

Una correzione, non il ritorno negli abissi

Una tentazione che abbiamo sempre avuto è quella di apostarci davanti a un negozio di abbigliamento (o di pentole, o di libri) il giorno in cui, due volte all'anno, i commessi affiggono alle vetrine annunci molto vistosi come "Da domani saldi. Tutto al 30, 50, 70 per cento in meno". Ci piacerebbe intervistare i clienti che entrano lo stesso il giorno prima, discutere con loro, mentre provano un vestito, le teorie neo-classiche che li suppongono perfettamente razionali e accompagnarli infine alla cassa mentre vanno a pagare tranquilli e consapevolmente il prezzo pieno quando poche ore dopo potrebbero pagare la metà o portare via due vestiti invece di uno.



Parigi al tempo dei saldi

Immaginiamo varie risposte. Mi è caduto il caffè sull'abito che avevo messo via e stasera ho un'importante cerimonia. Domani ci sarà grande confusione e tutti saranno nevrastenici. Per i saldi i negozi tirano fuori la robbaccia. Sono un Ultra High Net Worth Individual e non mi pongo questi problemi.

Tutte risposte legittime e rispettabili, che non cancellano il fatto che il giorno prima dell'inizio dei saldi e il giorno dopo la loro conclusione i clienti dei negozi sono pochi. Se poi si tratta di comprare un'auto o addirittura una casa è davvero miracoloso che ci sia qualcuno che ne compra una il giorno prima dell'inizio di un programma di incentivi o il giorno dopo la sua conclusione. Le case in vendita, infatti, sono sempre quelle e non è che l'agenzia immobiliare tiri fuori all'improvviso i fondi di magazzino e ritiri dalla vendita le case più belle. E poi anche il distinto signore Ultra High non butta via ottomila dollari di detrazione se può firmare la compravendita con la data del giorno dopo.

Stupisce quindi lo stupore dei mercati alla notizia che i consumatori americani, intervistati in settembre sull'intenzione di comprare o meno una macchina pochi giorni dopo la fine del Cash for Clunkers, hanno risposto che non ci pensavano nemmeno. I dati sulla caduta delle vendite d'auto in settembre erano del resto già noti da tempo. E d'altra parte desta meraviglia la meraviglia per il fatto che nelle ultime ore di vita del piano di incentivi per l'acquisto della prima casa, in quelle ore cioè in cui non si sarebbe fatto più in tempo a qualificarsi per il programma, le vendite di case siano calate. Ogni tanto succede davvero che gli esseri umani siano razionali.

Andiamo piano quindi a dire che la ripresa dell'economia è già finita e che senza sostanze psicotrope più o meno lecite si tornerà presto in recessione. La ricetta medica per queste sostanze verrà presto rinnovata dal Congresso, che riaprirà il piano di incentivi per le case. Quanto alle auto, i dati di ottobre, stando all'ufficio studi di General Motors, saranno già migliori di quelli di settembre. Anche un commesso di negozio vi spiegherà, senza scomodare un guru del marketing, che dopo i saldi c'è un paio di settimane in cui si lavora poco ma poi la vita riprende il suo corso. Succede perfino in tempo di guerra.



Saldissimi in Boulevard Haussmann

Sorpresa, disappunto e scandalo, nei mercati, anche per la scoperta che i consumatori non sono molto allegri e dichiarano sempre più numerosi che trovare un lavoro è diventato difficile. E che altro deve rispondere il pubblico se ci sono ancora più di 200mila posti in meno ogni mese e se per ogni posto che si crea o si libera ci sono sei disoccupati a contenderselo?

La disoccupazione che si cronicizza è l'altra faccia della splendida tenuta dei margini di profitto delle grandi e medie imprese. Le borse normali, giova ricordarlo, quotano multipli di questi margini. Per quotare il numero dei disoccupati c'è il mercato speciale del professor Shiller con i futures sui dati macro, è lì che dovrebbero sfogarsi i pessimisti.

Il paradosso di questi giorni è che le preoccupazioni sulla tenuta della ripresa sono circolate insieme alle ansie su quelli che sono letti come i primi passi dell'exit strategy, ovvero l'inizio della fine della politica monetaria ultraespansiva da parte della Fed. Preoccupatissimi fino a ieri per la monetizzazione parziale e temporanea del debito pubblico ora ci si preoccupa del contrario, cioè della fine del programma di acquisto di Treasuries. Si teme anche che il prossimo comunicato del Fomc attenui l'impegno a tenere i tassi a zero per un lungo periodo.

A noi sembra strano che la Fed attenui questo impegno se c'è davvero un rischio di ricaduta del ciclo. Ci sembra più verosimile che la Fed, guardando

le cose con più senso di prospettiva dei mercati, veda, al di là dei dati deludenti di questi giorni, il miglioramento evidente dell'economia da una parte ma, dall'altra, il permanere di un output gap eccezionalmente ampio. L'exit strategy ci sarà, ma sarà molto lenta. Anche la fine degli acquisti di Treasuries e agenzie sarà bilanciata in buona parte dall'espansione dei programmi di acquisto di titoli tossici e di nuovi crediti cartolarizzati.

Insomma non siamo alla fine della ripresa, ma semplicemente al termine del primo capitolo, quello dello stimolo generalizzato, globale e indiscriminato. Nella vasca vuota si è gettato un enorme secchio d'acqua. In piccola parte quest'acqua è schizzata fuori dalla vasca, ma il fatto che ci sia dell'acqua sul pavimento non significa che la vasca sia già piena e che l'acqua sia trascinata.

Fuor di metafora, gli schizzi sul pavimento rappresentano piccole aree di iniziale surriscaldamento di alcuni asset. Si tratta soprattutto delle case (più che delle borse) in Cina, a Hong Kong, Singapore e Australia. Per asciugare gli schizzi e prevenire la formazione di bolle si lavorerà di fino, in Asia, con piccoli ritocchi sui tassi, con rivalutazioni dei cambi se verrà confermata una ripresa delle esportazioni e con i nuovi strumenti di precisione macroprudenziali

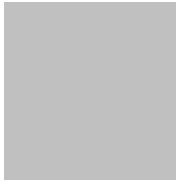


Saldi a Pargi. Sullo sfondo il Municipio

(limiti ai mutui sulle case in primo luogo) che costituiscono la nuova frontiera degli interventi delle banche centrali. Anche vecchi strumenti come la tassazione dei nuovi afflussi di valuta estera (come abbiamo visto in Brasile) torneranno utili.

Si asciugheranno gli schizzi, dunque, ma al tempo stesso si continuerà a riempire la vasca non più a secchiate d'emergenza, ma usando il rubinetto. La vasca da riempire con politiche ancora espansive, anche se leggermente meno generose, è quella dei paesi del G3. Stati Uniti, Europa e Giappone hanno ancora un enorme output gap (la parte ancora vuota della vasca) e la ripresa buona ma moderata che si profila per il 2010 ne riempirà solo una piccola parte.

Il rialzo delle borse, il quasi 70 per cento da marzo ai giorni scorsi, è stato giustificato ma sarebbe patologico, da qui in avanti, mantenerne i ritmi. Il consolidamento che il mercato ha cercato spesso negli ultimi tre mesi ha ora, finalmente, una qualche ragione d'essere. Al momento continuiamo a pensare che l'anno si chiuderà vicino ai massimi dei giorni scorsi e che il 2010 avrà ancora segno positivo. Da qui in avanti si progredirà lentamente grazie agli utili e non più per l'espansione dei multipli. I tassi a zero del cash e quelli sempre più bassi dell'obbligazionario forniranno alle borse un supporto piuttosto solido.



I consumi bassi dell'Occidente rallenteranno la ripresa. Saranno però, come ha scritto Ethan Harris, un vento contrario, non un uragano contrario.

Quanto alla correzione dei mercati, mentre vestiti, case e auto si tende a comprarli sotto saldi o sotto incentivi, i titoli vengono talvolta venduti quando sono in saldo. Meglio evitare.

Alessandro Fugnoli +39 02 77426.1

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.