 31.03.2020 Pag.: 279,280,281,282,283,
Size: 2750 cm2 AVE: € .00
Tiratura:
Diffusione:
Lettori:



IL MONDO VIRATO

IL CORONAVIRUS COME CASUS BELLI

di Giorgio ARFARAS

Perché è vano studiare l'andamento dei mercati finanziari inseguendone la cronaca. Il doppio shock, di domanda e di offerta, e come affrontarlo: politiche monetarie lasche e fiscali espansive. I fatti imprevedibili servono a ridurre il rischio.

ALL'INIZIO DELL'ANNO ESPLODE LA CRISI fra gli Stati Uniti e l'Iran, crisi che rientra in pochi giorni. Fine del timore e ripresa dei mercati delle azioni. Appena dopo compare il coronavirus, che all'inizio sembrava sotto controllo. Fine del timore e ripresa dei mercati delle azioni. Poi, quando si è visto che il coronavirus non era sotto controllo, i mercati delle azioni sono caduti molto e anche in breve tempo. L'ascesa lenta e la caduta repentina non dipendono dal diffondersi del coronavirus, perché le azioni, quando correggono, seguono normalmente questa conformazione.

Si era avuta una caduta (meno forte) dei mercati (in un tempo più lungo) negli ultimi mesi del 2018. Una caduta legata al timore che i tassi di interesse potessero salire, perché la crisi iniziata nel 2008 sembrava volgere al termine, e quindi che fosse giunto il tempo per normalizzare la politica monetaria. La caduta da coronavirus, invece, è legata al timore del doppio shock: di domanda per la caduta dei consumi e degli investimenti, e di offerta per il dubbio che le «catene di valore» globali – in California si progettano i telefonini che sono prodotti in Cina con i processori della Corea – possano spezzarsi.

Seguendo gli andamenti dei mercati come un sali e scendi si rischia di restare alla superficie. Il rischio è quello di credere che i mercati finanziari siano naturalmente robusti, dove l'eventuale debolezza è frutto di vicende esterne, vicende che ne definiscono di tanto in tanto la direzione. Spingete a credere che le cose siano messe in questo modo l'uso fatto nel dibattito mediatico dell'andamento dei mercati. Negli Stati Uniti la Borsa sale, ed ecco che Trump (secondo Trump) ha ragione. La Borsa scende, ed ecco che è colpa (secondo Trump) della Banca centrale che non vuole accompagnare la grande crescita da lui promossa. In Italia in campo mediatico il «tormentone» non è la Borsa (perché di modesta entità) ma lo spread (il differenziale di interesse fra le obbligazioni decennali italiane e tedesche), che misura il rischio (secondo i mercati) del debito pubblico.

Ritaglio Stampa ad uso esclusivo del destinatario. Non riproducibile



Data: 31.03.2020 Pag.: 279,280,281,282,283,
Size: 2750 cm2 AVE: € .00
Tiratura:
Diffusione:
Lettori:



IL CORONAVIRUS COME CASUS BELLI

Di seguito proviamo a raccontare una vicenda più complicata. Ci chiediamo come erano messe le azioni e le obbligazioni prima dell'arrivo del coronavirus. Delimitate le vicende della finanza ante arrivo del coronavirus, passiamo all'impatto di quest'ultimo, che può essere osservato come un *casus belli*. Infine, le conclusioni.

Prima del coronavirus: le azioni

Da anni un gruppo di imprese – soprattutto quelle tecnologiche degli Stati Uniti – registra dei risultati sempre maggiori. Questa dinamica si manifesta anche in pochi altri settori, ma in maniera meno marcata. Ciò porta, con la riduzione della concorrenza, al diffondersi delle rendite, ossia di redditi maggiori di quelli che si avrebbero qualora la concorrenza prevalesse. L'effetto negativo di questo andamento è, nel lungo termine, una minore dinamicità dell'economia, perché le imprese semimonopolistiche tendono a investire meno di quanto farebbero se ci fosse una maggiore concorrenza¹.

La grande crescita della Borsa statunitense degli ultimi anni trova una spiegazione nell'esplosione dei prezzi dei titoli tecnologici insieme al loro peso negli indici, piuttosto che nell'andamento delle imprese quotate nel loro complesso. Si fissi a 100 il valore degli indici al 1° gennaio 2015. Da allora fino a prima dell'arrivo del coronavirus il Nyse, l'indice che contiene il maggior numero di titoli, era cresciuto del 17%, lo S&P500, l'indice di riferimento, del 37%, il Dow Jones, l'indice storico, il 47%, e il Nasdaq Composite, l'indice che riflette soprattutto le imprese tecnologiche, il 60%, il Nasdaq 100, l'indice che concentra le imprese tecnologiche maggiori, il 70%.

Insomma, più gli indici azionari danno peso alle imprese della tecnologia più l'economia statunitense – letta in chiave borsistica – appare «pimpante». Del resto gli utili da tempo vanno concentrandosi in pochi settori – in quello tecnologico e anche farmaceutico negli Stati Uniti, mentre al resto degli Stati Uniti e anche al resto del mondo poco avanza².

Prima del coronavirus: le obbligazioni

L'opinione maggioritaria sostiene che le banche centrali manterranno i tassi a breve ancora schiacciati, ciò che contribuirà a tenere schiacciati anche i rendimenti a lungo termine (quello delle obbligazioni dei Tesori a dieci anni). Questi ultimi, misurati in termini reali, ossia depurati dell'inflazione, sono diventati da qualche tempo quasi nulli, quando non sono finiti in campo negativo. Una trentina di anni fa i rendimenti reali a dieci anni veleggiavano intorno al 4%.

1. F. DIEZ, D. LEIGH, S. TAMBUNLERTCHAI, *Global Market Power and its Macroeconomic Implication*, IMF Working Paper, giugno 2018; J. FURLAN, P. ORSAG, *Sloterdijk Productivity and Higher Inequality: Are They Related?*, Peterson Institute, giugno 2018.

2. «Dynamism has declined across Western economies», *The Economist*, novembre 2018; T. PHILIPPON, *The Great Reversal*, Cambridge MA 2019, Harvard University Press.

Ritaglio Stampa ad uso esclusivo del destinatario. Non riproducibile

LIMES

Data: 31.03.2020 Pag.: 279,280,281,282,283,
Size: 2750 cm2 AVE: € .00
Tiratura:
Diffusione:
Lettori:



IL MONDO VIRATO

Le attività finanziarie formano i prezzi a partire dai rendimenti dei debiti pubblici dei paesi maggiori, laddove si hanno dei rendimenti privi del rischio emittente (sono paesi in grado di onorare il debito) oltre che molto liquidi (ossia facilmente acquistabili e vendibili). Ergo, fin tanto che i rendimenti dei Tesori restano bassi possiamo avere dei prezzi maggiori (dei rendimenti minori) per le attività a reddito fisso – le obbligazioni – di origine privata. Nel caso poi delle azioni, possiamo avere dei prezzi maggiori perché, a parità di utili, un «fattore di sconto» basso alza il valore attuale dei redditi d'impresa. Si è finora avuto, grazie ai tassi bassi, ossia alla politica monetaria ultraespansiva, un duplice impatto sulle attività finanziarie legate al settore privato. Quello di una maggiore ricchezza percepita dai privati che detengono le attività finanziarie per effetto dei prezzi più alti, e del minor costo del capitale per le imprese per effetto delle minori cedole offerte con le obbligazioni.

Che cosa succederebbe se il regime dei tassi nulli o negativi giungesse a una fase finale? Le ragioni profonde del declino ormai decennale dei tassi e dei rendimenti non sono ancora condivise, mentre è condivisa l'idea che l'architettura dei mercati finanziari stia nella politica monetaria ultraespansiva.

Si hanno due campi particolari di attività il cui andamento è il frutto delle politiche monetarie ultraespansive. Le imprese dette «zombie», e le obbligazioni dette «junk».

Le imprese deboli (zombie) fino a ora non sono uscite in massa dal mercato. Come mai? Grazie agli oneri finanziari schiacciati hanno trovato l'ossigeno per andare avanti. Queste imprese non sono in grado di onorare il debito con il reddito operativo per periodi prolungati, e per di più hanno delle modeste prospettive. Sono sopravvissute, ma la loro sopravvivenza ha dei costi, perché riduce il saggio di investimento dei settori in cui sono presenti. Un indebitamento elevato rende queste imprese vulnerabili, ci fosse un inasprimento delle condizioni finanziarie.

Si osservi la quota di obbligazioni con merito di credito basso (junk). Dal 15% del totale all'inizio del secolo, i junk bonds sono arrivati al 45% del totale in Europa, mentre negli Usa si è passati dal 30 al 35%. Se il loro merito di credito venisse ulteriormente abbassato, molti gestori di fondi dovrebbero vendere i titoli che a quel punto sarebbero, per effetto del mercato poco «profondo» dove sono scambiati, difficili da liquidare.

Una scuola di pensiero afferma che i bassi rendimenti, se mantenuti, sono un rischio, perché sostengono «artificialmente» l'economia reale e finanziaria. Le banche centrali hanno mantenuto i tassi di interesse a breve vicino (in alcuni casi sotto) allo zero nell'ultimo decennio, e hanno speso migliaia di miliardi acquistando titoli di Stato con l'obiettivo di abbassare i rendimenti. Il controvalore degli acquisti di titoli di Stato è ormai pari a un terzo del pil degli Stati Uniti e dell'Eurozona.

Un rialzo dei tassi e quindi dei rendimenti metterebbe in seria difficoltà il sistema finanziario. Come conseguenza, le banche centrali non «osano», per evitare una crisi maggiore, alzare il costo del denaro.

Data: 31.03.2020 Pag.: 279,280,281,282,283,
Size: 2750 cm2 AVE: € .00
Tiratura:
Diffusione:
Lettori:



IL CORONAVIRUS COME CASUS BELLI

Il coronavirus come casus belli

Quando i mercati delle azioni non solo sono cari, ma mostrano delle modeste prospettive di diventare meno cari per effetto di una crescita prodigiosa dei risultati d'impresa - i margini operativi lordi delle imprese sono fermi, perciò i profitti (per azione) crescono grazie al minor costo del denaro, alle minori imposte, e agli acquisti di azioni proprie - un casus belli diventa l'occasione per l'industria finanziaria di ridurre l'esposizione al rischio.

Il casus belli è uno strumento di legittimazione per l'industria finanziaria. Di seguito elenchiamo i passaggi che portano alla legittimazione indolore (ossia senza costi di reputazione) di una correzione.

I mercati formano - secondo l'industria finanziaria - e secondo una corrente accademica - dei prezzi «efficienti», ossia dei prezzi che non sono né «cari», né «a buon mercato», perché scontano tutte le informazioni disponibili (si noti: quelle «disponibili», non tutte quelle che orbitano nell'universo, perché altrimenti i mercati e gli umani che ivi lavorano sarebbero «onniscienti»).

Perciò, quando correggono, lo fanno per effetto di eventi esterni non prevedibili (ossia per l'arrivo di informazioni non disponibili) e anche ad alto impatto. Un caso esemplare è quello dell'abbattimento delle Torri Gemelle. Un altro è quello legato al settore immobiliare e alla crisi dei mutui subprime del 2008, le cui complicate diramazioni all'interno del sistema finanziario erano ignote fino a che non sono all'improvviso emerse.

Aiuta a chiarire la natura finanziaria degli eventi non prevedibili ad alto impatto la classificazione fatta da Donald Rumsfeld nel 2002, quando era il segretario alla Difesa degli Stati Uniti, e dava la caccia alle (supposte) armi di distruzione di massa di Saddam: « There are things we know we know. We also know there are known unknowns; that is to say we know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns - the ones we don't know we don't know ».

L'industria finanziaria trova una legittimità totale con la terza combinazione («unknown unknown»). Ecco come agisce la legittimità. I mercati finanziari fanno i prezzi, ma gli eventi esterni (che per definizione sono fuori dal suo controllo, ossia imprevedibili, perché, se fossero prevedibili, sarebbero sotto il suo controllo, ossia le informazioni sarebbero incorporate nei prezzi) ne influenzano la direzione. Quando arriva una crisi grave, l'industria finanziaria potrebbe essere criticata dai suoi «consumatori». Se la crisi fosse stata prevedibile e non si fosse agito di conseguenza riducendo per tempo l'esposizione ai titoli rischiosi, ecco che non si potrebbero più giustificare i costi di gestione. Si farebbe la figura degli incompetenti. Se, al contrario, arriva una crisi che è impossibile da prevedere sotto il profilo economico, ecco che si è ancora competenti (gli incompetenti nella vicenda odierna sarebbero i virologi, in quella delle Torri Gemelle lo spionaggio) e quindi si può giustificare l'operato, ossia l'essere rimasti investiti fino ad allora. Si può così vendere a prezzi inferiori - anche in perdita rispetto ai prezzi d'acquisto - per ridurre il rischio, senza ledere la reputazione.

264

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, Non riproducibile

Data: 31.03.2020 Pag.: 279,280,281,282,283,
Size: 2750 cm2 AVE: € .00
Tiratura:
Diffusione:
Lettori:



IL MONDO VIRATO

Perciò quando arriva una crisi la gestione delle «relazioni esterne» dell'industria finanziaria non è lo stimare con precisione (messo che sia possibile) le ripercussioni reali (razionalmente prevedibili) per anticipare che cosa potrebbe accadere, quanto immaginare gli effetti degli eventi sui comportamenti di massa 3.

A complicare oggi le cose abbiamo a che fare con un andamento che può rendere più difficile l'uscita dalla fase economica in cui ci troviamo. Una volta la Cina cresceva (come variazione del pil) del 10% l'anno. Ultimamente cresce del 5%. Questo rallentamento cinese (immaginato come un minor peso della Cina dovuto al dimezzamento del tasso di crescita) non va visto come un vantaggio in caso di crisi da coronavirus. Questo perché l'economia cinese è oggi il doppio (come livello del pil) di quando cresceva al doppio. Perciò il volume addizionale di pil che produce un 5% di crescita di un'economia raddoppiata equivale al 10% di volume addizionale di pil di un'economia che era la metà. Non solo ma, a differenza di una volta, la Cina è dentro le «catene di valore» ricordate all'inizio. Quindi l'economia cinese non solo è il doppio di una volta, ma è anche molto integrata. L'integrazione non è solo quella dell'economia cinese con tutte le altre, ma anche delle altre fra loro - per esempio, l'industria italiana come fornitrice di quella tedesca.

Vie d'uscita

Una stima accurata degli effetti economici - nel campo dell'economia detta «reale» - del coronavirus è molto difficile, perché abbiamo a che fare con un doppio shock: di offerta - come la rottura delle «catene di valore» globali, e di domanda - come i minori consumi e investimenti - come frutto della caduta della spesa legata alla crisi.

Prevale - e certe volte si può dire che dilaga - l'incertezza. Si potrebbe pensare di ovviare all'incertezza con una politica economica espansiva, come avvenuto nel 2008. A differenza di allora - nel campo della politica monetaria - i tassi sono bassi o nulli, e dunque una loro ulteriore compressione non dovrebbe produrre grandi effetti. Rispetto ad allora - nel campo della politica fiscale - i debiti pubblici sono maggiori, e dunque una loro ulteriore crescita potrebbe essere fonte di problemi in un periodo più lungo.

Una combinazione di politiche monetarie che restino lasche e di politiche fiscali che diventino più espansive è però possibile nonché auspicabile. Per affrontare il punto dobbiamo tornare alle due maggiori scuole di pensiero del secolo scorso - la keynesiana e la neoliberista 4.

Quella keynesiana non nega che i mercati - lasciati liberi di agire ma supervisionati dal potere statale come nella modalità neoliberista - possano andare bene nel lungo periodo, una volta che le varie forze abbiano avuto il tempo di lavorare.

3. Annual Report, Bank of International Settlements, giugno 2019.

4. J.M. KEYNES, The General Theory of Employment, Interest and Money, The State of Long-Term Expectation, London 1936, Macmillan.

Ritaglio Stampa ad uso esclusivo del destinatario. Non riproducibile

LIMES

Data: 31.03.2020 Pag.: 279,280,281,282,283,
Size: 2750 cm2 AVE: € .00
Tiratura:
Diffusione:
Lettori:



IL CORONAVIRUS COME CASUS BELLI

Ma nega che queste modalità si traducano in regole di azione qui e ora. Certo, a lungo andare le tendenze fondamentali dell'equilibrio del mercato possono imporsi, ma «alla lunga siamo tutti morti». Non è «a lungo termine», o anche «a medio termine», ma nel «breve periodo» che il problema del mantenimento dell'equilibrio economico e soprattutto politico deve essere intrapreso, perché è qui che si fanno sentire le pressioni della necessità. Non è un caso che, quando un governo si trova di fronte a una crisi, prima tentenna ma poi diventa keynesiano. I neoliberalisti possono essere liquidati ricordando che il rischio non controllato nel breve periodo può far deragliare il sistema, e dunque che le loro ricette sono astratte in caso di crisi. Detto altrimenti, l'avversione al rischio spinge a rigettare le loro ricette.

Ma non è così semplice. Torniamo alle origini del movimento neoliberista, quindi agli anni Venti e Trenta con Friedrich von Hayek e Ludwig von Mises. Il neoliberalismo più che una dottrina economica è una dottrina di ordinamento – ossia della creazione delle istituzioni che facciano funzionare un sistema centrato sui mercati, a loro volta centrati sulla libertà individuale. Si ha nell'universo neoliberista un mondo di *imperium* (il mondo degli Stati) e un mondo di *dominium* (il mondo della proprietà) che sono separati. L'idea neoliberale all'origine era che il mercato non sarebbe potuto sopravvivere con le sue sole forze alla pressione degli eventi – siamo negli anni Venti e Trenta – di coloro, i seguaci dei vari totalitarismi, che cercavano di fare della Terra un posto «giusto» o per la propria razza (i nazisti) o per i proletari (i comunisti). Per difendere il mercato – e quindi la libertà dell'individuo – i neoliberalisti si rivolgono allo Stato che però non interviene attivamente, come nel caso keynesiano, nella regolazione dell'economia, ma che la regola in partenza e non solo a livello nazionale.

L'apogeo delle idee neoliberiste si ha così negli anni Novanta con un'economia mondiale regolata da strumenti legali transnazionali, che impediscono alle dinamiche interne agli Stati di alterare il comportamento dei mercati. L'idea di spostare il controllo politico dal livello nazionale a quello internazionale nasce nella mente degli economisti austriaci in seguito alla caduta dell'impero degli Asburgo. Venuta meno la garanzia sovranazionale e sovraetnica garantita dall'impero, come si sarebbe potuta mai preservare la libertà degli individui dal dilagare del nazionalismo delle diverse etnie?

L'uscita dalla crisi del 2008 si è avuta grazie all'interventismo keynesiano⁵. Insomma, alla fine, per uscire da una crisi si deve riconoscere come guida dell'agire l'incertezza e l'indeterminatezza, e quindi cercare di fare quel che si può.

Torniamo all'oggi, alla crisi da coronavirus. Le condizioni perché la spesa pubblica funzioni sono stringenti. Essa funziona per davvero in depressione, ma molto meno in condizioni normali, fossero queste anche di stagnazione o di modesta crescita. Essa funziona per davvero quando l'incertezza è massima, ossia quando si ha lo «sciopero» degli investimenti e dei consumi. Non solo, ma essa

5. Su Keynes: G. MANN, *In the Long Run We Are All Dead, Keynesianism, Political Economy, and Revolution*, London-New York 2017, Verso; sul neoliberalismo: Q. SLOBODIAN, *The End of Empires and the Birth of Neoliberalism*, Cambridge MA 2018, Harvard University Press.

LIMES

Data: 31.03.2020 Pag.: 279,280,281,282,283,
Size: 2750 cm2 AVE: € .00
Tiratura:
Diffusione:
Lettori:



IL MONDO VIRATO

funziona al meglio quanto più solida è la posizione fiscale del governo. Ossia, quando un governo non ha un gran debito pubblico in presenza di un carico fiscale non eccessivo.

Nel caso italiano, se si spende in deficit e il pil non cresce abbastanza, allora il debito pubblico crescerà più del pil. Nel caso in cui ci fosse – in seguito all'espansione della spesa in deficit per sostenere l'economia e quindi del debito – un aumento dei tassi di interesse, ecco che il debito diventerebbe più oneroso, e sarebbe tanto più oneroso quanto maggiore è il debito iniziale. Per fronteggiare un onere del debito elevato e crescente si dovranno allora alzare le imposte, deprimendo così l'economia.

Nonostante questi limiti al rilancio della spesa pubblica, si ha chi pensa che essa potrebbe funzionare anche oggi, almeno nel breve termine, e comunque per il tempo utile a fermare la crisi. E tanto più potrebbe funzionare dal momento che i tassi di interesse e i rendimenti dovrebbero restare molto schiacciati ancora per il prossimo futuro. Insomma, si potrebbe procedere con l'espansione fiscale non «tarpatata» da oneri finanziari eccessivi.