

**L'ARTE DI ADATTARSI**

10 giugno 2010

Beati i flessibili, perché si salveranno

First in first out. Nei cicli di crisi vale in generale la regola per cui i primi a trovarsi immersi in un mare di guai sono i primi a emergere fuori. Tra loro, i più flessibili sono quelli che escono dalla crisi addirittura rafforzati e pronti a catturare meglio la ripresa. Proviamo a dare un'occhiata ad alcuni paesi che si trovano in questa situazione. Qualche nome susciterà un moto d'orrore. Meglio, vuole dire che la notizia del loro miglioramento non è ancora così diffusa.



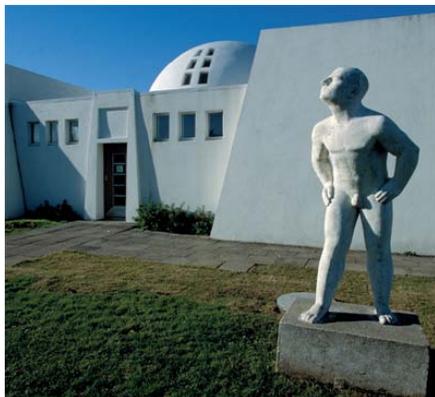
Chiesa di Hallgrímur. 1937. Reykjavik.

Islanda. La crisi l'ha travolta all'inizio del 2008, quando il mondo sembrava ancora normale. Le sue banche avevano una leva impressionante, il loro attivo era dieci volte il Pil (quando quello delle grandi banche americane coinvolte nella finanza ai tempi della crisi era grosso modo un terzo del Pil Usa). Quando arrivò l'uragano e le banche fallirono si pensò per molti mesi che l'Islanda non si sarebbe risolledata per almeno un decennio.

Dopo il disastro, svegliatasi sobria dopo l'ubriacatura, l'Islanda ha fatto poche cose energiche e di buon senso. Ha svalutato aggressivamente (prima della crisi bastavano 80 corone per comprare un euro, a fine 2008 ne occorrevano 180). Ha rifondato da zero le sue banche, affidandole a una gestione completamente rinnovata. Oltre a questo, di grande aiuto è stato il fatto che i pescatori e allevatori che si erano trasformati in pochi anni in

professionisti e banchieri d'investimento sono tornati a fare i pescatori. A un banker americano o europeo improvvisamente licenziato non verrebbe in mente di darsi alla pesca, gli mancherebbero anche le più elementari cognizioni.

Il risultato è che l'Islanda, per quanto ancora debole, è praticamente fuori dalla crisi. Il suo debito sovrano, per quanto pesante, verrà servito regolarmente (questa è l'intenzione del governo). Le partite correnti sono a posto grazie alla svalutazione e la corona, da inizio anno, si è perfino concessa



La casa dello scultore Asmundur Sveinsson (1892-1982), oggi museo. Reykjavik.

il lusso di rivalutare contro euro del 14 per cento. La borsa di Reykjavik, dal canto suo, è in rialzo del 10 per cento da gennaio.

La flessibilità islandese, basata sul cambio e su un mercato del lavoro senza rigidità particolari, la ritroviamo in molti paesi dell'est europeo con buoni risultati in Polonia, in Ucraina e in Ungheria. Quest'ultima è più indietro nel processo, ma è già in fase di guarigione da più di un anno e tutto il putiferio di questi giorni accelererà il risanamento.

Estonia. Dimagrita di un quarto nel suo Pil in due anni, è oggi perfettamente risanata. Il suo sogno di entrare in Eurolandia (quella che per alcuni sta disintegrandosi e che però ha la sala d'attesa piena di candidati), si realizzerà il prossimo primo gennaio.

L'Estonia era data per spacciata dal 99 per cento degli osservatori. Non ce la farà mai a ridurre le retribuzioni pubbliche e private del 15 per cento, si diceva ancora un anno fa. Non ce la farà mai a tagliare drasticamente la spesa pubblica, si aggiungeva. Non ce la farà mai a restare agganciata all'euro, le occorrerà una maxisvalutazione e lo stesso farà fallire le banche finlandesi e svedesi che hanno concesso mutui agli estoni.

L'Estonia ce l'ha fatta e su tutta la linea. Onore al merito e onore alla paura, quella di finire di nuovo risucchiata nella sfera d'influenza russa. La stessa paura che ha dato forza alla Lettonia (che ha fresco il ricordo dei carri armati russi a Riga nel 1991) e le permetterà di entrare in Eurolandia il primo gennaio 2012. Tutto questo non è sfuggito alla borsa lettone, in rialzo del 26 per cento da inizio anno, né a quella estone, più 33 per cento.

Irlanda. Il modello è lo stesso dei baltici ed è quello della cosiddetta svalutazione interna. Quando si sta in un sistema di cambi fissi e non si può o

non si vuole svalutare, l'unica via d'uscita che non sia il default è il taglio drastico del prezzo degli asset e dei fattori di produzione, come si usava fare ai tempi del gold standard. Invece di cambiare una sola etichetta di prezzo, quella del cambio, si cambiano tutte le etichette di prezzo (case, cose e cedolini) tranne quella del cambio. E' un lavoro immane, politicamente molto costoso. La gente va in piazza (in Irlanda vanno al pub a berci sopra), prima si arrabbia e poi si deprime. Nessuno, per contro, va in piazza a protestare contro l'euro che ha perso il 20 per cento. E' la stessa cosa, ma molti nemmeno se ne accorgono.

Oggi l'Irlanda è molto avanti nel risanamento. Il costo del lavoro è calato drasticamente e l'ampio numero di disoccupati lo manterrà basso a lungo. I prezzi degli immobili hanno probabilmente toccato il minimo, mentre in tutta Europa continuano a scendere. L'Irlanda è pronta a crescere. Non inganni lo stato d'animo della gente. Al punto d'inversione di un ciclo il pessimismo è sempre ai massimi, è normale.

Romania. La flessibilità romena è stupefacente e fonde il modello della svalutazione esterna con quello della svalutazione interna. In Italia il blocco delle retribuzioni pubbliche viene preso (ovviamente) molto male. In Spagna, però, gli stipendi degli statali sono stati tagliati del 5 per cento, in Portogallo di più e in Grecia ancora di più.



Abitazioni a Laufás, Islanda.

Nessuno tuttavia, nemmeno i baltici, batte la Romania. Martedì prossimo ci sarà il voto di fiducia sulla proposta del governo di tagliare le pensioni e i sussidi di disoccupazione del 15 per cento. Gli stipendi degli statali saranno invece tagliati del 25 per cento. Chi guadagna più di 1200 euro al mese dovrà inoltre versare il 70 per cento dell'eccedenza a un fondo di solidarietà. Si tenga presente che un insegnante romeno guadagna 250 euro al mese. Dopo il taglio scenderà a 187.

Macelleria sociale, si dirà. Senza dubbio, ma con la quasi certezza che nel giro di pochi mesi la Romania si riprenderà rapidamente su tutta la linea. Risaliranno il leu, la borsa, il prezzo delle case e, c'è da scommetterci, il livello delle retribuzioni, che in quei paesi è veloce a scendere ma anche a risalire.

Cina. Qui abbiamo un caso interessante di flessibilità macroprudenziale. Il cambio è fisso (anche se si muoverà sarà di poco), ma l'agilità è massima a livello amministrativo. Si parla molto delle misure che dovranno fare

scendere il prezzo delle case di Shanghai e Pechino del 25-30 per cento in poche settimane. Si parla meno di quello che avviene in modo più discreto sul piano della politica industriale.

Una delle preoccupazioni che sentiamo esprimere più o meno da vent'anni è quella di una Cina sempre sull'orlo di una crisi di sovrapproduzione. Agli osservatori, infatti, la Cina non va mai bene. Se cresce molto va incontro a un crash e all'inflazione. Se rallenta va incontro a un crash lo stesso, perché le sue gigantesche acciaierie e le sue immense fabbriche non sapranno più a chi vendere quello che producono.

Perché allora i crash non si verificano? La ragione è che i dicasteri preposti alle attività industriali sono molto veloci, quando si profila un eccesso di capacità, a chiudere gli impianti meno efficienti. Una volta lo facevano con un tratto di penna, togliendo la licenza alle imprese marginali. Adesso sono più sofisticati. Nel carbone, dove c'è un frazionamento eccessivo dell'attività di estrazione, basta alzare gli standard di sicurezza per provocare concentrazioni e fusioni. Nell'acciaio si sta invece ricorrendo a un aumento deciso a tavolino dei prezzi dell'energia (una componente importante dei costi) per spiazzare i più deboli e farli chiudere.

Europa. Parlare di flessibilità europea è un ossimoro. Ventisette paesi, ognuno dotato di un governo e di due camere, più una burocrazia centrale che vorrebbe regolare l'universo non sono un punto di partenza ideale. I tabù ideologici sull'emissione di debito da parte dell'Unione e sul quantitative easing non danno certo una mano.



Stykkisholmur, chiesa luterana.
Islanda.

Con questi dati di partenza i risultati dell'azione di Ecofin, della Bce e dei governi in queste settimane non sono per niente disprezzabili. L'unica leva che in Europa si può muovere velocemente, il cambio, è stata usata con determinazione. La discesa è stata veloce e ordinata. Anche questa è

flessibilità. La Bce sta lavorando sodo e l'SPV è pronto.

I governi non stanno fermi. Mentre Bloomberg riferisce che il 75 per cento degli osservatori di mercato dà per scontato il default greco, Atene riporta che nei primi cinque mesi del 2010 il disavanzo di cassa è già sceso da 14.6 a 9.5 miliardi di euro (in un quadro, si noti, di recessione già iniziata).

I mercati non apprezzano la svalutazione dell'euro. Quando lo vedono scendere si mettono a vendere le borse (tutte) e i bond (europei). In realtà la discesa è parte importante della cura. La Germania, che assume decine di

migliaia di disoccupati al mese dalla fine dell'anno scorso (quando l'euro stava a 1.45) riceverà dalle esportazioni una spinta ulteriore. Quanto al fatto che la domanda interna europea sia molto debole, vuol dire che l'avanzo corrente di Eurolandia sarà ancora più alto e che quindi l'euro debole, una volta imboccato un percorso di contenimento dei disavanzi, apparirà sottovalutato e dunque suscettibile, fra un anno o due, di recupero sul dollaro.

Che fare, operativamente, in questa situazione? Le azioni sono a buon mercato, i bond americani e tedeschi sono cari e le materie prime scontano una brusca caduta della domanda cinese che è tutta da dimostrare. Detto questo, prima di buttarsi sui mercati bisogna considerare il fattore paura e averne paura. C'è in giro molta fragilità psicologica che porta a ignorare gli elementi positivi e a valorizzare al massimo quelli negativi. Occorrerà un certo tempo e un flusso ininterrotto di dati impeccabili per riportare un po' di calma e di fiducia. Nel breve continueremo quindi a vedere un mercato laterale e molto nervoso. Economia e utili, nel frattempo, riusciranno nonostante tutto a crescere.

Alessandro Fugnoli +39 02-777181

Disclaimer

Kairos Partners SGR SpA Via Bigli 21, Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos Partners SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Kairos Partners SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Kairos Partners SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento nè nei confronti di persone residenti in Italia nè di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Kairos Partners SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza ed esclusivamente citando il nome di Kairos Partners SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Kairos Partners SGR cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Kairos Partners SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Kairos Partners SGR può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione Kairos Partners SGR sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.