



ANALISI DELLE RECESSIONI PASSATE

Con molta probabilità l'obbligo per chi voglia investire strutturalmente sui mercati finanziari sarà per un po' di tempo ancora quello di navigare a vista. Come è vero che i mercati vivono di aspettative, ancora di più è vero il fatto che fare previsioni in questo momento è un esercizio estremamente difficile specialmente se ci si proietta nel campo principe che è (o dovrebbe essere) alla base di ogni asset allocation di medio lungo periodo, e cioè l'economia reale. In questi ultimi mesi si è fatto molto riferimento alla situazione macroeconomica attuale confrontandola con quella della Great Depression del '29, e come succede spesso in questi casi il più delle volte il riferimento è stato frettoloso e poco documentato. Nelle ultime settimane nella stampa specializzata internazionale, così come nei principali ambienti accademici sono sempre più ricorrenti le frasi riportanti '*green shoots*' relativamente all'economia globale. Ma è proprio così? Si è finalmente toccato il fondo? Prima di concludere che l'attuale recessione finirà presto, forse prima di tutto è necessario domandarsi cosa la storia economica può insegnare. Fortunatamente, i dati a disposizione per fare confronti sono presenti; sfortunatamente, la storia che viene evidenziata non è propriamente una storia felice.

Infatti, due storici dell'economia, Barry Eichengreen dell' University of California, Berkeley e Kevin O'Rourke of Trinity College, Dublin, in un articolo pubblicato su Vox Europe hanno confrontato l'attuale recessione con la Great Depression statunitense del '29. I due autori hanno datato l'inizio dell'attuale crisi macroeconomica ad Aprile 2008 ed hanno confrontato l'andamento ribasato di diversi indicatori macroeconomici con quello verificatosi per gli stessi indicatori nella crisi del '29 . Ciò che si evince da tale confronto è che

finora l'attuale recessione mostra gli stessi segni di quella del '29 sotto diversi profili.

Prima di tutto, la produzione industriale segue molto da vicino il declino verificatosi nel primo periodo della Grande Crisi. In Europa il declino industriale di Paesi come Italia e Francia è stato molto peggiore di quello del '29, mentre quello Germania e UK è molto simile, così come oltre oceano per Stati Uniti e Canada.

Inoltre, il collasso del commercio internazionale è stato di gran lunga peggiore di quello sperimentato nel '29, e non a caso sono stati molto forti i richiami del G20 in tal senso, nonché del Fondo Monetario Internazionale.

Per di più, nonostante i recenti rimbalzi, il declino dei mercati azionari è ancora di gran lunga peggiore di quello del '29.

Comunque, ciò che diede il nome di Great Depression alla recessione del '29 fu il 'feroce' declino dell'output macroeconomico dei primi 3 anni, mentre oggi si sta cercando di non commettere gli stessi errori di quel periodo, utilizzando al meglio gli insegnamenti di Keynes e Friedman, rispettivamente per la condotta della politica fiscale e monetaria. Ad esempio, durante la Grande Depressione, il tasso di interesse medio ponderato delle principali sette economie dell'epoca non scese mai sotto il livello del 3%, mentre oggi si parla di *quantitative easing* (o *credit easing*, se si vuole utilizzare l'accezione più gradita alla Fed ed al suo *chairman* Bernanke) con tassi prossimi allo zero.

Anche la politica fiscale è oggi di gran lunga più espansiva: nei primi anni '30 il deficit fiscale medio ponderato delle prime 24 economie rimase al di sotto del 4% rispetto al GDP, mentre oggi tale valore è molto più elevato (solo per gli Stati Uniti si calcola per l'anno in essere un rapporto del 14%).

Ciò che ci dobbiamo chiedere a questo punto è se gli enormi stimoli messi in campo sia dal punto di vista fiscale che monetario siano in grado di fronteggiare gli effetti di un collasso finanziario ed una accumulazione del debito del settore privato senza precedenti. In effetti, è come se stessimo assistendo ad una gara dove da una parte c'è il ribilanciamento della domanda globale ed il rientro del debito

privato, mentre dall'altra la sostenibilità degli stimoli in essere. Molto probabilmente vi sarà un ritorno ad una crescita robusta della domanda privata solo quando i bilanci delle famiglie sovra indebitate e dei settori sottocapitalizzati saranno riparati, o quando i Paesi ad elevato tasso di risparmio (leggi Cina ad esempio) investiranno e consumeranno di più. Tutto ciò è un processo molto lento, basti pensare che negli ultimi due trimestri le famiglie statunitensi hanno ripagato solo il 3.1% del loro stock di debito.

Quello che si sta verificando sui mercati è sicuramente il riflesso di una volontà di credere in una ripresa economica molto veloce, ma molti dati congiunturali relativamente alle diverse produzioni nazionali sono positivi solo per un effetto di destocking e quindi di riallineamento delle scorte di prodotti finiti e semilavorati, mentre gli indicatori di sentiment sono troppo volatili per utilizzarli in un approccio di investimento di medio periodo.

E' in questo contesto che recentemente due autori, Prof. Nassim Taleb e Prof. Mark Spitznagel sulle pagine del Financial Times hanno indicato una unica via d'uscita relativamente alla situazione attuale che è completamente diversa dall'utilizzo di politiche fiscali e monetarie espansive: lo swap di debito con equity. Il punto di partenza è che il sistema economico internazionale attualmente ha un livello di indebitamento che è tre volte più alto di quello degli anni '80, pertanto le politiche monetarie e fiscali espansive non fanno altro che creare altro squilibrio e volatilità. La soluzione è trasformare questa enorme quantità di debito in equity e questo per tre ragioni essenziali:

- Primo, il debito e l'effetto leverage creano solo fragilità e lasciano meno spazio, mentre il concetto di equity è più robusto. Basti pensare alla bolla internet dei primi anni del nuovo secolo che non ha avuto (almeno direttamente) significative conseguenze sull'economia in quanto le aziende non avevano accesso al mercato del credito

- Secondo, la complessità creata dalla globalizzazione dà origini a valori economici e di mercato soggetti a maggiori variazioni nei valori di quanto sperimentato nei precedenti cicli macroeconomici. Tale complessità nelle relazioni rende molto più difficile fare previsioni ai più diversi livelli. Tutto ciò avrebbe dovuto rendere le azi-

ende più conservative nella loro struttura dei capitali (si pensi all'esplosione delle operazioni LBO's di private equity); ma tale complessità non è stata compresa e modellata minimamente neanche nei modelli matematici a presidio per il rischio, dato che molti papers di ricerca forniscono modelli di previsioni basati per lo più su modelli lineari che hanno scarso (se non nullo) potere predittivo, mentre è praticamente impossibile (finora) poter gestire matematicamente il rischio degli eventi estremi se non in maniera estremamente approssimativa.

- Terzo, il debito ha una brutta proprietà: è altamente 'sleale' dal punto di vista dell'investitore. Infatti, ogni 'prestito' (loan) ha una volatilità insita che non viene fuori fino al default, mentre l'investimento in equity ha una volatilità manifesta giornalmente.

A fronte di tutto ciò le opzioni sono due. La prima è di disinflazionare il debito, l'altra è di inflazionare gli assets (attivi). Gli autori pensano che pacchetti fiscali espansivi possono condurre solo ad una 'socializzazione del debito privato' con l'aggravante di essere vulnerabili ad errori sulle stime future di crescita economica. Questi errori saranno ancora più grandi in futuro e porteranno la politica monetaria espansiva ad una scenario non di inflazione, ma di iperinflazione. La politica monetaria, diversamente da quanto fatto da Alan Greenspan nell'ultimo decennio, dovrà convivere con un sistema dove le bolle speculative esistono, ma devono essere combattute creando una struttura economica più robusta e l'unica soluzione è trasformare in maniera sistematica e graduale l'enorme stock di debito presente nel sistema economico/finanziario in equity. In definitiva, molto probabilmente si sentirà sempre più parlare di 'green shoots' da parte dei vari *practitioners* o presunti tali riferendosi alle possibilità di ripresa più o meno forti dell'economia globale. Sicuramente i segnali di un rallentamento della crisi in atto sono presenti e concreti. Giustificare con questo il rally dei mercati, alla luce di quanto detto sinora, è però sinceramente azzardato ed utopistico in un'ottica futura; ma forse è anche più utopistico il cercare ad ogni costo una soluzione unica o fuori dal coro ad una crisi macroeconomica che ha delle similitudine con quanto visto in passato, ma che per il futuro ad oggi ha in serbo troppi punti oscuri.