



2010 – Giugno 05

Utili. L'anno prossimo, secondo molte stime, gli utili operativi dell'SP 500 eguaglieranno (e per qualcuno supereranno) il massimo storico del 2007.

Forse c'è un eccesso di ottimismo in queste proiezioni. Si sottovaluta l'impatto fiscale crescente e si sopravvaluta la portata del rialzo delle materie prime, il cui prezzo ha molta importanza su un grande numero di titoli ciclici. L'idea di fondo comunque rimane, il decoupling (lo sganciamento) degli utili (nel senso che non se ne tiene conto in alcun modo a differenza degli ultimi 100 anni) dai problemi strutturali del mondo è un dato di fatto almeno per ora e comunque una grossa novità.

Gli stessi utili (che sono poi alla fine il ritorno sul denaro che investo sul mercato azionario nel lungo termine) valevano senza scandalo 1550 punti dell'indice sp500 nel 2007 mentre oggi valgono 1050 con molta titubanza. Se fossero saliti i tassi di interesse questo avrebbe un senso perché ci sarebbe una compensazione a spiegare il fenomeno ma come sappiamo i tassi sono scesi da 5 a ZERO negli USA. Si tratta allora di una sottovalutazione temporanea? No, nemmeno questo è vero. A fine 2007 (con la crisi ai primi vagiti) le stime per l'SP per fine 2008 erano comprese tra 1500 e 1800 (si finì in realtà a 900). Le stime per il 2011, per quei pochi che hanno il coraggio di farle, non vanno oltre 1300, massimo 1350. Restano sempre 500 punti di scarto. Perché?

Negli anni Novanta e nei Duemila fino al 2008 i problemi strutturali esistevano già, ma erano perfettamente asintomatici. Si parlava anche allora di squilibri insostenibili (troppo debito privato, troppo risparmio cinese e troppo consumo in America), ma le crisi del 1987, del 1997- 1998 e del 2001 non derivarono direttamente da questioni strutturali (se non localmente, in Thailandia, Indonesia e Corea per qualche mese tra il 1997 e l'anno successivo). I mercati (e alla fine anche i politici) avevano quindi imparato a rimuovere questi aspetti, come chi ha sentito troppe volte gridare al lupo e alla fine non ci crede più. Un ambiente privo di freni inibitori, dunque, terreno di coltura ideale per le bolle.

Pochi pensano sul serio che un giorno avranno un infarto prima di averlo, anche se i loro parametri sono allarmanti. Dopo l'infarto, l'idea che potrà ricapitare (e magari essere fatale) resta fissa in testa anche se si sta a dieta, si fanno le lunghe passeggiate consigliate dal medico e si correggono gradualmente i parametri. C'è una perfetta simmetria. Prima si peggiora continuando a non preoccuparsi, dopo ci si continua a preoccupare anche se si migliora ed è un po' quello che accade ora

I guardiani dell'ortodossia negli anni Ottanta erano ferocemente attenti all'inflazione. La generazione attuale è invece ferocemente attenta al merito di credito, al rating. Il risultato è lo stesso: nessuna tregua per i governi individuati volta a volta come carenti o colpevoli. Allora ci

I



vollero 15 anni per debellare l'inflazione, ora occorrerà altrettanto, se non di più, per il debito pubblico. I guardiani del tempio lo sanno, ma non faranno sconti sui disavanzi, da portare sotto il tre per cento in tre o quattro anni al massimo.

Probabilmente a Larry Summers stratega economico di Obama (ex Clinton) non dispiacerebbe avere borse leggermente sopra le righe, il che è comunque positivo perché dimostra sensibilità verso i mercati. Strutturalmente, tuttavia, i rischi di crisi fiscali e bancarie indurranno le borse a rimanere cronicamente sottovalutate, per lo meno rispetto a quello cui ci eravamo abituati nei due decenni passati, come dire che sono un buon affare ma non gliene frega niente a nessuno.

La Cina:

Stiamo diventando sempre più dipendenti dalla crescita cinese e questo è già un problema in sé. Le questioni strutturali cinesi sono quindi anche questioni nostre. La dirigenza politica, in questi anni, ha tirato molto la corda rispetto alle disuguaglianze sociali, al prezzo delle case che a Shanghai e Pechino è diventato inaccessibile e agli 8.200 veicoli d'investimento immobiliare (fondi) che gli enti locali hanno creato per vendere loro terra ed edificabilità, in un connubio (per non dire coincidenza fisica), tra politici e imprenditori, che fa sembrare come amatoriali i nostri conflitti di interesse. Non ci sono statistiche ufficiali sugli 8200 veicoli. Il mondo intero si sta servendo di un calcolo fatto da un assistente della Northwestern University, un politologo sino-americano di nome Victor Shih che sul suo Blog ha stimato in 11 trilioni di Renminbi, il 30 per cento del Pil cinese, il debito totale di queste opache entità. Dalla Cina sono arrivate mezze smentite e dichiarazioni ufficiose che il problema c'è ma è sotto controllo. Pochissime cifre, però, e tutte vecchie. Insomma anche la Cina ha i suoi Subprime. Qualcosa nell'aria fa pensare che la questione ha raggiunto il punto di ebollizione. Un membro del comitato monetario della banca centrale dichiara al Financial Times che il problema immobiliare è molto, molto più fondamentale e più grande di quello che ha portato alla crisi finanziaria in America e in Inghilterra. Si unisca questo allo sciopero negli stabilimenti Honda del Guangdong.

Noi in Occidente vediamo questi problemi da un punto di vista economico e finanziario. Nel quartiere murato dove vive la dirigenza cinese queste cose sono viste anche come un serio problema politico. Tienanmen insegna che nel Dna del partito comunista cinese ci può essere uno stupefacente pragmatismo sulle libertà economiche ma quando si tratta di mantenimento del controllo politico e sociale si sfiora la paranoia.

La dirigenza del partito si è resa conto del fatto che il modello seguito finora è viziato e porta a un aumento troppo veloce dei prezzi delle case. La scelta di abbattere le quotazioni immobiliari di almeno un terzo a Pechino e Shanghai e di un 10-20 per cento nel resto del paese è molto lacerante perché danneggia componenti importanti del partito, ma è stata presa e non si tornerà indietro e questo per noi è una buona notizia

Ovviamente il Partito sa che una caduta veloce dei prezzi avrà ripercussioni sulle banche che hanno fatto credito ai veicoli-fondi immobiliari. Nelle settimane passate, del resto, le banche sono



state chiamate a sostenere uno stress test basato su questi numeri. Grazie agli aumenti di capitale che sono state energicamente “invitate” a fare in primavera (la borsa è stata tenuta su apposta) si stima che l’urto possa essere retto. Nel caso si ricorrerà al vecchio metodo e si attingerà alle immense riserve valutarie, pari alla metà del Pil, per ricapitalizzare ulteriormente le banche. Insomma alla Cina non mancano i mezzi per tappare la falla senza ricorrere a nuovo debito

La determinazione ad andare avanti nella politica del ridimensionamento dei prezzi delle case è stata letta come una notizia molto negativa sui mercati delle commodities. Al programma compensativo di sviluppo di edilizia pubblica popolare è stato dato poco credito perché in passato annunci analoghi non hanno avuto molto seguito. Se è però corretta la lettura politica della questione, questa volta si farà sul serio. Non si possono tenere troppo a lungo nei dormitori pubblici centinaia di migliaia di persone in ogni grande città. Naturalmente c’è anche una ragione economica. Un governo che ha fatto della crescita una questione di sopravvivenza deve comunque compensare i disincentivi all’edilizia privata.

Si sente spesso dire che il governo cinese, dopo avere riempito il paese di dighe, autostrade, ferrovie ad alta velocità e aeroporti potrebbe presto trovarsi a corto di idee per la crescita e con una capacità produttiva in eccesso preoccupante. In realtà le case popolari e gli ospedali saranno la nuova frontiera per i prossimi anni. Un metro quadrato di casa popolare non divora meno cemento, ferro o rame di una casa da edilizia privata. Quanto ai 600 milioni di tonnellate di acciaio che la Cina è in grado di produrre (il mondo intero ne fabbricava 700 nel 1980) ci sarà certo una contenuta compressione dei margini per i produttori ma non bisogna dimenticare la scelta strategica di spingere sull’auto privata.

Goldman Sachs parla di una crescita annua a due cifre dell’auto nei prossimi tre anni. Nel 2020, che è dietro l’angolo, la produzione di sole auto leggere raggiungerà un livello che fa sgranare gli occhi, ovvero 30 milioni di unità, tre volte la produzione americana di oggi.

A tutto gas. A proposito di materie prime si parla poco di una rivoluzione silenziosa in pieno corso. Dopo tante false partenze su etanolo, idrogeno, fusione fredda, vento e sole ecco finalmente uno shock da offerta positivo su una scala che diventa ogni giorno più larga. Il gas naturale non convenzionale (triturazione di rocce con perforazione orizzontale) sta cambiando non solo il futuro ma anche il presente dell’America e ha grandi prospettive anche in Cina e perfino in qualche angolo della nostra Europa, oltre alla solita Australia che ha già tutto. Se Obama può fare la faccia feroce con BP e cacciare dalle acque profonde del Golfo del Messico tutti i produttori, americani inclusi, è perché il gas (e anche il carbone) sono oggi così abbondanti da supplire perfettamente alla minore estrazione di greggio. I mercati, comprensibilmente preoccupati per il problema strutturale del debito pubblico, non hanno ancora metabolizzato pienamente le implicazioni di lungo termine di questo shock positivo. In un mondo disperatamente a caccia di crescita la garanzia di energia abbondante, a buon mercato e geopoliticamente sicura può essere un fattore decisivo.



Mercati. Nell'ultimo mese i dati macro sono stati sistematicamente ignorati. La contemplazione del debito pubblico ha ipnotizzato e depresso borse e crediti, impedendo una ripresa a V dei corsi dopo la correzione. Ora si va verso un maggiore equilibrio. Confusi e storditi, molti investitori hanno chiuso le loro posizioni e si sono messi a guardare. La liquidità è scesa e la microvolatilità è salita, con bruschi salti nelle quotazioni da un'ora all'altra e chiusure a Wall Street che rovesciano in dieci minuti l'impostazione delle 24 ore precedenti. Il mercato è prezzato per un rallentamento del ciclo globale già iniziato. In realtà i segni di indebolimento sono modesti e i portafogli scarichi, condizione ideale per un cauto recupero dei corsi.