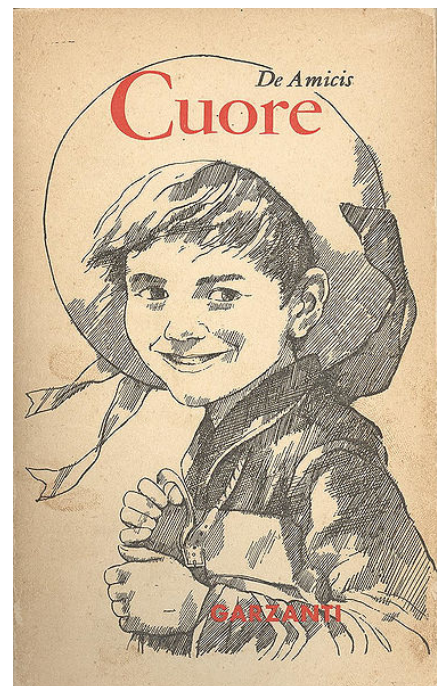

I mercati apprezzano la buona volontà

Oggi, nel mondo del lavoro e in quello delle università d'élite, si tende a giudicare tutto dai risultati. Nelle aziende ci sono obiettivi quantitativi e nelle università si fa un uso sempre più largo di test preconfezionati con punteggi finali stabiliti meccanicamente.

Vi era però un tempo (prima del Sessantotto) in cui, nella scuola e in parte anche negli uffici, si dava spazio, nelle valutazioni, all'atteggiamento del soggetto e in particolare a quella che si usava definire la buona volontà. Era una delle ultime pallide eco di quei valori tardo feudali (onore, lealtà, generosità di sé) morti con la fine degli imperi dopo la prima guerra mondiale.

Oggi nei mercati pare di vedere un piccolo revival di quel concetto. Alcuni economisti e strategist continuano ad applicare i criteri quantitativi della modernità e fanno notare che i risultati macro, gli utili delle società e l'attivo delle banche non offrono motivi obiettivi per fare festa. Il Pil mondiale sta ancora scendendo e non si stabilizzerà ancora per qualche mese, l'attivo delle banche continua a svalutarsi e gli utili nel loro complesso, se anche hanno toccato i minimi nel primo trimestre, rimarranno su livelli depressi.

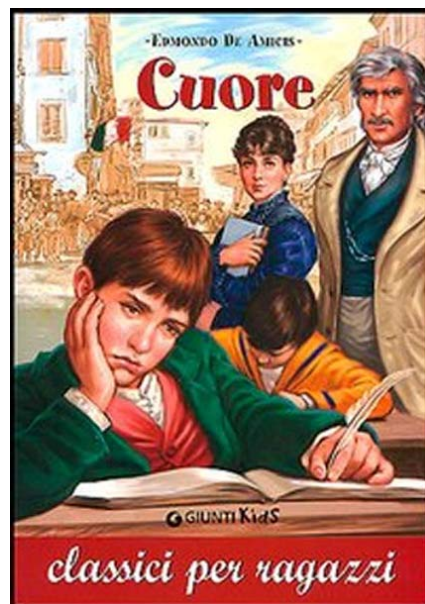
Nei mercati, per contro, è evidente una valutazione della realtà più estesa e in particolare si considerano due fattori.



Una delle prime edizioni di Cuore, pubblicato nel 1888.

Il primo è che dopo il terremoto dei mesi scorsi (che a un certo punto aveva fatto temere il crollo del sistema) tutti gli edifici sono stati puntellati in un modo che ne garantisce di nuovo l'abitabilità. La domanda aggregata è stata puntellata con i pacchetti fiscali, la liquidità con energiche misure di sostegno, i titoli di stato e dei mutui con acquisti diretti da parte di un numero crescente di banche centrali, le grandi imprese industriali con un sostegno esplicito dei governi, il capitale delle banche con iniezioni di denaro pubblico, l'attivo delle banche con l'istituzione di grandi strutture (Talf, Ppip) destinate a rilevarne una parte decisiva, il passivo delle banche con esplicite garanzie statali, l'est europeo (e ora l'America Latina) con i soldi messi a disposizione del Fondo Monetario debitamente ricapitalizzato e infine i paesi deboli dell'Europa occidentale (Irlanda, Grecia e Spagna) con semplici parole in tedesco che per la prima volta hanno fatto trasparire la possibilità di un soccorso misericordioso in caso di bisogno estremo.

L'azione di puntellamento è stata così efficace che tutti gli edifici sono ora in grado di sopportare lo sciame sismico (ma non un'altra eventuale forte scossa nel sistema bancario, come ha ricordato ieri Bernanke). E' diminuito del resto anche il carico che questi edifici devono sopportare grazie ai 40-50 milioni di persone (8 in America, poco meno in Europa, 20 in Cina e poi c'è il resto del mondo) che tra fine 2007 e fine 2010 verranno fatti uscire dal mercato del lavoro.



Una recente edizione di Cuore

L'aver evitato il crollo del sistema e di singoli edifici importanti ha permesso l'uscita dal paradigma del terrore e la fine di quell'extra premio per il rischio che aveva portato le valutazioni, in numerosi casi, a livelli estremi. Questo fattore, già da solo, giustifica il recupero realizzato finora dai mercati.

Da qui in avanti (in realtà forse già da un paio di settimane) subentra il secondo fattore, quella considerazione per la buona volontà di cui parlavamo.

La buona volontà (o il carattere come dicono in America quando si giudica qualcuno per come si comporta o comporterebbe nelle situazioni estreme) dà ai mercati lo spunto per arrotondare ulteriormente al rialzo le valutazioni.

Già, si dirà, ma quale buona volontà? Quella, ad esempio, delle imprese che non hanno aspettato un minuto per ridurre la produzione e gli investimenti, quando in passato, fino a tutti gli anni Novanta, i tempi di reazione erano stati molto più lenti. Oppure quella delle banche centrali che si dichiarano disponibili, intellettualmente e praticamente, a prendere altre misure ancora più aggressive se dovesse manifestarsene la necessità. O ancora quella delle banche (poche ma

simbolicamente importanti) che si dichiarano già pronte a restituire allo stato le iniezioni di capitale pubblico ricevute.

Certo, come in ogni classe alla Cuore di De Amicis, ci sono i buoni d'animo alla Garrone, i bravi e belli alla Derossi, gli arroganti alla Nobis e i borderline cattivi e masochisti alla Franti.

A parte le banche che stanno già in piedi da sole e restituiranno i soldi allo stato (i belli e bravi alla Derossi, in questo momento premiati in tutti i modi possibili in borsa), le altre banche sono viste ancora con sospetto dai mercati e da molti analisti ed economisti.

E' diffuso il sospetto che molte grandi banche abbiano un atteggiamento allo stesso tempo arrogante (alla Nobis) e cattivo e masochista alla Franti. E' quella che Richard Bernstein definisce la giapponesizzazione già conclamata del sistema bancario americano (e per l'Europa è ovviamente peggio ancora). Quella cosa per cui si rimane attaccati agli asset tossici per non prendere perdite e si riducono invece gli impieghi sani.

Nonostante la diffidenza diffusa, in ogni caso, i mercati hanno premiato i titoli bancari dopo le anticipazioni sull'esito dello stress test da parte del Tesoro americano. Sfruttando la maggiore solidità psicologica dei mercati il Tesoro ha infatti preso coraggio e non ha dato la promozione politica a tutte le banche, imponendo anzi ricapitalizzazioni abbastanza significative a quasi tutte.



G. Giorgis. Monumento a De Amicis. Imperia. 1932.

In questo modo lo stress test ha recuperato un minimo di credibilità e la necessità da parte delle banche di raccogliere nuovo capitale è ora vista non come una misura disperata ma come l'inizio di un processo di stabilizzazione. Certo, non c'è da illudersi sulla possibilità che questo ciclo di ricapitalizzazioni prossimo venturo sistemi i problemi. Altri cicli anche più robusti saranno necessari nei prossimi tre anni, augurabilmente a prezzi azionari crescenti.

Insistiamo sulle banche perché continueranno a essere il punto debole del sistema. Bernanke è stato chiaro. Non è il ciclo economico di per sé a preoccupare più di tanto. Anche se i

disoccupati aumenteranno ancora parecchio nei prossimi 12 mesi (pur senza raggiungere, secondo la Fed, quel 10 per cento di consenso) il sistema sta già producendo anticorpi. Se però le banche si giapponesizzano sul serio allora tutto diventa molto, molto difficile.

La possibilità di un lungo e logorante credit crunch per anni e anni a venire è il singolo elemento più citato dai pessimisti, a partire da quasi tutti gli economisti e strategist di Morgan Staley. E' un tema assolutamente decisivo,

ancora di più di quello della solvibilità strategica delle banche (sempre risolvibile con le nazionalizzazioni, all'occorrenza).

In questo contesto ci pare molto appropriata una considerazione degli economisti americani di Goldman Sachs. Anche se dovesse esserci una contrazione del volume degli impieghi delle banche, dicono, non è detto, quanto meno in astratto, che questo debba comportare per forza una contrazione del Pil.

L'esempio pratico che fanno merita di essere riportato. Supponete di avere da molti anni un reddito annuo di 40,000 e di avere dalla notte dei tempi un debito con la banca di 100,000. Ogni anno, il 31 dicembre, la banca decide se e come rinnovare il finanziamento. Dopo molti anni di stabilità assoluta la banca decide (mettiamo a fine 2007) di rinnovare i soliti 100,000 e di concederne altri 10,000. Il vostro reddito spendibile (e quindi il Pil) sale nel 2008 da 40,000 a 50,000.

A fine 2008, tuttavia, la banca si spaventa e decide di riportare il finanziamento a 100,000. Dovete quindi restituire 10,000 e il vostro reddito spendibile per tutto il 2009 passa da 50,000 a 30,000 (i 40 che guadagnate con il lavoro meno i 10 che dovete ridare indietro).

A fine 2009 la banca, ancora preoccupata, riduce ulteriormente il finanziamento da 100,000 a 95,000. Il credit crunch, attenzione, si intensifica. Fate però due conti e vedrete che il reddito che potrete spendere nel 2010 sale da 30 a 35,000 (i 40 che guadagnate con il lavoro meno i 5 che dovete restituire).

Ci è sembrato utile riportare questo esempio perché sono davvero in molti quelli che affermano che il Pil, a parità di moltiplicatore bancario, è un multiplo del credito, per cui se cala uno deve calare anche l'altro. E invece non è detto.

Detto questo, nel breve termine degli uno due mesi i mercati potranno ancora recuperare, anche se molto più lentamente di quanto abbiano fatto finora. Va tenuto però presente che i mercati, da qui in avanti, cominceranno a fare credito alla realtà, ad anticipare cioè una stabilizzazione che entro un paio di mesi dovrà dare conferme di sé.

La stabilizzazione è la stabilizzazione, non la decelerazione della caduta che vediamo adesso. Se non risaliremo davvero verso lo zero (e se nel frattempo i mercati saranno saliti ancora) ci sarà un consolidamento e si tornerà vicino ai valori attuali.

Riteniamo ancora valido il programma di acquisto a rate in borsa per i prossimi tre-quattro trimestri, con l'obiettivo di vedere prezzi più alti a fine 2010. I paesi emergenti vanno tenuti molto d'occhio. Il Fondo Monetario ha ribadito che l'America Latina, non appesantita da problemi bancari, sarà la prossima a ripartire (Cina e India l'hanno già fatto).

Nel clima di ripresa il dollaro mostra qualche modesto segno di debolezza. E' importante notare che non si tratta, al momento, di una valutazione negativa dei fondamentali americani, quanto della ripresa del carry trade, che in sé è un segno di ripresa della voglia di rischiare.

Abaxbank SpA. Corso Monforte 34, Milano.

La presente pubblicazione è stata prodotta da Abaxbank. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Abaxbank affidabili, ma l'accuratezza e la completezza delle stesse non può essere in nessun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo peraltro la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto nella sua interezza solo citando il nome di Abaxbank. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Abaxbank ma non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Abaxbank ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Abaxbank può occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.