

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

## **SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE**

RASSEGNA DEI PRINCIPALI FATTI DEL PRIMO TRIMESTRE E IL RUOLO  
DEL DOLLARO NEL SISTEMA MONETARIO

di Alessandro Samorì

NUMERO 6 – MARZO 2020

© Associazione Diritto al Futuro ETS-APS, 2020  
Via Mantova 19, 10153 Torino - Italia

Siti internet

<http://www.dirittofuturo.org>

<http://www.dirittoalfuturo.eu>

<http://www.righttothefuture.org>

Profilo Facebook

Diritto al Futuro ETS - APS

Account Twitter

@DirittoalFuturo

Indirizzo di posta elettronica:

[info@dirittofuturo.org](mailto:info@dirittofuturo.org)

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.



## SOMMARIO

Il racconto, breve, di cose che non avevamo mai visto.....	5
La quiete prima della tempesta .....	5
La situazione precipita e le banche centrali si giocano il tutto per tutto.....	5
I movimenti dei principali asset finanziari .....	7
Il ruolo del dollaro americano, in questa crisi e non solo.....	9
I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina.....	11
Stati Uniti.....	11
Europa .....	14
Cina .....	17
Conclusioni.....	18

## Il racconto, breve, di cose che non avevamo mai visto

### La quiete prima della tempesta

Se avessimo steso questo report nei primi giorni di marzo, avremmo descritto una situazione economica e finanziaria del pianeta sostanzialmente identica a quella del trimestre precedente.

L'economia USA, misurata in termini di PIL, continuava a viaggiare a ritmi superiori al 2%, seppure i dati su produzione industriale, investimenti e fiducia delle imprese mostrassero un progressivo deterioramento. La Federal Reserve continuava a fornire liquidità ai mercati tramite le operazioni straordinarie di REPO. Per una spiegazione dettagliata di cosa sono i REPO rimandiamo al numero precedente del nostro rapporto, qui ci basterà ricordare che tramite queste operazioni (Repurchase agreement, in italiano normalmente tradotto con pronti contro termine), la Banca Centrale fornisce liquidità al circuito interbancario<sup>1</sup> (prestando denaro per brevissimi periodi, da 1 a 5 giorni dietro la garanzia di titoli fornita da chi riceve il prestito) quando viene a scarseggiare. Tale intervento si era reso necessario a partire dal settembre 2019 (quando, proprio a seguito della mancanza di denaro su questo mercato, i tassi di interesse overnight erano passati dal 1,5% all'8% in una notte) e non era più terminato. Anzi, le cifre richieste erano progressivamente cresciute obbligando la Fed ad aumentare l'offerta di liquidità.

La stessa Fed, nella sua riunione di gennaio, aveva deciso di lasciare i tassi invariati all'1,75% (dopo averli abbassati per 3 volte nei mesi precedenti) e a tutti pareva che così sarebbero rimasti almeno per l'intero anno. Le aziende statunitensi, dal canto loro, continuavano a ricomparsi le proprie azioni con le operazioni di buy back<sup>2</sup> e spingendo l'indice S&P 500 sino ai massimi di sempre (anche quando era ormai assodato che il rischio pandemia fosse concreto per l'intero pianeta). Addirittura, anche in Cina, i mercati azionari, dopo essere sprofondati tra gennaio e febbraio durante la diffusione del virus nel paese, erano tornati vicino ai massimi, sull'onda dell'euforia che andava di pari passo con la consapevolezza che il contenimento dell'epidemia stava avendo successo.

In Europa il PIL continuava a crescere attorno all'1,2%, con paesi guida, come la Germania, che stazionavano su livelli di crescita tra il pareggio e la recessione. Eppure, tutti i titoli di Stato (escludendo solo l'Italia e la Grecia) continuavano a dare interessi negativi sino alle scadenze decennali, anche grazie al quantitative easing ormai riavviato da alcuni mesi da parte della BCE.

La diffusione della pandemia di coronavirus in tutto il mondo, a meno di un mese dalla "calma piatta" sopra descritta, ci costringe invece a stendere un report che in buona parte cercherà di spiegare quello che è successo in appena tre settimane, quelli che sono gli scenari che potrebbero aprirsi nel corso dell'anno e le tematiche di ordine economico e finanziario che i governanti saranno costretti ad affrontare.

### La situazione precipita e le banche centrali si giocano il tutto per tutto

Dal 3 di marzo e per le 3 settimane successive, le banche centrali si sono avvicinate in una escalation senza precedenti di interventi di politica monetaria, che ha superato ampiamente ciò che avvenne nel 2008, sia in termini di rapidità sia di magnitudo degli interventi stessi.

Nell'arco di meno di due settimane i tassi di interesse USA sono passati dell'1,75% a 0,25% con due ribassi, il primo dello 0,5% e il secondo dell'1%. Significativo è evidenziare come entrambe le "mosse" della banca

---

<sup>1</sup> Quando le banche hanno bisogno di denaro a breve termine si riforniscono innanzitutto attraverso questo circuito costituito dalle banche stesse che si prestano denaro tra loro. Al medesimo circuito possono accedere anche altre società finanziarie. Il circuito interbancario è il canale ordinario per ottenere liquidità a breve termine. Come soluzione successiva, le banche (e solo loro, non gli altri operatori finanziari) possono rivolgersi alla banca centrale che normalmente presterà loro denaro, ma ad un tasso di interesse leggermente superiore a quello normalmente scambiato nel circuito interbancario.

<sup>2</sup> Riacquisto di azioni proprie da parte delle aziende quotate. Il tema è stato trattato per esteso nello scorso numero di questo rapporto.

centrale americana siano avvenute a seguito di sedute “straordinarie” non calendarizzate. Nell’ultima, tenutasi il 15 marzo (di domenica), la Fed, oltre ad annunciare il già menzionato taglio dei tassi di interesse, ha anche abolito la riserva obbligatoria delle banche<sup>3</sup> (a cui non viene quindi più richiesto nessun deposito obbligatorio, concedendo ad esse la possibilità teorica di prestare denaro con una leva infinita e come unico limite la propria propensione al rischio) e soprattutto lanciato un nuovo piano di quantitative easing da 700 miliardi di dollari. Come se non bastasse, la Fed, che nel frattempo aveva già incrementato le operazioni REPO settimanali a 500 miliardi ed alla stessa cifra quelle che conduceva overnight tutti i giorni (il 12 marzo era addirittura arrivata a 1.500 miliardi) e già esaurito (in una settimana) metà della cifra prevista dal quantitative easing per l’acquisto di titoli governativi, il 23 marzo annunciava che il quantitative easing, cioè l’acquisto di obbligazioni a lunga durata (titoli di stato federali e obbligazioni legate ai mutui) sarebbe diventato illimitato ed a tempo indeterminato. Sono cifre pazzesche, soprattutto se si considera che l’intero quantitative easing post crisi 2008, durato 5 anni, aveva avuto un ammontare di acquisti di 4.500 miliardi di dollari e le operazioni REPO erano state attivate in precedenza solo in occasione della medesima crisi (nel 2008) e quando erano riprese (nel settembre dello scorso anno) le cifre erano inferiori ad un decimo delle attuali (che nessuno sa per quanto andranno avanti in tale estensione).

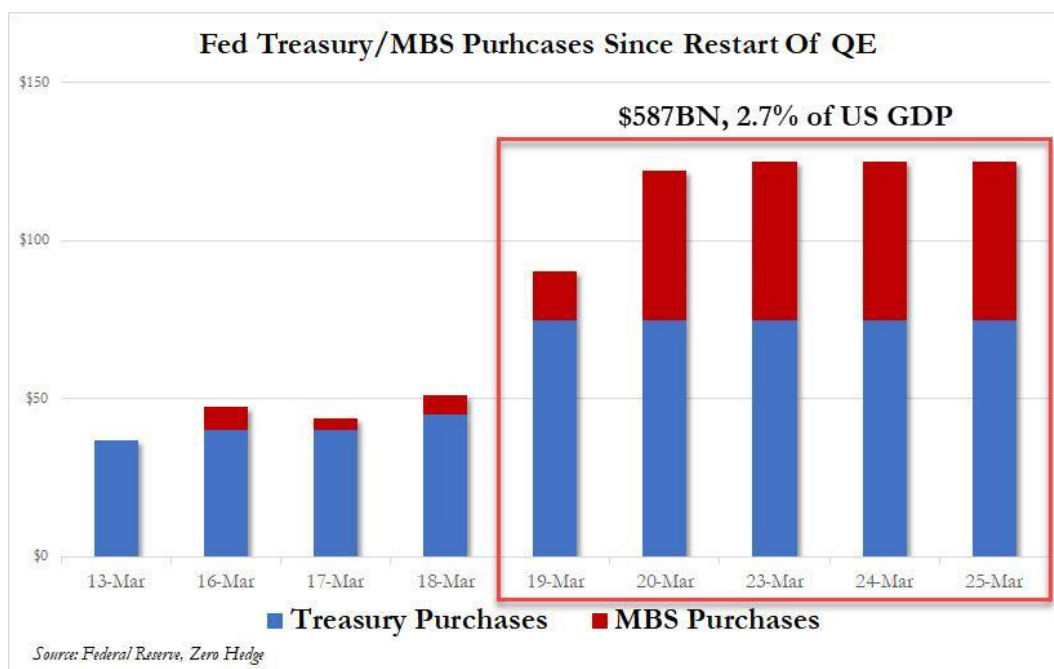


Figura 1 - Acquisti della Fed di obbligazioni di lunga durata.

Nota. Nella prima settimana viene esaurita una buona parte di quanto era stato stanziato dal QE inizialmente annunciato dalla Fed il 15 marzo: 500 miliardi in titoli di stato (qui in blu) e 200 miliardi in obbligazioni coperte da mutui (qui in rosso). Pochi giorni dopo la Fed annuncia che il QE non avrà limiti e verrà gestito sulla base delle esigenze di liquidità del sistema.

Con queste operazioni, oltre alla necessità di fornire liquidità al mercato nel breve periodo (soprattutto attraverso le REPO operations), la banca centrale viene incontro, attraverso l’acquisto di titoli di stato di lunga durata (tramite il QE), alle necessità di spesa che lo Stato dovrà sopportare nei mesi successivi. Il 26 di marzo infatti il governo USA ha varato un piano di interventi straordinari senza precedenti (che supera anche quello della crisi dei mutui subprime) di 2.000 miliardi di dollari.

<sup>3</sup> Alcune banche centrali (come la BCE e la Banca Centrale Cinese e sino al 15 marzo anche la Fed) impongono alle banche commerciali un minimo di deposito di riserva presso la banca centrale stessa. La riserva è una percentuale del totale dei prestiti concessi ed è considerata una garanzia e costituisce quindi un limite alla possibilità della banca di espandere i prestiti stessi. Se ad esempio la riserva obbligatoria è del 2%, questo vuol dire che le banche dovranno depositare presso la banca centrale almeno il 2% di quello che hanno prestato. Quindi, detto in altro modo, potranno prestare 50 volte il denaro di cui davvero dispongono, ma non andare oltre questa proporzione.

Altrettanto rapido è quanto è successo in Europa: nell'impossibilità di abbassare ulteriormente i tassi (se non rendendoli negativi), la riunione della Bce del 12 marzo ha rilanciato un piano addizionale di quantitative easing per un valore di 120 miliardi e pochi giorni dopo ha aggiunto a questa cifra ulteriori 750 mld di euro. Altrettanto rilevante, nei giorni successivi, è stata la sospensione del patto di stabilità che di fatto libera gli stati da ogni vincolo di bilancio per poter venire incontro alle conseguenze della pandemia.

È utile notare come nella stessa direzione siano andate anche le banche centrali degli altri paesi che hanno portato i tassi di interesse prossimi allo zero e lanciato programmi di quantitative easing. Lo hanno fatto Canada, Gran Bretagna, Australia, Nuova Zelanda. Spiccano gli ultimi casi elencati, dato che non hanno precedenti nella loro storia avendo avuto, i due paesi oceanici, sempre tassi piuttosto elevati, se confrontati con gli altri paesi ad economia matura (intorno al 7% nel periodo precedente la crisi del 2008 e intorno al 4% nel periodo successivo).

### I movimenti dei principali asset finanziari

Il 20 febbraio l'indice azionario americano S&P 500 aveva sfiorato i 3.400 punti. Si tratta dei massimi storici assoluti per questo indice che è il più importante al mondo.

Possiamo apprezzare ancora di più quanto è successo negli ultimi 11 anni se teniamo in mente che i minimi toccati, nel marzo 2009, a seguito della crisi dei mutui subprime, furono inferiori ai 700 punti. Si tratta di un incremento del 450% che non ha precedenti nella storia, sia in termini di apprezzamento sia di durata dello stesso. A partire dal 20 febbraio 2020, insieme alle notizie della diffusione del virus e di pari passo con i tentativi di intervento delle banche centrali, l'indice S&P 500 in meno di un mese arrivava a perdere quasi il 40%, toccando livelli (poco superiori ai 2.100 punti) che non si vedevano dal novembre 2016. Simili perdite sono state riscontrate dagli indici azionari di tutto il mondo.



Figura 2 - Future sull'indice S&P 500 (rappresentativo dei principali 500 titoli azionari USA)

L'indice azionario americano ha impiegato dunque un mese per perdere il valore che era riuscito a guadagnare in oltre tre anni. Un tale comportamento da parte dei titoli azionari, seppur in questo caso eccezionalmente brusco, non è per nulla anomalo. Per loro natura i titoli finanziari con una elevata componente di rischio (come sono le azioni) tendono ad acquistare valore in maniera molto lenta e a perderlo in maniera molto rapida. Il fenomeno è legato alla paura (si chiamano vendite da panico), che si impadronisce degli operatori e li porta (consapevoli di avere in mano qualcosa di rischioso che potrebbe continuare rapidamente a deprezzarsi) a liberarsi in fretta di ciò che avevano accumulato nel tempo con molta prudenza. Il parossismo è stato raggiunto il 12 marzo, quando le borse mondiali sono arrivate a perdere mediamente il 10% (con una punta del 17% nel caso dell'Italia).

Altrettanto rovinosa è stata nel medesimo periodo la discesa del prezzo del petrolio che dai 55 dollari è arrivato sino a 20 dollari. I prezzi delle materie prime, in modo particolare gli energetici e i ferrosi, sono molto sensibili al ciclo economico e sono tra gli asset che maggiormente si svalutano quando cresce il timore di una recessione. Nel caso del petrolio la discesa è stata ulteriormente favorita dalle tensioni in seno ai produttori, che hanno portato ad una rottura tra paesi Opec (Arabia Saudita in testa) e Russia, a seguito del rifiuto di quest'ultima di effettuare tagli alla produzione.

Abbiamo visto nei report precedenti come nei momenti di panico e di fuga dagli asset di rischio (il cosiddetto risk off) gli investitori convergano su asset meno rischiosi che sono innanzitutto la liquidità, l'oro, e le obbligazioni dei paesi considerati più solidi (Usa, Germania e Giappone in primis). In questa discesa abbiamo invece osservato una conferma solo parziale di tale tendenza, visto che, nei giorni di maggiore ribasso dei mercati, anche l'oro, stranamente, ha iniziato a scendere. La spiegazione più attendibile di questa apparente anomalia va di pari passo con l'affermazione che nei momenti di panico quella che rischia di venire meno è la liquidità. Gli operatori quindi, pur di reperirla per compensare le perdite e per poter venire incontro alle cosiddette "margin call"<sup>4</sup> sulle operazioni che intendevano mantenere aperte, hanno iniziato a vendere il bene su cui nei mesi precedenti avevano probabilmente fatto buoni guadagni e cioè l'oro.



Figura 3 - Indice del Future sulle obbligazioni governative federali USA con scadenza decennale.

Nota. Il decennale americano è ai massimi di sempre, in linea con le sue caratteristiche di bene rifugio che si apprezza nelle fasi in cui gli investitori percepiscono un rischio molto elevato.

In linea con il suo comportamento usuale nei momenti di forte rischio ha continuato invece a salire l'obbligazione decennale americana, questo conferma che nonostante gli USA siano e saranno tra i paesi più colpiti dalla pandemia, gli investitori continuano a ritenere le obbligazioni statali USA (e il dollaro americano)

<sup>4</sup> Le operazioni di speculazione finanziaria, in modo particolare quelle di breve periodo, sono quasi sempre operazioni condotte in "leva", dietro la fornitura di un "margine" di garanzia. Fare operazioni in leva significa, per esempio, che io posso acquistare un asset (ad esempio un pacchetto di titoli azionari) senza possedere l'intero ammontare di denaro sufficiente ad acquistare quell'asset, dato che una buona parte del capitale mi sarà prestato dalla banca attraverso la quale io condurrò l'operazione e questa in cambio mi chiederà (come margine di garanzia appunto) solo una parte del medesimo capitale (oltre che un interesse sul capitale se l'operazione durerà più di un giorno). Il margine di garanzia sarà anche il limite di perdita che potrò subire, oltre il quale la banca mi chiederà (attraverso appunto una "margin call") di incrementarlo ulteriormente, pena la chiusura automatica della posizione (senza la quale la banca stessa dovrebbe sobbarcarsi il rischio di una eventuale perdita ulteriore). Ipotizziamo quindi che io acquisti delle azioni di una società di assicurazioni per un importo di 100.000 euro e la banca mi permetta di condurre questa operazione in leva 10. Ciò significa che io depositerò un margine di 10.000 euro e la banca mi acquisterà azioni per 100.000 euro. Di fatto con 10.000 euro ho la possibilità di spostare un capitale 10 volte più grande, però le mie eventuali perdite (o guadagni) si muoveranno in relazione al capitale investito (che è di 100.000 euro). Se quindi le mie azioni si svalutassero del 10%, il valore del mio pacchetto di azioni sarà inferiore a prima di 10.000 euro e la banca non avrà più alcuna garanzia (dato che se il titolo scendesse ancora di valore le perdite teoriche sarebbero superiori al mio margine di 10.000 euro). Ecco dunque la richiesta ("margin call") di un ulteriore margine, senza il quale la banca mi chiuderà la posizione in automatico. La mia perdita del 10% sulle azioni che ho acquistato è diventata una perdita del 100% del mio capitale iniziale (10.000 euro). Se io non volessi chiudere questa posizione, potrei accettare la richiesta della banca aggiungendo nuovo margine investendo sulla prospettiva che le mie azioni riacquistino valore.



un bene rifugio a cui affidarsi nei momenti di crisi. Questo è un indubbio, almeno per ora, segnale di fiducia del sistema finanziario nella tenuta degli Stati Uniti e del ruolo ancora indiscusso del dollaro americano come valuta di riserva. Tratteremo nel dettaglio questo argomento nel prossimo paragrafo.

## Il ruolo del dollaro americano, in questa crisi e non solo

L'osservazione del comportamento del dollaro americano nell'ultimo mese ci dà l'occasione per spendere alcune parole sul ruolo fondamentale di questa valuta che raramente si è potuto osservare in maniera così paradigmatica come in questo mese di tensione sui mercati finanziari.

Secondo il principio della interest parity, i tassi di cambio variano al variare delle aspettative degli operatori riguardo due fattori: il futuro valore del tasso di cambio stesso e il variare dei tassi di interesse concessi dai depositi nelle rispettive valute. I tassi di cambio dunque si aggiustano in modo da dare, tra loro, il medesimo tasso di rendimento atteso. Sino a che nulla cambia in questi due valori (aspettative sul valore del cambio futuro e tasso di interesse), il cambio si manterrà in equilibrio. Ciò significa che il variare di uno di questi due fattori metterà in moto anche le preferenze degli operatori per una piuttosto che per l'altra valuta e questo modificherà il tasso di cambio.



Figura 4 - Andamento del Dollar Index (a sinistra) e del cambio euro dollaro (a destra).

Nota. Il Dollar Index è un indice che sintetizza l'andamento del dollaro americano verso un paniere di valute. L'apprezzamento del dollaro quindi in questo caso vedrà un aumento di valore dell'indice, mentre per il cambio Eur Usd un apprezzamento (relativo) del dollaro (verso l'euro) vedrà una diminuzione del valore del cambio (che esprime la quantità di dollari necessari per acquistare un euro).

Senza scendere troppo nel dettaglio dell'analisi delle dinamiche suggerite dal principio della interest parity, è però intuitivo che se il tasso di interesse concesso su una valuta si abbassa rispetto a quello di un'altra, gli operatori rivedranno le loro posizioni alleggerendosi della valuta che ora concede un tasso di interesse inferiore rispetto a prima. È quello che questa logica avrebbe voluto per il valore del dollaro americano rispetto alle altre valute quando, nel mese di marzo, come si è detto, il tasso di interesse è sceso bruscamente dal 1,75% allo 0,25% nell'arco di pochi giorni. Nella realtà le cose sono andate diversamente: come si può vedere dalla figura 4, nel periodo successivo al primo ribasso dei tassi di interesse dello 0,5% (punto 1) il dollaro ha correttamente (secondo il modello) continuato a deprezzarsi (aveva già iniziato a farlo prima perché le aspettative del ribasso dei tassi erano da tempo "nell'aria"), però pochi giorni dopo la tendenza si è totalmente invertita e il dollaro ha cominciato ad apprezzarsi pesantemente, e ancor di più quando la Fed ha deciso un ulteriore ribasso dei tassi (di addirittura 1%) e annunciato il quantitative easing (le iniezioni di

liquidità delle banche centrali accrescendo l'offerta di moneta dovrebbero in teoria indebolire una valuta nei confronti delle altre). Il processo di apprezzamento è poi continuato nei 5 giorni successivi, sino al 23 marzo (giorno in cui le borse hanno anche toccato il punto di maggiore ribasso) e cioè durante tutta la fase in cui la tensione sui mercati è stata ai massimi.

Che cosa può essere successo? Come spiegare l'apprezzamento del dollaro nonostante un crollo dei tassi di interesse sui suoi depositi? Da notare che l'apprezzamento è stato generale e non solo verso l'euro, bensì anche contro valute notoriamente comprate nei momenti di panico e rischio come il franco svizzero e soprattutto lo yen giapponese. Per provare a spiegare questo fenomeno dobbiamo arrivare al cuore dell'intero sistema valutario internazionale che è il concetto di valuta di riserva.

Il sistema monetario internazionale ruota ancora intorno al dollaro americano, la valuta con cui avvengono la maggior parte degli scambi internazionali. Il dollaro è la valuta più scambiata sui mercati valutari (oltre il 40% degli scambi), segue l'euro con percentuali inferiori al 15% dei volumi. La valuta della seconda potenza economica, la Cina, è sostanzialmente assente nei circuiti internazionali e gli stessi cinesi, quando vogliono acquistare qualcosa al di fuori del loro territorio, devono usare in buona parte dollari. Il dominio del dollaro è assoluto nel campo delle materie prime (in modo particolare quello del petrolio) e la sua importanza è tale che i paesi la cui economia è quasi esclusivamente legata al petrolio (come l'Arabia Saudita e gli Emirati Arabi) hanno creato un sistema di cambi fissi (il cosiddetto "peg"<sup>5</sup> verso il dollaro americano che lega il valore della loro valuta a quella statunitense). In dollari sono scambiate le azioni del più grande mercato azionario al mondo (il mercato statunitense, appunto).

Last but not least, il dollaro americano è la principale valuta di riserva internazionale (il 65% delle riserve di valuta sono in dollari americani, solo il 20% in euro. Il ruolo delle altre valute, con l'eccezione dello yen giapponese, è totalmente marginale). Ogni banca centrale (con l'eccezione della sola Federal Reserve<sup>6</sup>) possiede ingenti quantità di valuta estera nell'attivo del suo bilancio, e la quota principale è costituita da dollari americani. Le riserve permettono alla banca centrale, tra le altre cose, di poter influenzare all'occorrenza il cambio della propria valuta. In estrema sintesi, una vendita delle riserve estere e un acquisto di asset in valuta nazionale cercheranno di contrastare un deprezzamento del proprio cambio. Viceversa, un acquisto delle riserve in valuta estera ed una vendita di titoli in valuta locale cercheranno di contrastare un eccessivo apprezzamento della propria valuta. Il rischio per ogni paese è quello di ritrovarsi con una scarsità di riserve estere, dato che ciò indebolirebbe la garanzia di protezione in caso di una svalutazione incontrollata della propria valuta. I paesi esportatori (Cina, Giappone, Germania quando aveva il marco tedesco) sono da questo punto di vista avvantaggiati, dato che riescono ad accumulare riserve estere che affluiscono dai paesi importatori.

Le riserve in valuta, oltre alla funzione di garanzia di eventuale difesa del cambio sopra menzionata, permettono ad ogni paese di finanziare le proprie importazioni e tendono a crescere con le esportazioni. Quando esiste un eccessivo squilibrio tra esportazioni ed importazioni un paese può quindi incorrere nella cosiddetta crisi della bilancia dei pagamenti, trovandosi a corto di riserve estere e quindi in grosse difficoltà, se nello stesso tempo non trova finanziatori esteri pronti a concedergli credito.

Il fatto di essere il titolare della valuta di riferimento mondiale di cui si è appena detto, concede agli USA

---

<sup>5</sup> Il "currency peg" è una politica stabilita da un governo nazionale che fissa il cambio verso un'altra valuta ed accetta margini di oscillazione piuttosto limitati intorno allo stesso. Nel momento in cui il cambio si dovesse allontanare dal valore prefissato, attraverso interventi della banca centrale si cercherà di riportare il cambio all'interno dei margini massimi di oscillazione. Affinché la politica di currency peg sia efficace è necessario che il sistema finanziario abbia fiducia della capacità della banca centrale del paese che ha definito il currency peg di mantenerlo (evitando in particolar modo eccessive svalutazioni frutto di possibili fughe di capitali che si possono evitare solo possedendo ingenti quantità di riserve valutarie).

<sup>6</sup> Gli Stati Uniti hanno quantità di valuta in riserva estera piuttosto bassa rispetto agli altri paesi. Questo si sposa con il loro carattere di paese importatore la cui bilancia commerciale è costantemente in deficit. Questo però, dato che la valuta che loro possono stampare è anche la più richiesta, non è per loro causa di grossi problemi (come potrebbe essere per paesi con valute deboli a rischio di incorrere in una crisi della bilancia dei pagamenti, di cui tratteremo a seguire).

alcuni vantaggi, la possibilità di “stampare denaro” (con manovre di espansione monetaria come quella in corso) senza rischiare una eccessiva svalutazione della propria moneta e di non dover pagare eccessivi interessi quando emette titoli di stato (nonostante il proprio debito sia tutt’altro che basso): se il dollaro rimane la valuta più utilizzata, esisterà infatti sempre qualcuno disposto a detenere dollari e ad acquistare il suo debito denominato in dollari. In questa forma (quella dei titoli governativi americani) è detenuta la maggior parte delle riserve valutarie. Forma che, oltre ad essere considerata sicura (almeno sino a che ci sarà fiducia nella solvibilità degli Stati Uniti d’America), concede anche interessi normalmente più elevati rispetto ad altri titoli di debito considerati ugualmente affidabili (Svizzera, Giappone, Germania).

Non meno importante è il fatto che gli Usa, attraverso il proprio sistema bancario, possano controllare la circolazione della più importante valuta del pianeta. L’OFAC (Office of Foreign Assets Control), posto sotto il controllo del Ministero del Tesoro americano, esercita attività di investigazione al fine di garantire il rispetto delle sanzioni contro paesi esteri comminando sanzioni alle entità pubbliche e private (banche e aziende) che non le rispettino. Per questa ragione è stato definito una delle più potenti e meno conosciute istituzioni in ambito finanziario.

Per tornare ai giorni nostri, se il dollaro è la valuta più utilizzata al mondo diventa anche quella che tutti vorranno detenere (in forma liquida, sbarazzandosi degli asset rischiosi) quando si approssima il timore di una crisi mondiale. In un certo modo è come se esistesse un doppio circuito che influenza il valore di questa valuta. Il primo è il circuito nazionale (legato al paese che emette quella valuta), in base al quale la valuta si muove a seconda di cosa succede negli USA (economia, finanza, politica, ...), come avviene per ogni altra valuta. Quindi, se solo questo fosse il fattore determinante, il dollaro nel mese di marzo avrebbe perso parecchio valore, sia per il calo dei tassi di interesse, sia per le enormi iniezioni di liquidità realizzate dalla Fed, sia perché (è il caso di dirlo) i rischi che gli USA siano i più pesantemente colpiti da questa pandemia è ormai chiaro a tutti. Il secondo circuito invece è quello “internazionale”, e qui il valore del dollaro si separa (in un certo senso) dal paese che lo emette, per diventare una sorta di “valuta mondiale” che, essendo accettata da tutti, è quella che presenta il profilo di rischio minore, perché, qualsiasi cosa succeda, almeno sino a che il dollaro sarà egemone nel mondo, si troverà sempre qualcuno pronto ad accettare dei dollari (cosa che non si può dire, immaginando scenari catastrofici, per lo yuan e per l’euro, tanto per fare due esempi). Ecco spiegato il motivo per cui a distanza di un anno da quando il dollaro concedeva interessi del 2,5%, ci ritroviamo oggi con tassi allo 0,25%, ma con un dollaro più forte di prima, questa forza è persa ancora maggiore nelle giornate di maggior panico del mese di marzo ed essa durerà, nel breve periodo, sino a che non calerà l’incertezza e si vedrà con un minimo di chiarezza una fuoriuscita da questa crisi. In quanto invece, nel lungo periodo, al ruolo stesso del dollaro come valuta di riserva (che quindi manterrà simili comportamenti nei momenti in cui maggiore è l’incertezza e il timore di crisi sistemiche), esso si manterrà almeno sino a che gli USA rimarranno la prima potenza mondiale, economica, militare e finanziaria (chiaramente le tre cose si rafforzano a vicenda). Se questo dovesse venire meno, non sarebbe comunque detto che il ruolo del dollaro debba cambiare così rapidamente, almeno sino a che non ci sarà un’altra valuta che gli possa fare concorrenza. Al momento non se ne vedono, la zona euro lotta per la sopravvivenza e la Cina dispone di una valuta i cui scambi (al di fuori del proprio territorio) sono pari a quelli del dollaro australiano e inferiori a quelli del franco svizzero (economie immensamente più piccole). Le cose però, lo abbiamo visto mai come nell’ultimo mese, possono cambiare in fretta, molto più di quanto ogni commentatore finanziario o banca centrale potrebbe immaginare.

## I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina

### Stati Uniti

Come anticipato sopra, la devastata crisi dovuta alla diffusione del Coronavirus ha fatto irruzione in uno scenario economico e finanziario che in USA, fino ad inizio marzo, non aveva fatto intravedere grosse

discontinuità rispetto ai mesi precedenti, con una crescita del PIL superiore al 2%, anche se accompagnata da una contrazione degli investimenti, della produzione industriale e della fiducia delle imprese. Pur in uno scenario ancora apparentemente stabile, qualche preoccupazione (ne abbiamo trattato ampiamente nello scorso report) continuavano a suscitare gli interventi della Federal Reserve USA sul mercato REPO. La stessa Fed, a seguito di una crescente richiesta di liquidità, aveva ribadito, nella riunione di gennaio, che avrebbe proseguito con questo tipo di supporto al sistema interbancario sino almeno ad aprile (l'impegno precedente era sino a gennaio). La richiesta crescente di liquidità da parte del mercato poteva essere l'indicatore, avevamo scritto tre mesi fa, di una altrettanto crescente esposizione in leva di operatori che, a seguito dell'emissione di obbligazioni a rischio medio ed alto (in buona parte legate a mutui e a credito high yield), necessitavano in modo crescente di finanziarsi sul mercato a breve per poter reperire il denaro da prestare a loro volta a lungo termine (lucrando dunque sulla differenza dei tassi di interesse). Necessità che la Fed, per nulla disposta a correre il rischio di un collasso dell'intero sistema (che si sarebbe immediatamente riversato sulla capacità delle banche di finanziare mutui e delle imprese fortemente indebitate di continuare a sopravvivere) aveva ben chiara: da qui gli interventi a partire dal mese di settembre del 2019.

Comunque fosse, nel mese di gennaio la Federal Reserve lasciava i tassi di interesse immutati al 1,75% e l'analisi dei contratti Future sui Fed Funds<sup>7</sup> mostrava che le previsioni degli operatori (supportate dalle dichiarazioni della Fed stessa) erano di tassi di interesse immutati nel corso dell'intero anno e, addirittura, in aumento a inizio 2021.

La serie di misure adottate dal 3 marzo in poi (tanto incredibili nella quantità quanto nella loro rapidità) e che abbiamo descritto sopra, riportano allo scenario del 2008: anche allora, grazie a un doppio intervento delle banche centrali e dello Stato, si intese fornire liquidità al mercato (con l'intervento delle banche centrali) e limitare gli effetti più disastrosi della crisi sull'economia (con gli interventi governativi).

Riguardo i primi, ovvero gli interventi delle banche centrali, la reintroduzione del quantitative easing per un ammontare di 700 miliardi di dollari (500 miliardi in titoli di stato e 200 in obbligazioni coperte dai mutui) può essere meglio apprezzata se confrontata con l'intero ammontare per acquisti di obbligazioni della precedente manovra (tra il 2009 e il 2014) che era stata di 4.500 miliardi. Ora, nella prima settimana di marzo, metà della cifra inizialmente stanziata era già stata spesa e non è un caso che la Federal Reserve pochi giorni dopo abbia annunciato che il quantitative easing sarà illimitato (quindi non verrà più indicata una quantità massima di acquisti) e per il momento senza limiti di tempo (si valuterà con l'evoluzione della crisi come moderare gli acquisti). Di questo passo, le previsioni ora sono per un bilancio della Federal Reserve in espansione sino a 10 mila miliardi di dollari entro la fine dell'anno (abbiamo ormai superato i 5 mila). Stiamo dunque parlando del fatto che la principale banca centrale del mondo triplicherà quasi il suo bilancio (era di circa 3,5 mila miliardi sino a settembre) in un anno durante il quale, secondo le intenzioni di poco più di un anno fa, avrebbe dovuto essere ulteriormente ridotto. Le mastodontiche operazioni in atto celano la perfetta consapevolezza da parte delle banche centrali del fatto che, di fronte a una crisi di questo genere, il primo rischio non è di tipo economico, ma finanziario. Il punto cruciale (lo fu durante la crisi del 2008 e lo è ancora ora) è il rischio che a fronte della situazione di incertezza sul mercato venga a mancare il denaro nei circuiti finanziari nazionali e internazionali. Se le banche non si fidano di ciò che sta succedendo non presteranno denaro, in primis non lo forniranno al circuito interbancario o se lo faranno chiederanno tassi di interesse troppo elevati. Tassi troppo elevati e/o insufficienza di fondi per istituzioni finanziarie che si nutrono di

---

<sup>7</sup> I Federal Funds rate non sono altro che i tassi di interesse ai quali in USA le banche si scambiano denaro nel cosiddetto mercato interbancario. Questi tassi sono chiaramente influenzati dal tasso ufficiale stabilito dalla banca centrale e sono solitamente inferiori (se salissero al di sopra le banche non avrebbero interesse a scambiare denaro tra loro e si rivolgerebbero al prestito della Banca Centrale stessa e per un effetto di mercato il tasso del mercato interbancario - il federal fund rate appunto - scenderebbe). Esistono dei contratti future che scommettono sul valore futuro di questi tassi di interesse (e quindi in qualche modo sulle mosse della Federal Reserve). L'analisi di tali contratti definisce quindi il "sentiment" di mercato sulle mosse future della Fed. Per chi fosse interessato il sito ufficiale del CME (la società che gestisce gli scambi di questi ed altri future) dedica una pagina a questo tipo di "previsioni" basate sull'analisi dei medesimi Fed Funds Future.

<https://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html?redirect=/trading/interest-rates/fed-funds.html%2%A0%2%A0>

liquidità a breve periodo possono uccidere nell'arco di poche giornate un intero sistema finanziario e di questo le banche centrali sono pienamente consapevoli. A questo si aggiunge, in momenti come questi, la tendenza di tutte le istituzioni private a detenere prudentemente valuta piuttosto che investirla o prestarla (le aziende, specie se indebitate, si preparano a eventuali fallimenti di altre aziende di cui sono fornitori, gli operatori finanziari cercano di costruirsi un margine di sopravvivenza nel caso i valori dei loro asset continuino a scendere). La circolazione del denaro si azzerà: è ovvio che in questa situazione il punto di partenza sono le banche, che se ritengono i rischi di insolvenza di coloro a cui potrebbero prestare denaro troppo alti, inizieranno a far mancare i fondi (o a chiedere interessi eccessivi). Da qui l'intervento delle banche centrali che, memori dei rischi corsi nel 2008, hanno cercato e stanno cercando di evitare l'Armageddon finanziario. A fronte di questa carenza di denaro, nei giorni della crisi chi deteneva oro, per poter fare incetta di cash ha venduto pure quello (anche se l'oro nei momenti di crisi viene normalmente comprato) e tutte le società hanno sospeso i buy back delle loro azioni, tenendo il denaro che avevano in cassa, in attesa di tempi peggiori.



Figura 5 - Crescita del bilancio della Fed.

Nota. Se si manterrà il ritmo di acquisti di titoli attuale, il bilancio arriverebbe, entro l'anno, a circa 10 mila miliardi di dollari.

La richiesta crescente di liquidità in questi momenti è, ne abbiamo trattato ampiamente sopra, soprattutto una richiesta di dollari, e questo ha provocato, non solo un apprezzamento del dollaro stesso, ma anche un balzo verso l'alto dei costi di finanziamento tramite currency swap, cioè dei contratti con i quali le banche estere si finanziano in dollari. Per venire incontro a questa esigenza ed evitare anche una fuga disordinata dai suoi titoli di stato (vendere i titoli di stato USA, in mancanza di altre soluzioni può essere l'unica strada se si ha esigenza di dollari che nessuno vuole prestare), la Fed ha stipulato un'intesa con le banche centrali di Regno Unito, Giappone, Canada, area euro e Svizzera aprendo un canale preferenziale con uno sconto di 0,25 punti sui contratti swap per favorire l'afflusso di dollari nel sistema finanziario. Era successo anche durante la crisi del 2008.

Il secondo passo è l'intervento nell'economia reale, operato dallo Stato, ma sempre con il supporto delle banche centrali che acquistano in maniera massiva i titoli che lo stato emette per poter spendere, indebitandosi ulteriormente. La stabilità della situazione è garantita del fatto che il nuovo debito è posseduto dalla banca centrale.

Gli Stati Uniti hanno varato un piano di aiuti all'economia senza precedenti di 2.000 miliardi di dollari destinati, tra le altre cose, ai sussidi di disoccupazione (aumentati in quantità e in durata), alla spesa sanitaria, alle aziende in difficoltà e alle famiglie con redditi più bassi. L'ammontare stanziato non ha precedenti ed è maggiore a quanto venne stanziato per la crisi dei mutui subprime.

Tale intervento del resto fa seguito al dato sulle richieste di disoccupazione dell'ultima settimana di marzo, che ha registrato 3,5 milioni di nuove richieste, cifra senza precedenti nella storia americana (il dato medio degli ultimi mesi era di circa 250.000 nuove richieste). Nella settimana successiva a queste richieste se ne sono aggiunte altre 6,5 milioni. In due settimane negli Stati Uniti sono stati persi 10 milioni di posti di lavoro.

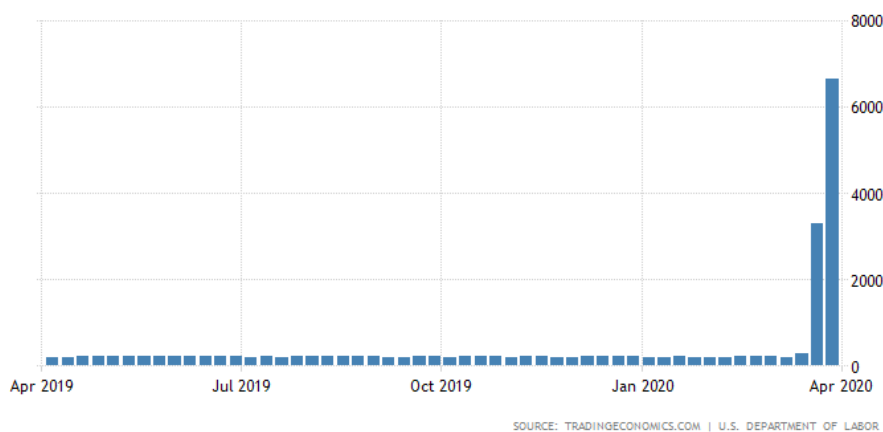


Figura 6 – Nuove richieste di sussidio di disoccupazione negli USA, dato settimanale.

Nota. Nelle prime due settimane della crisi le richieste di disoccupazione hanno fatto registrare i massimi storici di sempre: rispettivamente 3,5 e 6,5 milioni di persone hanno richiesto un nuovo sussidio di disoccupazione. Nei mesi precedenti erano circa 250.000 a settimana.

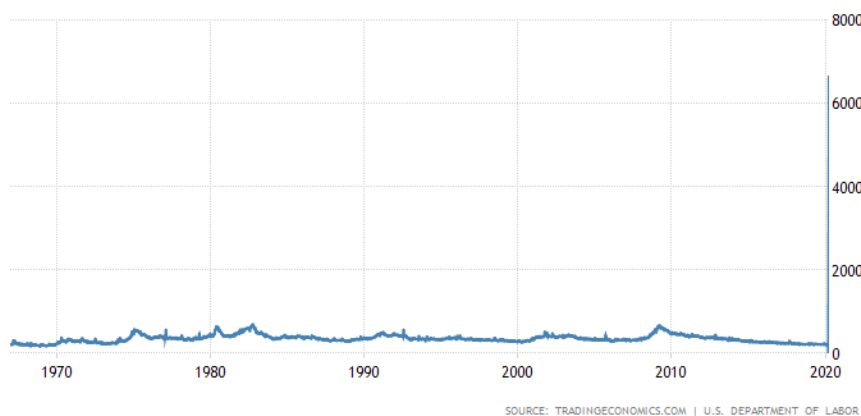


Figura 7 – Serie storica delle nuove richieste di sussidio di disoccupazione negli USA, dato settimanale dalla metà degli anni Sessanta del Novecento ad oggi.

Nota. Il grafico mette in evidenza l'abnorme quantità di nuove richieste di disoccupazione delle ultime settimane di marzo 2020 rispetto all'andamento dell'ultimo mezzo secolo.

## Europa

L'impatto delle misure finanziarie della banca centrale in Europa è stato, rispetto agli Stati Uniti, meno imponente, non tanto perché i paesi europei siano immuni dalla crisi economica e finanziaria in corso, quanto perché l'Europa aveva ormai da tempo utilizzato quasi tutte le "cartucce" a disposizione di una banca centrale (i tassi erano già a zero e il QE non era mai terminato). Lo si è potuto vedere nella prima riunione della BCE

nei giorni di crisi, quella del 12 marzo, in cui il Board, lasciando immutati i tassi (che già erano a zero) si è limitato ad accrescere il piano di quantitative easing di 120 miliardi di euro. Nella medesima occasione, alcune dichiarazioni di Christine Lagarde che ha minimizzato l'impegno della BCE riguardo le possibilità di aumento dello spread tra il Bund tedesco e alcuni titoli di stato della zona euro (in particolare quello italiano, il cui paese è stato il primo ad essere investito in Europa dall'epidemia), hanno provocato un brusco ampliamento dello stesso spread e un pesante crollo dei mercati azionari che ha coinvolto Europa e Stati Uniti. La borsa italiana, lo stesso giorno, ha chiuso la seduta con il peggior crollo di sempre (-17%) dell'indice FTSE MIB.

Questo, insieme ad una generale crescita della tensione e preoccupazione tra paesi dell'area Euro, ha portato la BCE, nei giorni successivi, a seguire quanto fatto dalla Fed, lanciando un ulteriore piano straordinario di acquisto di titoli per un ammontare di 750 miliardi di euro da completare entro fine anno. Nella medesima occasione sono state eliminate le limitazioni agli acquisti che impedivano alla BCE di detenere più del 30% dei titoli di Stato di un singolo paese e il 50% di organismi sovranazionali. Da notare che, come già nel precedente incremento del QE, è stato consentito anche l'acquisto di titoli greci (esclusi nella prima edizione del QE europeo). Il piano si va a sommare a quelli già in corso e porta la cifra di acquisti mensili a circa 100 miliardi di euro.

Più rilevante, rispetto a quanto successo dal punto di vista più prettamente "finanziario", è quanto è successo e quanto ancora potrà succedere riguardo all'evoluzione dei meccanismi economico/finanziari dell'Unione, il che rimanda ad un punto cruciale dell'Unione stessa che sono le sue competenze rispetto alla sovranità dei paesi e gli squilibri tra gli stessi paesi membri.

A ben vedere, anche gli interventi della BCE sopra menzionati, possono essere letti come misure che se hanno in sé natura finanziaria, sono però indirizzati a intervenire su quella che è la principale debolezza dell'Unione stessa e cioè le divisioni e gli squilibri citati. Per dirla in maniera diversa, se la preoccupazione della Fed dopo che è stato chiaro che la pandemia si sarebbe diffusa negli USA, era quella di un crollo del sistema finanziario (mancanza di liquidità nel sistema interbancario, collasso di aziende, finanziarie e non, fortemente indebitate e sensibili ai tassi di interesse a breve), l'intervento della BCE è stato invece innanzitutto diretto ad arginare un altro tipo di pericolo e cioè la crescita ulteriore di squilibri tra paesi che potrebbe portare, partendo da un progressivo peggioramento dei debiti sovrani di alcuni di essi, ad una dissoluzione dell'area euro e della stessa Unione.

Si spiega quindi come i temi più spinosi in Europa siano stati prima la discussione relativa al patto di stabilità, che è stata rapidamente risolta eliminando i vincoli del patto stesso, e poi quella sul possibile utilizzo del fondo salva-stati e dei cosiddetti eurobond (nell'occasione rinominati coronabond) per sostenere la condizione economica e finanziaria a dir poco devastata in cui alcuni paesi dell'area si troveranno dopo la fine (o per lo meno il rallentamento sino a livelli sostenibili) della epidemia da coronavirus.

Il 20 marzo del 2020 la Commissione europea ha annunciato che è stato sospeso il patto di stabilità e i singoli paesi dell'Unione potranno spendere quanto necessario per attuare le misure utili a contrastare gli effetti della pandemia. Si tratta di un evento non di poco conto, se si pensa alle discussioni che sino a pochi mesi fa animavano i paesi dell'Unione in occasione della definizione dei budget di spesa dello Stato. In estrema sintesi, il patto di stabilità, siglato a Maastricht nel 1997, definiva dei parametri economici e finanziari a cui i paesi membri dell'Unione si dovevano adeguare, pena, in alcuni casi, delle sanzioni economiche. Se pochi erano i paesi sino a questo momento in grado di rientrare in uno di essi, e cioè l'obiettivo di rapporto debito pubblico/PIL del 60% (e che questo non sarebbe stato possibile per alcuni paesi per ancora parecchi anni tutti ne erano consapevoli), maggiore attenzione e rigore venivano dedicati al rispetto dei tetti di deficit annuo che puntualmente portavano (ultimamente soprattutto in Italia) ad infinite discussioni e trattative con la Commissione europea in occasione della definizione del budget annuo di spesa. Lasciare mano libera agli stati di spendere è comprensibile in una situazione senza precedenti come quella dell'epidemia, ma le prime conseguenze possono essere che gli investitori potranno perdere fiducia riguardo la sostenibilità del debito

di alcuni paesi che si troveranno con crescite del PIL negative a fronte di un debito pubblico che potrebbe superare il 150% del prodotto interno lordo (stiamo evidentemente parlando dell'Italia, ma caso non diverso è quello della Grecia).

In questa ottica (ben diversa da quella USA) va dunque visto l'intervento della BCE che, sino ai giorni in cui stiamo scrivendo questo report, si è rivelato efficace almeno a riportare lo spread tra BTP italiano e BUND tedesco a valori inferiori ai 200 punti, a fronte di un picco raggiunto il 18 marzo di 320 punti.

Da anni nella zona euro il tema degli eurobond è oggetto di dibattito tra economisti e politici. Dire che cosa sono gli eurobond è impresa assai ardua, dato che la proposta di istituirli non è mai stata presa realmente in considerazione, stante l'opposizione sempre piuttosto ferma di alcuni paesi, in modo particolare Germania, Olanda, Finlandia e Austria. Diremo quindi piuttosto quello che gli eurobond potrebbero essere.

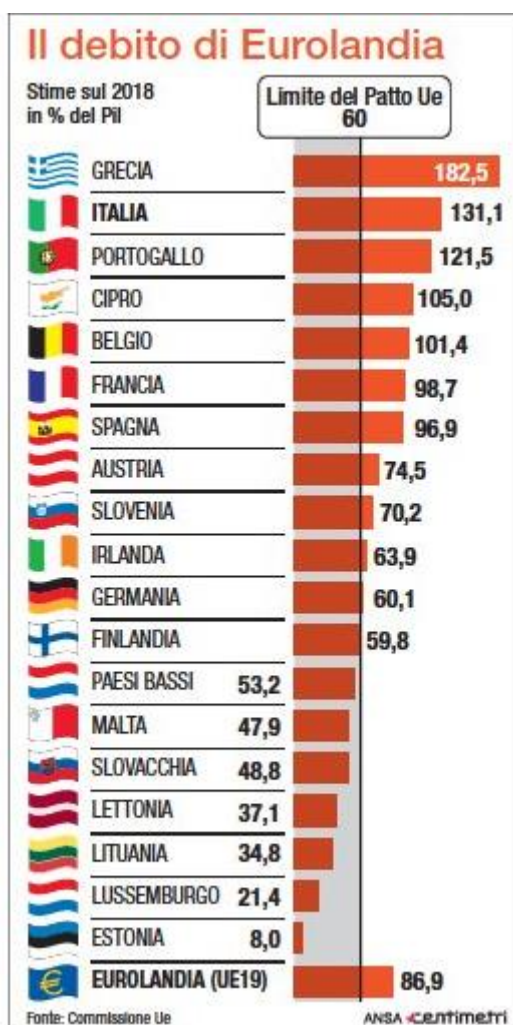


Figura 8 -Rapporto debito/PIL dei paesi dell'area euro rispetto al limite del 60% definito dal patto di stabilità.

Il principio fondamentale che sta dietro questa proposta è l'ipotesi della condivisione di una parte del debito pubblico tra gli stati. I titoli di stato attualmente in circolazione sono emessi dal Tesoro di ogni paese membro, che quindi è responsabile della restituzione del medesimo debito e dei relativi interessi. Non esiste quindi al momento una condivisione del debito tra i paesi membri, cosa che invece avverrebbe con l'emissione degli eurobond, che sarebbero emessi da un'agenzia europea ma verrebbero garantiti, in solido, da tutti gli stati membri. Questo, a detta dei loro sostenitori, costituirebbe tra l'altro un primo passo verso una maggiore unione tra i paesi, almeno per ciò che riguarda le politiche fiscali. Inoltre, i paesi che sostengono la scelta di



procedere con queste emissioni, le vedono come una forma inevitabile di compensazione in una unione monetaria in cui, se è vero che i paesi con un più elevato debito possono beneficiare della maggior forza della moneta unica e della maggior affidabilità del loro debito a seguito delle garanzie offerte della banca centrale europea (che all'occorrenza ha mostrato di essere in grado di sostenere i titoli governativi dei paesi più deboli con massicci acquisti), è anche vero che i paesi con economia e finanze pubbliche più solide, essendo parte della zona euro, beneficiano di un tasso di cambio più vantaggioso di quello che avrebbero se la moneta unica non esistesse (il primo riferimento è chiaramente al marco tedesco) e questo permette loro di poter esportare a condizioni di miglior favore, rendendo più competitivi i loro prodotti.

Senza scendere nel dettaglio delle discussioni tra europeisti ed euroscettici e tra "amici" e "nemici" della Germania, quello che è certo è che la situazione che seguirà alla pandemia da coronavirus sta portando al pettine, in meno di un mese, tutti i nodi di 20 anni di moneta unica (e perché no, di integrazione europea). Altrettanto certo è che gli stessi paesi che storicamente godono di una posizione economica e finanziaria migliore di altri (un gap che, con molta probabilità, la pandemia non farà che accrescere) si trovano di fronte al dilemma tra rischiare di perdere i benefici (pur innegabili) dell'unione monetaria ed economica dell'UE (che in caso di eccessivo deterioramento della posizione di alcuni paesi come Italia e Spagna in primis pare essere destinata alla frantumazione o quanto meno a un pesante ridimensionamento) oppure fare un passo indietro sulla strada non tanto dell'austerità (questo è ormai stato fatto), quanto sulla disponibilità ad una maggiore condivisione del debito e quindi, a tendere, della politica fiscale. È possibile che, a fronte dell'incapacità di decidere, la soluzione trovata sarà una scorciatoia intermedia (ad esempio con una concessione estremamente condizionata alla condivisione del debito solo per alcune tipologie di spese legate alla crisi). Se così sarà, il nodo di fondo rimarrà irrisolto, almeno sino all'approssimarsi del prossimo baratro.

## Cina

Il caso della Cina è utile a descrivere quello che potrà essere il percorso che seguiranno gli altri paesi a seguito dell'uscita (si spera il più rapida possibile) dalla pandemia da coronavirus. La Cina ha infatti vissuto sia la fase di totale lock down (in alcune aree), sia quella dell'approssimarsi della fine dell'emergenza, sia quella del riavvio della produzione.



Figura 9 - Indice ISM Manufacturing della Cina

Nota. L'indice ISM Manufacturing misura lo stato dell'industria manifatturiera. Si noti il picco in ribasso e il rimbalzo avvenuto in occasione delle ultime due rilevazioni: la prima durante il picco della pandemia, la seconda nel periodo in cui il paese aveva ormai avviato il ritorno ad una parziale normalità.

Nei mesi di gennaio e febbraio l'economia cinese ha subito una contrazione del 13% della produzione industriale ed è molto probabile che il PIL del primo trimestre, quando sarà reso noto, presenti un andamento pesantemente negativo (il dato annuale precedente era del 6%) seppur probabilmente non così negativo

come sarà per altri paesi (dato che lo stop totale dell'economia ha riguardato solo una parte della Cina, pur avendola rallentata ovunque). La Cina ha reagito alla crisi, dal punto di vista finanziario, non molto diversamente da come hanno reagito gli altri paesi, con manovre espansive: sia con iniezioni di liquidità alle banche, sia con l'ulteriore ribasso della riserva obbligatoria (che dal 1,5 è passata al 1%).

Così come è stata rovinosa la discesa, altrettanto impetuosa pare sarà la ripresa nel trimestre successivo (il primo dato, uscito a fine marzo sulla situazione del settore manifatturiero ha già mostrato un ritorno a livelli quasi identici a quello pre-pandemia, come mostrato in figura 9) anche se bisogna considerare che la Cina risentirà sicuramente del fatto che, anche escludendo il pericolo di una ricaduta pandemica (ipotesi purtroppo tutt'altro che scontata), nel secondo trimestre l'economia del resto del mondo sarà praticamente ferma e ne risentiranno irrimediabilmente almeno una parte delle sue esportazioni.

## Conclusioni

L'osservazione di quanto sta avvenendo in Cina può fornire una utile mappa di quanto succederà nelle altre aree. Lasciando ovviamente da parte esercizi di previsione epidemiologica, ipotizziamo che la pandemia venga, almeno in buona misura, superata, e ci concentreremo quindi sui possibili scenari più prettamente economici e finanziari, come compete a questo report.

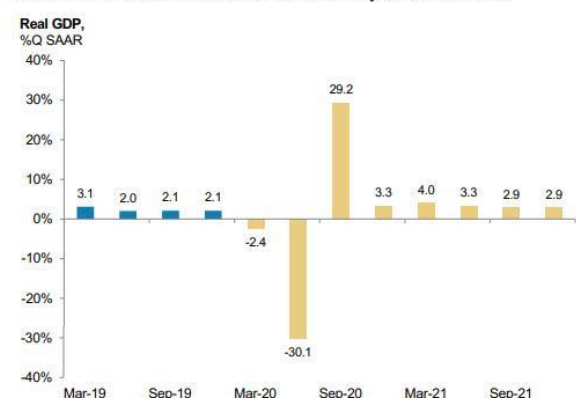
Il primo interrogativo lo abbiamo in parte affrontato ed è quello che riguarda la tenuta del sistema finanziario. Come abbiamo visto, è stata questa la principale preoccupazione della Fed, che è intervenuta tempestivamente abbassando i tassi e fornendo immensa liquidità al sistema. Il timore più grande è quello della possibile insolvenza di qualche importante istituto finanziario (come avvenne per la crisi di Lehman Brothers) e in ogni caso l'obiettivo è limitare il più possibile ondate di default da parte dei soggetti più indebitati come i Reit (Reale Estate Investment Trust) di cui abbiamo ampiamente parlato nel report precedente e le società fortemente indebitate con bond high yield (cioè che concedono, proprio in virtù della loro rischiosità, un elevato rendimento), in modo particolare quelle collegate con il settore petrolifero che stanno andando in forte contrazione dei loro guadagni a causa del costo del greggio (che in alcune zone degli USA è stato addirittura venduto a prezzo negativo).

**Exhibit 1: US Economic Outlook: Revised Forecast Table**

(4Q/4Q % change)	2019E	2020E	2021E
Real GDP	2.3	-2.3	3.3
Final Sales	2.7	-2.1	2.9
Final domestic demand	2.3	-0.7	3.1
PCE	2.6	0.6	2.9
Business fixed investment	-0.3	-10.4	4.6
Residential fixed investment	1.6	-7.3	11.1
Exports	0.3	-9.1	4.5
Imports	-2.2	2.2	5.7
Government	3.0	2.7	1.3

Source: Bureau of Economic Analysis, Morgan Stanley Research forecasts

**Exhibit 2: US Economic Outlook: Quarterly Growth Profile**



Source: Bureau of Economic Analysis, Morgan Stanley Research forecasts

Figura 10 - Le previsioni di Morgan Stanley sull'andamento del PIL USA nel 2020. Da notare nel grafico a destra l'andamento a V previsto, con una caduta del PIL nel secondo trimestre del 30,1% e un rimbalzo nel terzo del 29,2%.

Il secondo interrogativo (ammesso che si riesca a superare il primo ostacolo nelle prime settimane della crisi) riguarda invece la direzione dell'economia e gli effetti di medio periodo che avrà la crisi stessa. Se è scontato che i paesi occidentali avranno un primo trimestre non positivo (specie l'Europa), un secondo trimestre disastroso (specie gli USA) e un terzo trimestre probabilmente con picchi di crescita del PIL su base trimestrale con punte del 30% (che non compenseranno però i crolli del trimestre precedente, che secondo le previsioni

potrebbero essere superiori), non è altrettanto chiaro quali saranno gli strascichi duraturi di questa pandemia. Non ci stiamo riferendo a scenari geopolitici o epidemiologici, quanto alla profondità o alla contingenza di questa crisi economica. Detto in altre parole, dopo il termine dell'epidemia e la risalita a V (a titolo di esempio mostriamo in figura 10 le previsioni di Morgan Stanley sulle fasi e le dimensioni della crisi nel corso dell'anno), tutto tornerà come prima e l'economia ricomincerà a crescere, oppure, questo evento imprevisto, anche una volta superato, avrà ormai innescato un processo recessivo a livello globale dalla durata imprevedibile ma non inferiore a quella di altre recessioni?

L'ultimo punto aperto riguarda l'Unione Europea che, sebbene probabilmente meno esposta degli USA a rischi di collasso del sistema del debito privato, presenta però maggiori debolezze dovute a tutte alle sue divisioni e differenze, sia in termini di debito governativo sia di diversa visione della politica fiscale europea di cui si è trattato sopra.