

La nota di Pierleone Ottolenghi

A che punto siamo ?

20 Settembre 2009

Le cose vanno meglio anche se è troppo presto per cantare vittoria. I tassi di crescita

-o di decrescita- sono in via di miglioramento in quasi tutto il mondo ed in particolare

in Asia. Le borse hanno continuato a salire oramai da Marzo. Questo ha portato ad una ripresa delle combinazioni societarie e dei collocamenti primari (IPO). Le emissioni di obbligazioni aziendali e bancarie sono in pieno boom così come quelle sovrane. I tassi di interesse continuano ad essere molto bassi e non vi sono indicazioni che nel breve termine possano essere ritoccati all'insù. L'inflazione, per il momento è sotto controllo. Alcune delle principali banche internazionali che avevano ricevuto fondi governativi li hanno restituiti integralmente o parzialmente.

In alcuni paesi l'attività industriale ha dato moderati segnali di miglioramento. Il prezzo del petrolio, ultimamente, è stabile intorno ai \$70 il barile e l'OPEC ha deciso di non ridurre le quote. L'industria dell'automobile dei paesi produttori ha fortemente beneficiato degli incentivi alla rottamazione. Naturalmente questi incentivi sono a termine: negli USA sono finiti ed in Italia vi è stato il recente grido di dolore di Marchionne. Infine grazie ai provvedimenti governativi e delle banche centrali è stata evitata la caduta nel precipizio della grande depressione.

Questi fatti positivi hanno indotto Bernanke a dichiarare il 15 Settembre che "è assai

probabile che la recessione negli USA sia finita anche se la ripresa nel 2010 sarà lenta".

Tutto bene quindi ? E' presto per dirlo anche perché restano dei problemi non indifferenti da sistemare.

In primo luogo il rischio di una ricaduta, vale a dire una recessione a W. Il noto economista William White, che per 13 anni fu il capo economista della Banca dei

Regolamenti Internazionali, disse il 14 Settembre, in una conferenza a Hong Kong, che non sarebbe affatto sorpreso se ci fosse un “double dip” con la forma a W o a L, come è successo in Giappone negli anni 90. Tra l’altro White fu uno dei pochi economisti a prevedere nel 2003 l’arrivo dello scoppio della bolla immobiliare. Anche il nostro Marcello de Cecco in Affari & Finanza di Repubblica del 14 Settembre, seppur in maniera più attenuata, non esclude un “double dip”. Anche Nouriel Rubini su Repubblica del 15 Settembre paventa questa possibilità anche se ritiene più probabile una recessione a U.

Se posso divagare un momento, vorrei rendere l’onore delle armi, a uno dei più grandi economisti italiani, Paolo Sylos Labini: anch’egli prevede nel 2003 lo scoppio della bolla immobiliare in USA e la non sostenibilità del doppio deficit americano. Lo scrisse su Moneta e Credito della BNL e su Repubblica. Sylos, che mi onorava della sua amicizia, era ossessionato da questo problema, che lo perseguì fino alla morte.

Prima di affrontare i problemi che devono essere sistemati mi pare che vi sia un consenso generalizzato tra banchieri centrali, economisti, industriali, ecc. sull’ipotesi che la ripresa sarà molto lenta ed anche “bumpy”. Così come vi è consenso che non bisogna smettere ora le azioni di stimolo ed intraprendere ora l’“exit strategy”. E’ troppo presto.

Bruce Kasman, capo economista di J.P.Morgan Chase, ritiene che non sarà possibile recuperare i 6.9 milioni di occupati persi e i \$ 13.9 trilioni di ricchezza persa durante la crisi in USA se non verso la metà del prossimo decennio, sempre che non vi siano ricadute dell’economia (Bloomberg 14 Settembre).

I quattro problemi di non facile soluzione (per restare sull’essenziale) sono: la disoccupazione e di conseguenza i consumi, le banche, la scarsità di credito soprattutto per le PMI e le famiglie, la regolamentazione bancaria ivi compresa le modalità retributive dei banchieri. Naturalmente vi sono molti altri problemi importanti come i conti pubblici, il protezionismo, la deflazione, l’immobiliare, le “commodities”, le valute, ecc. che non è possibile trattare in questa breve nota.

Disoccupazione

E’ molto alta ed è in crescita. Si stima che per fine anno sarà circa il 10 % nei principali paesi. Secondo Paul Volker sarà difficile che a recessione finita i tassi di disoccupazione tornino ai livelli fisiologici dei vari paesi poiché molte aziende

saranno fallite e quelle che resteranno in piedi potranno operare con meno personale. Secondo l'Employment Outlook dell'OCSE (Settembre '09) i disoccupati nei paesi membri sono 57 milioni. Negli Stati Uniti in 27 Stati la disoccupazione è cresciuta in Agosto. Tra questi la California con il 12.2 %. Il totale delle paghe secondo il Department of Labor in Agosto è diminuito in 42 Stati e nel District of Columbia. In una delle precedenti note ho sottolineato che negli Stati Uniti molti occupati, pur di non perdere il lavoro si diminuiscono volontariamente la retribuzione o accettano che il datore di lavoro imponga una paga più bassa.

E' sorprendente come i consumi di Agosto negli USA siano cresciuti del 2.7%. Questo aumento, però, è comprensivo delle vendite di automobili, grazie agli incentivi che ormai sono terminati. I consumi, sempre in USA, hanno relativamente tenuto anche grazie alla diminuzione delle tasse per le classi meno abbienti a partire da Aprile. In ogni caso le famiglie tendono a risparmiare per pagare i propri debiti. I bassi consumi provocano la chiusura di molti esercizi al dettaglio (problema molto sentito in Italia), non solo piccoli ma anche grandi catene.

Banche

La situazione delle banche (per fortuna non in Italia) è ancora complessa. Molte banche sono piene di attivi tossici la cui valutazione è molto difficile. Alcune banche che erano già "troppo grandi per potere essere lasciate fallire" sono diventate ancora più grandi. J.P.Morgan ha assorbito Bear Stearns e Washington Mutual, Bank of America ha assorbito Merrill Lynch, BNP ha assorbito Fortis, Lloyds ha assorbito HBOS, ecc.

Poiché già prima di queste ultime aggregazioni vi erano molti esperti che ritenevano che alcune banche erano troppo grandi e che fosse opportuno spezzettarle (vedi FT dell'11 Settembre "To fix the system we must break up the banks" di Augar e McFall) ciò è vero a maggior ragione adesso. Le banche quasi ovunque hanno al loro attivo notevoli prestiti al settore immobiliare che spesso provocano problemi non indifferenti. Secondo il Financial Stability Board e molte Banche Centrali, le banche sono generalmente sottocapitalizzate. Le sofferenze sono in aumento ovunque (anche in Italia).

Negli USA molte banche piccole e medie sono fallite quest'anno. Secondo FDIC, 94 quest'anno. In Settembre, fino ad ora ben 10. Molte di queste banche hanno avuto problemi con l'immobiliare residenziale, solo una, Corus, è stata travolta

dal fallimento di iniziative immobiliari commerciali che sono in situazioni di estrema difficoltà anche per effetto dei bassi consumi.

Credito

Il “credit crunch” non è finito e per le PMI e le famiglie è un vero dramma. E anche questo è piuttosto diffuso ovunque. Molte iniziative sono state prese da singole banche e dalle associazioni bancarie per favorire il flusso di credito ma se si parla con medi o piccoli imprenditori dicono che non hanno credito, che spesso il poco credito che hanno deve essere restituito su richiesta delle banche. E’ chiaro che le banche devono stare molto attente alla qualità del creditore poiché i soldi che vengono imprestati sono dei depositanti e degli azionisti.

Regolamentazione e sistemi retributivi

Sono due problemi che tengono banco da alcuni mesi e che verranno discussi al G 20 di Pittsburgh il 24 e 25 Settembre. Entrambi sono complessi e non vi è ancora un vero consenso salvo che vanno cambiati. Questo sia in Europa sia negli Stati Uniti anche se le situazioni sono molto diverse. In USA c’è una Banca Centrale e una SEC in Europa (nell’Eurozona) c’è la BCE e 16 Banche Centrali nazionali; non vi è una SEC europea ma ve ne sono 16 nazionali. Probabilmente il problema retributivo è più semplice perché c’è un certo consenso che gli eccessi vanno eliminati.....anche se poi si vedrà cosa dicono le lobby bancarie soprattutto in USA e in Inghilterra.

Ha dunque, per concludere, ragione Bernanke?

Bernanke è un grande studioso di recessioni e depressioni, e quindi ha tutto il mio rispetto. Ma io ritengo che per tornare al 2007 (non per la regolamentazione e le retribuzioni dei banchieri) ci sia molta strada da fare.

Come dicono gli inglesi: “it’s a long way to Tipperary”: