

# È STATA LA MANO DI POWELL

La fiducia è la vera valuta di corso legale nelle transazioni economiche e le banche sono il sistema nervoso dell'economia. È però in corso una crisi di fiducia generalizzata e non razionale, diventa ancor più necessario l'esercizio del discernimento tra percezione e realtà, da una parte la solidità patrimoniale delle banche europee, dall'altra le emozioni alimentate dal ricordo del 2008.

Sfiducia, che genera sfiducia, che genera sfiducia.

Il racconto della giornata di borsa di venerdì scorso potrebbe essere raccontato prendendo a prestito il celebre inizio del reportage di Giorgio Bocca dalla Vigevano "campione del Nord" degli anni Sessanta: "fare soldi, per fare soldi, per fare soldi, se esistono altre prospettive chiedo scusa, non le ho viste".

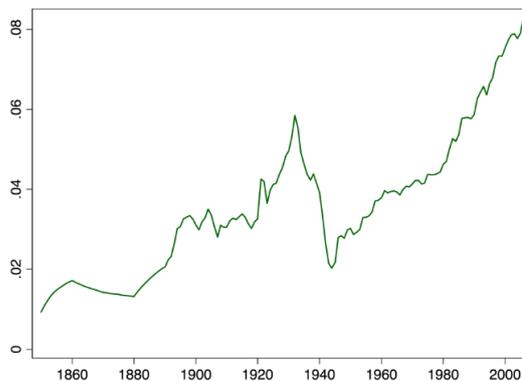
Il grande giornalista raccontava Vigevano per raccontare in realtà il dinamismo del miracolo economico italiano, quell'incipit e quell'inchiesta sono diventati esempi di stile, studiati nelle scuole di giornalismo.



"Mille fabbriche, nessuna libreria", il reportage di Giorgio Bocca sul Giorno del 14 gennaio 1962. Fonte: circolobriciole.files.

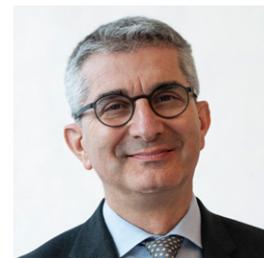
Quel miracolo economico appartiene a un'epoca distante molto più dei sessant'anni del calendario, i soldi fanno ancora soldi, ma un po' meno nelle botteghe "dei ciabattini diventati industriali in una settimana", un po' di più nel sistema finanziario. Il commercio internazionale è aumentato a dismisura ma sono anche cresciute, e molto di più, le transazioni finanziarie.

Da un paio di decenni si parla di "finanziarizzazione dell'economia", espressione che rimanda a "un modello di accumulazione in cui il profitto avviene sempre più attraverso canali finanziari piuttosto che attraverso il commercio e la produzione di beni", come scrive Greta Krippner dell'UCLA. In altre parole, l'economia della manifattura si è trasformata in una economia in cui contano molto di più i mercati, gli attori e le istituzioni finanziarie, a livello nazionale e globale.



Percentuale dell'industria finanziaria sul PIL americano. Fonte economicdiscontent.com.

Nonostante la distanza siderale, gli "animal spirits" del miracolo economico raccontati da Bocca e i trader del terzo millennio sono connessi da un comune filo rosso, la fiducia, il lubrificante di qualsiasi transazione, commerciale e finanziaria.



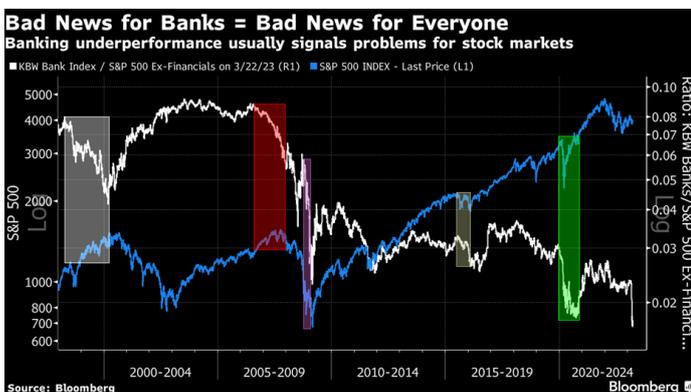
**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

La fiducia è la moneta di corso legale nelle transazioni economiche di tutte le epoche, la valuta che lubrifica e mantiene efficiente l'intero sistema. Quando viene a mancare la fiducia, il meccanismo rallenta, batte in testa, si ferma.

In queste settimane la fiducia degli operatori è stata potentemente squassata, dalla California lo sciame sismico ha rapidamente attraversato l'Atlantico e ha fatto tremare le banche europee. La fiducia è stata ulteriormente messa alla prova dall'inedita situazione di obbligazionisti penalizzati più degli azionisti. I detentori di debito junior, quella parte della struttura del capitale meno tutelata, hanno visto il valore delle loro obbligazioni AT1 azzerato, un trattamento più severo rispetto a quello riservato agli azionisti.

La fiducia è indispensabile all'efficienza del sistema finanziario, il sistema nervoso di qualsiasi organismo economico, le banche si innervano nell'economia reale, gli impulsi del credito sono i neurotrasmettitori che stimolano o rallentano l'attività economica, a seconda dei segnali inviati dalla banca centrale.

In questi giorni i segnali sono contraddittori. La giornata di venerdì è stata la risposta a quanti si chiedevano se le crepe del sistema finanziario potessero restare confinate negli Stati Uniti e in Svizzera. Un annuncio di riacquisto totalitario di debito Tier 2, operazione in genere accolta con favore, ha invece sortito l'effetto opposto di esacerbare la diffidenza. La paura del contagio si è estesa, le banche europee hanno trascinato con sé i listini di tutta Europa, nel timore di un altro fine settimana di passione che avrebbe potuto portare la notizia di qualche ulteriore salvataggio straordinario.



“Bad News for Banks, Bad News for Everybody” scrive John Authers di Bloomberg; le banche sono il sistema nervoso dell'organismo economico, i loro crolli si estendono agli altri settori dell'economia, quando sono in difficoltà l'accesso al credito si fa più difficile. Fonte Bloomberg, @johnauthers.

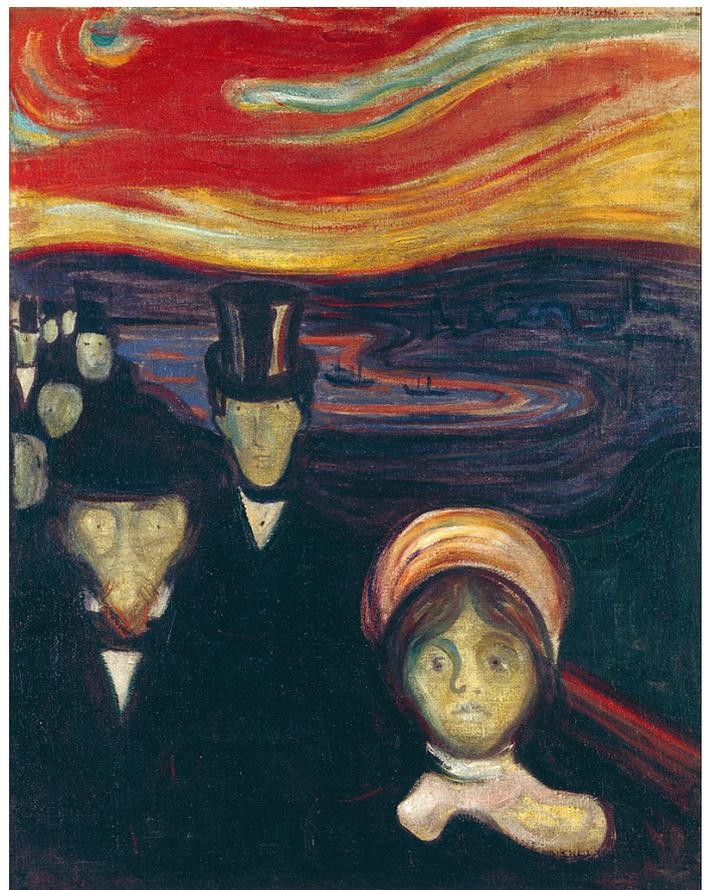
In questi giorni è in corso “una crisi di fiducia generalizzata e irrazionale verso le banche”, dice Barry Eichengreen, “l'irrazionalità è difficile da prevenire” gli ha quasi fatto eco sabato scorso Alessandra Perrazzelli in un convegno a Milano. La vice-direttrice generale della Banca d'Italia sottolinea come il lavoro di vigilanza “ex-ante” svolto dagli organismi di supervisione dell'Eurozona stia premiando e già questa è una prima, grande differenza rispetto ai controlli “ex-post” degli Stati Uniti.

Inoltre, i livelli di liquidità delle banche europee sono mediamente superiori ai parametri stabiliti dalle norme, i risultati della pulizia dei bilanci sono soddisfacenti. Lo abbiamo scritto la settimana scorsa, la storia è soprattutto una storia americana, le regole dell'Eurozona più stringenti, la solidità delle banche europee un fatto.

Si fa più difficile, eppure ancor più necessario, l'esercizio di discernimento tra percezione e realtà, da una parte la solidità patrimoniale delle banche europee, dall'altra le emozioni alimentate dal ricordo del 2008.

A differenza del 2008, nel settore finanziario non c'è un problema di cattiva qualità degli asset, lo abbiamo detto nelle tappe del nostro Roadshow, lo ricorderemo domani nella tappa conclusiva di Milano. I fallimenti sono episodi idiosincratici dovuti a cattiva gestione, la crisi non è un evento creditizio ma “il prodotto dell'inasprimento dei tassi d'interesse cui abbiamo assistito negli ultimi dodici mesi” scrive David Dowsett di GAM Investments, le condizioni di liquidità si stanno restringendo e le imprese mal gestite ora mostrano tutte le loro inefficienze:

Non siamo prossimi a una crisi bancaria globale ma, semmai, si avvicina il rallentamento dell'attività economica, annunciato dall'inversione della curva americana (vedi L'Alpha e il Beta del 6 marzo scorso) e, soprattutto, accelerato dal prevedibile conservatorismo delle banche regionali americane nell'erogazione del credito.



Edvard Munch (1863-1944), “Anxiety” (1894, Munch Museum, Oslo)

L'inflazione non se ne va da sola, scrivevamo la settimana scorsa, dopo l'ultimo intervento di 25 punti base Powell non ha escluso un nuovo rialzo ma ha anche ricordato che la crisi bancaria fa il lavoro sporco per conto della banca centrale, diventa un freno naturale al credito.

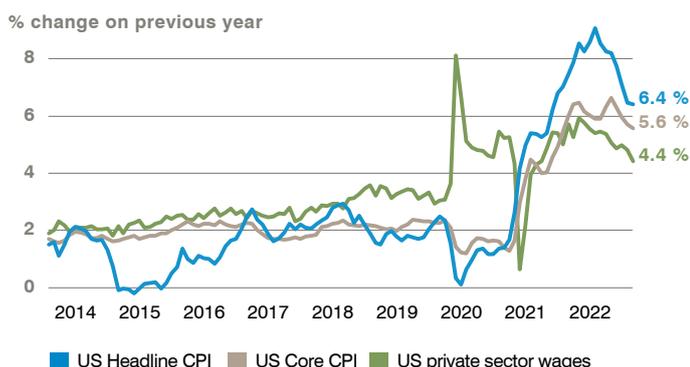
Gli effetti dell'aumento dei tassi sui ratio patrimoniali rende le banche regionali molto più conservative nell'erogazione del credito, "equivalente di un aumento dei tassi, o forse più di questo" ha detto Powell. Nonostante l'economia americana si dimostri più resistente di quanto si pensasse, l'inasprimento delle condizioni del credito non potrà non avere effetti sull'attività economica.

Il movimento dei tassi è come un aggiustamento di faglie geologiche, anni di assuefazione al denaro facile fanno sì che il ritorno alla normalità scuota il sistema economico, danneggi e faccia crollare le costruzioni più fragili. Fuori di metafora, quegli investimenti a più elevato rendimento fatti quando il rendimento era raro e sottoscritti senza badare troppo alla qualità, ora vengono sottoposti a più severo scrutinio. L'acqua sta uscendo dalla piscina e si vede chi nuota senza costume, il vecchio adagio di Warren Buffett è sempre un utilissimo promemoria.

L'imprevisto è imprevedibile per definizione, e nessuno aveva previsto i violenti scossoni della crisi bancaria, però si può prevedere che gli imprevisti accadano, acqua al mulino della fedeltà al metodo.



Vincent van Gogh (1853-1890), "Campo di grano con volo di corvi" (1890, Van Gogh Museum, Amsterdam). La serenità bucolica del campo di grano è sconvolta dal movimento del colore che anima il campo di grano come un mare in tempesta. Il senso di inquietudine è accentuato dal volo dei corvi e dall'assenza di figure umane o fiori grande campo di grano.



Negli Stati Uniti l'inflazione è in discesa, ancora lontana dall'obiettivo del 2%. Fonte GAM Investments, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics.

La mano di Powell non è stata risolutiva come quella di Dio del film di Sorrentino, il banchiere centrale più importante del mondo alimenta l'ambiguità: le tensioni nelle banche regionali di medie dimensioni accorciano il ciclo di inasprimento dei tassi e ne smussano l'intensità, ma nello stesso tempo il capo della Fed ammette di non poter dire come la banca centrale agirà nell'immediato futuro in merito alle tensioni bancarie. I due argomenti sono incompatibili annota il Financial Times, o la maggiore cautela delle banche regionali è nei fatti un inasprimento dei tassi, oppure non lo è, "non possono essere entrambe le cose".

Le ambiguità di Powell dividono i commentatori e gli operatori, il primo argomento avvicina il tasso terminale, il secondo lo mantiene ancora nell'incertezza, ambiguità che conferma l'andamento non lineare dei cicli economici e la fragilità delle previsioni: la curva dei tassi a brevissimo termine prezza negli Stati Uniti tagli per quasi un punto da qui a fine anno ma si tratta di previsioni suscettibili di cambiare rapidamente, come è accaduto negli ultimi mesi.

Dal punto di vista delle scelte di investimento, la bussola da seguire è ancora quella dei tassi di interesse, la loro dinamica determina la preferenza relativa verso le attività di rischio.

La mano di Powell ha aumentato i tassi, segnalando la priorità riservata alla crescita dei prezzi, ma di un quarto di punto, riconoscendo le fragilità del sistema bancario americano.

Perché gli asset rischiosi tornino appetitosi in termini relativi, l'inflazione dovrà diminuire più rapidamente e senza tentennamenti. I mercati emergenti si presentano ancora un luogo abitabile per gli investimenti, non sono attraversati dal nervosismo che riguarda invece il sistema bancario delle economie avanzate e hanno dalla loro parte migliori prospettive di crescita. Gli investimenti tematici, come il lusso o la tecnologia, poggiano su dinamiche pluriennali che fanno superare la volatilità di breve termine.

Detto questo, ricordando ancora una volta che le previsioni sono esercizio vacuo, e quelle sull'inflazione sopra tutte, la sfida per gli investitori è evitare le lusinghe delle narrazioni semplificatorie: troppo difficile costruire valore nel breve termine, scriveva L'Alpha e il Beta della settimana scorsa, quando gli scenari (ovvero le narrazioni) si avvicinano con una rapidità tale da rendere poco efficaci gli aggiustamenti tattici dei portafogli.

"La realtà non mi piace più" fa dire Paolo Sorrentino a Fabietto, il personaggio autobiografico del film "ne voglio un'altra, immaginaria, uguale a quella che tenevo prima, la realtà non mi piace più".

Ma la realtà batte sempre la fantasia, teniamo i piedi per terra e gli occhi al lungo periodo, non perdiamoci di vista e, intanto, vediamoci domani a Milano, all'ultima tappa del nostro Roadshow.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.