



Analisi Weekly

a cura di: Kairos Partners SGR SpA.

Autore: Alessandro Fugnoli

04 maggio 2010

Da Berlino a Francoforte, passando per Atene

La mattina del 5 settembre 1977 un commando della Rote Armee Fraktion tese un agguato al convoglio scortato del presidente ...degli industriali tedeschi Hanns-Martin Schleyer che stava recandosi in ufficio a Colonia. Al momento dell'assalto (che un mese più tardi gli costò la vita) Schleyer era assorto nella lettura di Bild (che allora si chiamava Bild Zeitung).

In Italia a sentire nominare Bild, un tabloid dai toni gridati e piuttosto scollacciato, qualcuno arriccias il naso, considerandolo un giornale di gossip e poco altro. In Germania, tuttavia, Bild è la prima lettura di politici, manager e professionisti nonostante il suo tono popolare (è il giornale più venduto in Europa) e il suo tedesco comprensibile, agli antipodi della elegante e sofisticata Frankfurter Allgemeine.

Quando pensa alla Grecia, quindi, Angela Merkel non può non fare i conti con la campagna martellante di Bild, perché Bild esprime alla perfezione i sentimenti viscerali dell'opinione pubblica verso quella repubblica delle banane di furbacchioni che se ne sta laggiù in fondo all'Europa, amata e detestata al tempo stesso.

Vendeteci il Partenone, dice Bild, vendete qualcuna delle vostre isolette, non mandate i vostri statali in pensione a 53 anni quando i nostri ci vanno a 67.

L'inviato ad Atene di Bild si fa fotografare mentre regala in giro vecchie dracme e annota compiaciuto che gliele strappano letteralmente di mano. Una foto di manifestanti ad Atene viene titolata "Noi non vogliamo risparmiare". Undici milioni di tedeschi leggono ogni giorno questi pezzi di Bild, molti di loro li condividono, molti di loro voteranno fra dieci giorni.

Il dramma della signora Merkel è quello di essere la figlia politica di Helmut Kohl, il padre fondatore di Eurolandia insieme a Mitterrand. E' Kohl ad averla scoperta, lanciata e sponsorizzata, anche se lei, a un certo punto, lo ha messo da parte. La figlia del padre di Eurolandia non può essere l'affossatrice di Eurolandia.

Anche la Merkel, però, legge Bild. Anche lei, come tutti i politici, deve pensare 23 ore al giorno a come mantenere il consenso e tenere in piedi la coalizione con i liberali, da sempre spregiudicati e aggressivi quando si tratta di raccogliere voti e oggi su posizioni pericolosamente antigreche.

Anche a lei, come ai mercati, i dieci giorni che mancano alle elezioni in Renania (e che rischiano di metterla in minoranza al Bundesrat) devono sembrare eterni.

Oltre al mantenimento del consenso, anche la stabilità delle banche tedesche è nei pensieri della Merkel.

La Germania è un paese affascinante. Tiene nella massima considerazione virtù come la prudenza, la laboriosità e la solidità dei conti.



Spesso si mette anche in cattedra per sgridare cicale e speculatori. Eppure non c'è un crash (dall'immobiliare dopo la riunificazione alla Russia nel 1998, a Internet, fino ai subprime e ora alla Grecia) in cui le banche tedesche, preferibilmente pubbliche, non si facciano cogliere con le mani nella marmellata andata a male.

La lotta all'azzardo morale è uno dei fondamenti dell'ideologia tedesca, ma il sistema delle Landesbanken e delle Sparkassen è esattamente una centrale di produzione di azzardo morale. Controllate dai partiti, queste banche si prestano a salvataggi industriali con una logica talvolta più politica che economica.

Così facendo incorrono in perdite che cercano di compensare con investimenti finanziari rischiosi, forti della possibilità di finanziarsi ai tassi del Bund perché il mercato le considera implicitamente garantite dai Länder e, in ultima istanza, dallo stato. Finora è sempre stato così e così continuerà ad essere, ma solo finché sarà possibile.

L'azzardo morale (delle banche pubbliche ma anche di quelle private, di quelle tedesche ma anche delle francesi) è stato anche favorito dalle regole di Basilea, che non assoggettano a riserva il debito pubblico, e dalla possibilità di scontare tutto presso la Bce.

Il risultato è che le banche tedesche e francesi sono oggi proprietarie di più di un trilione di euro di titoli di stato di Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia. I 30-35 miliardi che alla fine dovranno mettere Germania e Francia per salvare la Grecia sono davvero poca cosa se si pensa al danno derivante da una ristrutturazione disordinata di questi debiti. Alla fine, quindi, gli euro raccolti da Berlino per Atene torneranno a Francoforte e alle sue banche.

E' per questo che chi sta sui mercati deve attribuire un 90 per cento di probabilità al salvataggio e solo un 10 all'incidente di percorso. In pratica si tratta, nei prossimi giorni, di comprare su debolezza il più possibile, dove per possibile si intende quello che permetterà comunque di sopravvivere in caso di incidente.

Dato che l'incidente avrebbe, nel caso, proporzioni notevoli, molti portafogli già investiti dovranno rinunciare a comprare dell'altro nonostante le numerose e belle occasioni già sul mercato. Alcuni dovranno addirittura vendere, perché i risk manager (persone in genere molto brillanti e qualificate, ma tenute a officiare i riti prociclici del VaR dalla normativa che fa del VaR la religione universale di stato) obbligano a vendere anche quando il flusso di notizie volge improvvisamente in senso positivo.

Beati dunque i leggeri di portafoglio, perché potranno comprare. Già, ma comprare perché e che cosa?

Il perché del comprare è che l'economia globale per il momento ignora felicemente la Grecia e continua a crescere. Un secondo motivo, a questo punto altrettanto importante, è che il piano di salvataggio sarà alla fine robusto.

Il mercato potrà divertirsi tutti i giorni a trafficare su Cds sulla Grecia e potrà spingere i prezzi dei bond a 60, 40, 20 o qualunque livello ritenga opportuno. Potrà farlo perché sarà ridotto all'irrelevanza, perché per un anno (e forse due) la Grecia non avrà bisogno di emettere (lo farà ogni tanto per testare il mercato, nulla di più).

Il governo greco, dal canto suo, appare tecnicamente preparato (come quello portoghese, per inciso).



Nelle prossime ore concorderà un programma dettagliato con il Fondo Monetario e con ogni probabilità lo seguirà (è molto raro che i programmi concordati con il Fondo non vengano seguiti). Fra un anno il disavanzo pubblico greco sarà a una sola cifra.

Lo stock di debito su Pil continuerà a crescere, ma la riduzione costante del disavanzo indurrà un giorno il mercato a sottoscrivere di nuovo titoli greci a tassi non da usura.

A quel punto il debito su Pil si stabilizzerà.

Lo stesso percorso fiscale virtuoso dovrà assolutamente essere seguito dagli altri paesi a rischio di contagio. Tra questi, l'unico a essere strutturalmente semi-insolvente è il Portogallo, non tanto per il suo debito pubblico quanto per il debito complessivo del paese. Spagna e Irlanda hanno problemi di liquidità e di competitività, risolvibili se il mercato del lavoro è sufficientemente flessibile (e in Irlanda certamente lo è).

L'Italia non è considerata in pericolo. Secondo uno studio molto autorevole della Banca dei Regolamenti Internazionali, la proiezione a 30 anni (in mancanza di misure correttive) pone il debito italiano al 200 per cento del Pil nel 2040 contro il 300 tedesco, il 400 americano e francese e il 600 giapponese. Sui desk di trading, tuttavia, non siedono economisti ma trader che devono indovinare che cosa faranno gli altri trader e la convenzione, nel loro mondo, è che l'Italia in caso di crisi sia un obiettivo, non per farla saltare ma per rosicchiare qualche punto base. Con molti squali in giro, l'Italia dovrà continuare a rimanere in apnea e perfettamente compos sui.

Quanto al cosa comprare, tenderemmo a escludere Grecia, Portogallo e Spagna (non l'Irlanda). Per Portogallo e Spagna non c'è un buon rapporto tra upside limitato e downside. Per la Grecia non è totalmente da escludere una ristrutturazione del debito, ma non nel modo caotico e distruttivo che immagina il mercato.

La Grecia non è l'Argentina del 2000, non perché abbia conti molto migliori (anzi), ma perché ha fatto un buon matrimonio entrando nell'euro e ha venduto la sua carta non a investitori individuali atomizzati e politicamente poco rilevanti ma a grandi banche tedesche e francesi assolutamente vitali per i loro paesi. Noblesse oblige, quindi, e un'eventuale ristrutturazione sarà in un momento di calma, ordinata, civile, misurata sui writeoff decisi nel frattempo dalle banche e sotto le spoglie di un coinvolgimento dei privati nel salvataggio, una filosofia che il Fondo Monetario aveva adottato una decina di anni fa e che si era poi persa per strada.

Vanno comprati, in questa fase, titoli ciclici, tecnologia e petroliferi, disponibili con buoni sconti rispetto a una settimana fa. Vanno poi comprate valute emergenti di Africa, Asia ed Europa orientale. Tra queste la lira turca, espressione di un paese che nei prossimi anni godrà di una forte e solida crescita al contrario della Grecia.

L'euro è la valuta più debole del pianeta e anche Chavez e gli iraniani si guardano bene dal minacciare di abbandonare il dollaro, che si tengono ora molto stretto. Non si deve esagerare, però, quanto meno contro dollaro. L'Europa mediterranea diventerà sempre più austera e i conti con l'estero di Eurolandia, già in pareggio, miglioreranno per la diminuzione dell'import e per il miglioramento dell'export facilitato dal cambio debole.

L'America, per contro, è tuttora in disavanzo. E' possibile quindi che l'euro rimanga debole tutto quest'anno e forse anche il prossimo, ma a stabilizzazione avvenuta una parte del terreno perduto contro dollaro verrà recuperata.



La prossima settimana sarà ancora nervosa e molto cauta. L'atteggiamento del mercato sul salvataggio è di scetticismo, finché non vedo non credo. La macchina del salvataggio però procede a un ritmo intenso. Il programma sarà pronto entro domenica e la settimana prossima la Germania farà finta di studiarlo attentamente e cercherà di tirare sul prezzo. Le vere intenzioni filogreche del governo sono dimostrate dal fatto che il voto al Bundesrat sarà prima delle elezioni renane (che potrebbero creare una maggioranza diversa nella camera delle regioni) proprio per avere più possibilità che venga approvato. Se così sarà, vedremo sui mercati un rally di sollievo piuttosto veloce.

Il Fomc, nel frattempo, ribadisce che i tassi americani rimarranno a zero per un periodo prolungato. Tutti i paesi si stanno preparando a una stretta fiscale per il 2011. Un motivo in più, per i paesi sviluppati, per mantenere una politica monetaria assolutamente espansiva per molto, molto tempo a venire e un cambio basso verso i paesi emergenti.