

MERCATI AZIONARI: UN RIFLESSO PAVLOVIANO CREATO DAGLI INTERVENTI DEI POLICYMAKER?

ERIC BARTHALON

Head of Capital Markets
Research

Eric.Barthalon@allianz.com

PATRICK KRIZAN

Senior Economist

Patrick.Krizan@allianz.com

Storicamente, Wall Street ha mostrato una propensione a rispondere positivamente alle politiche monetarie e fiscali anticicliche. Questo non è sorprendente. Dopo tutto, questo è ciò di cui si occupa il libro di testo dell'economia keynesiana, combinato con le aspettative razionali: quando il settore privato spende meno, il settore pubblico dovrebbe prendere in prestito per spendere di più. I mercati razionali dovrebbero aspettarsi che questo comportamento anticiclico stabilizzi l'economia.

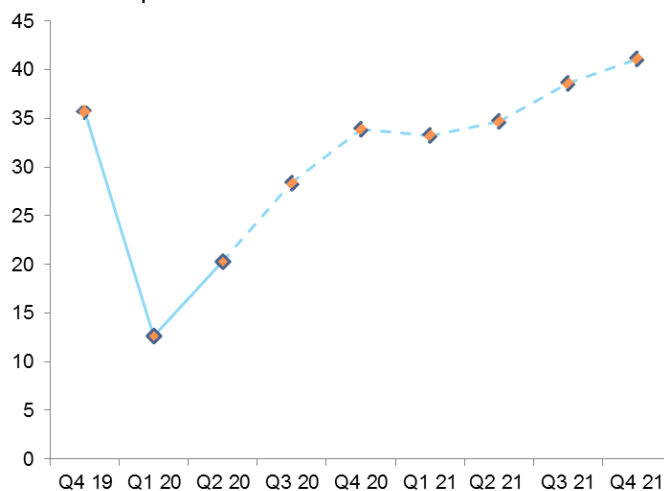
Ciò che è più sorprendente e degno di nota è che Wall Street sta rispondendo sempre più velocemente alle politiche anticicliche, come se fosse sicura al 100% che l'esperienza passata sia una guida sicura per il futuro. Nel contesto della crisi Covid-19, il tempo di risposta dei mercati azionari statunitensi e globali all'inizio dell'implementazione delle politiche monetarie e fiscali anticicliche si è effettivamente ridotto a zero. Come i cani di Pavlov, che tendono a sbavare prima che gli venga effettivamente consegnato il cibo in bocca, i mercati sembrano acquisire un riflesso condizionato per cui i semplici annunci politici sembrano avere più importanza di un'attuazione efficace, riuscita e sostenibile. **Paradossalmente, la credibilità della politica può essere diventata una nuova fonte di vulnerabilità.**

Il rimbalzo dei mercati azionari a partire dal 23 marzo ha sorpreso e mal consigliato più di un investitore esperto. È infatti avvenuto nel bel mezzo di una serie di dati che indicano la più ripida e profonda recessione dai tempi della Grande Depressione. Certo, i mercati azionari hanno una nota propensione a scalare un muro di preoccupazioni e ad andare a fondo alcuni mesi prima che l'economia reale si riprenda. Ma questa volta il livello di incertezza sembra insolitamente elevato, data la natura unica della crisi. Per esempio, una volta morsi, la seconda volta timidamente, i (molti) agenti privati che sono entrati in questa crisi con bassi saldi di cassa potrebbero ora essere disposti a tenere saldi di cassa più grandi: come suggerito da Larry Summers, "just in case" sta sostituendo "just in time". Questo pone la questione di sapere se questa volta si applichino i soliti moltiplicatori monetari e fiscali.

Nonostante un tale potenziale vento contrario, i mercati non hanno perso tempo ad abbracciare uno scenario a V: in altre parole, per l'S&P 500 il consenso prevede che gli utili per azione (EPS) saranno quasi completamente recuperati entro il secondo trimestre del 2021 e che riprenderanno una crescita "normale" in seguito (Figura 1).

In breve, i mercati azionari sembrano comportarsi come se al momento non ci fosse alcun rischio di ribasso. Indubbiamente, ciò testimonia la credibilità dei responsabili della politica monetaria e fiscale che hanno chiaramente dimostrato, soprattutto negli Stati Uniti, la loro disponibilità a fare "troppo, troppo presto" piuttosto che "troppo poco, troppo tardi". I policymaker statunitensi, di solito i primi a muoversi, sembrano essere diventati talmente credibili nella mente dei mercati globali che sono in grado di innescare un riflesso pavloviano "Buy" globale attraverso semplici annunci. Assumendo questa posizione, i policymaker hanno tenuto una *lectio magistralis* nella gestione delle aspettative.

Figura 1 – Ripresa a forma di V dei prezzi del mercato azionario statunitense S&P 500 EPS, previsione di consenso, in dollari



Fonti: Refinitiv , Allianz Research

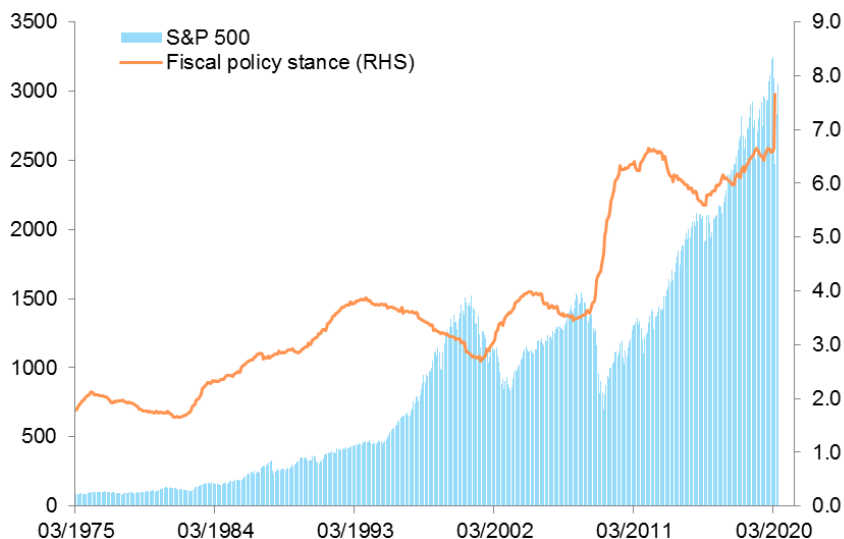
Allo stesso tempo, ha dispensato loro almeno in parte dal mettere i loro soldi dove si trova la loro bocca. Ad esempio, la Federal Reserve ha - per il momento - speso pochissimi soldi per l'acquisto di obbligazioni societarie, una nuova politica presentata come una vera e propria svolta quando è stata annunciata. Eppure, gli spread aziendali si sono ridotti dopo l'annuncio della Fed.

Lo stesso vale per la politica fiscale, che - data la natura esogena della crisi attuale - ha un ruolo più importante del solito. L'orientamento della politica fiscale è comunemente valutato esprimendo il deficit di bilancio e il debito pubblico in percentuale del PIL. Tuttavia, poiché il governo federale statunitense non determina il PIL degli Stati Uniti, il rapporto tra il debito federale e le entrate fiscali, e il rapporto tra entrate fiscali e uscite sembrano più appropriati per valutare l'orientamento della politica fiscale (per eliminare la stagionalità delle entrate e delle uscite federali calcoliamo una somma mobile di 12 mesi di queste serie temporali mensili). Quanto più alti sono questi rapporti, tanto più proattiva è la politica fiscale. In aprile il rapporto tra entrate fiscali e uscite è sceso dal 77,4 al 62,8%, mentre il rapporto tra debito federale e entrate fiscali è salito dal 666 al 765% (figura 2).

Ciò è avvenuto soprattutto a causa dell'aumento della spesa, ma anche del crollo del gettito fiscale (rispettivamente +21% e -3% nei dodici mesi fino ad aprile 2020 rispetto ai dodici mesi fino ad aprile 2019; +160% e -55% nell'aprile 2020 rispetto aprile 2019). Sorprendentemente, dall'inizio di marzo, il Governo federale non ha

attinto ai suoi ingenti saldi di cassa (1.050 miliardi di dollari al 04 marzo); al contrario, li ha aumentati di 381 miliardi di dollari.

Figura 2 - S&P 500 rispetto al rapporto tra debito e entrate fiscali (Governo Federale degli Stati Uniti)



Fonte: Refinitiv, Allianz Research

Tenendo presente questa relativa moderazione, è sorprendente osservare che nell'attuale recessione, contrariamente a come si sono svolte le cose nelle sei precedenti, l'S&P 500 ha immediatamente accolto con favore l'aumento della sregolatezza fiscale. Certo, ci si può chiedere se non ci sia una lacuna nel nostro modo di misurare l'orientamento della politica fiscale, perché considera implicitamente una diminuzione delle entrate equivalente a un aumento delle coperture. Tuttavia, dal punto di vista del bilancio risparmio-investimento, sono sicuramente equivalenti: entrambi contribuiscono a compensare l'aumento del risparmio privato. E storicamente le entrate hanno mostrato un comportamento più ciclico rispetto alle coperture (di bilancio): non hanno bisogno di alcun tipo di nuova legislazione per cadere durante una recessione. Inoltre, questo crollo del tempo di risposta di Wall Street alla politica anticiclica non si limita alla politica fiscale. Si applica anche, anche se in misura minore, alla politica monetaria (tabelle 1 e 2).

Tabella 1: Tempo di risposta di S&P 500 all'espansione fiscale*

Beginning of recession	Beginning of fiscal expansion		Beginning of S&P 500 rally	Response to fiscal stimulus (in months)		End of recession
	debt-to-receipts	receipts-to-outlays		debt-to-receipts	receipts-to-outlays	
11/1973	11/1974	07/1974	10/1974	-1	5	03/1975
01/1980	10/1979	04/1980	04/1980	6	3	07/1980
07/1981	08/1981	07/1981	08/1982	12	5	11/1982
07/1990	08/1989	07/1990	11/1990	15	9	03/1991
03/2001	05/2001	01/2001	10/2002-03/2003	17-22	17-22	11/2001
12/2007	07/2007	09/2007	03/2009	20	17-22	06/2009
02/2020	04/2020	03/2020	04/2020	0	1	?

Fonte: Refinitiv, Allianz Research

* Le date di recessione sono quelle previste dal N.B.E.R. (National Bureau of Economic Research)

Ad oggi, per fissare il punto di minimo del mercato, utilizziamo un minimo mobile di 9 mesi centrato sull'indice S&P 500. Il rally si considera iniziato nel mese successivo a quello in cui l'S&P 500 è allo stesso livello del suo minimo mobile a 9 mesi.

Per la data di inizio dell'espansione fiscale, utilizziamo un minimo mobile centrato di 9 mesi del rapporto tra debito e entrate fiscali e tra entrate e uscite ed effettuiamo lo stesso test di cui sopra.

Tabella 2: Tempo di risposta di S&P 500 all'allentamento monetario*

Beginning of recession	Beginning of monetary easing	Beginning of S&P 500 rally	Response to monetary easing (in months)	End of recession
<i>Fed funds rate cut</i>				
11/1973	07/1974	10/1974	3	03/1975
01/1980	04/1980	04/1980	0	07/1980
07/1981	07/1981	08/1982	13	11/1982
07/1990	07/1990	11/1990	4	03/1991
03/2001	01/2001	10/2002-03/2003	21-26	11/2001
12/2007	09/2007	03/2009	18	06/2009
02/2020	03/2020	04/2020	1	?

Fonte: Refinitiv, Allianz Research

* Le date di recessione sono quelle previste dal N.B.E.R.

Ad oggi, per fissare il punto di minimo del mercato, utilizziamo un minimo mobile di 9 mesi centrato sull'indice S&P 500. Il rally si considera iniziato nel mese successivo a quello in cui l'S&P 500 è allo stesso livello del suo minimo mobile a 9 mesi.

Per la data di inizio dell'espansione fiscale, utilizziamo un minimo mobile centrato di 9 mesi del rapporto tra debito e entrate fiscali e tra entrate e uscite ed effettuiamo lo stesso test di cui sopra.

In sintesi, i mercati hanno fatto un balzo in avanti e i politici statunitensi - soprattutto dal punto di vista fiscale - sono nella posizione di un giocatore di poker che deve ancora mostrare la sua mano e fare le sue dichiarazioni. Tra i molti fattori che potrebbero rendere difficile questo esercizio vi è la questione di come il peso di questa crisi debba essere ripartito tra capitale e lavoro, così come il rischio di gonfiare le bolle finanziarie.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.