

La nota di Pierleone Ottolenghi

2010: "Que sera, sera"

10 gennaio 2010

Penso che a 10 giorni dall'inizio del nuovo anno il titolo di questa nota sia piuttosto adatto. E' il titolo di una vecchia bella canzone.

Mario Draghi, Presidente del Financial Stability Board, l'altro ieri accogliendo i partecipanti alle tre giornate di Basilea ha detto in sostanza: "la situazione è migliorata rispetto a quanto prevedevamo un anno fa però è ancora vulnerabile". Dominique Strass-Kahn parlando alla CBI inglese a metà novembre disse "le cose vanno meglio ma la situazione è ancora assai fragile". Entrambi si riferivano al sistema bancario internazionale. L'invito a Basilea, oggi, ai Capi delle 30 principali banche internazionali (tra cui Passera e Profumo) è di simile tenore.

Come è noto i Capi di Stato e di Governo nonché quelli delle organizzazioni multilaterali sono sempre un pò più ottimisti dei *pundits* (commentatori dei giornali nonché accademici). Ecco perché un quasi salomonico "Que serà, serà" mi sembra adatto.

Ad esempio, è vero che le grandi banche hanno ora maggior facilità ad approvvigionarsi di capitale di rischio e ad emettere obbligazioni, ma è anche vero che sono molto più restie a concedere credito in particolare alle PMI. E' altresì vero che le sofferenze sono in forte aumento (vedasi *Il Sole* 8.1.'09 "*Ora sui bilanci aumenta il peso della speculazione*" di Marya Longo), così come il peso dei derivati (che secondo Adair Turner, Capo del FSA, sarebbero socialmente inutili, anche se poi si è corretto).

Ritengo che in generale, in tema di banche, il grosso del lavoro fatto, e ne è stato fatto, è più di impostazione che di implementazione; anche se, per esempio, la Banca d'Italia ha già emanato alcune circolari riguardanti la vigilanza e altre materie operative.

D'altra parte il tempo trascorso dalla catastrofe Lehman, quando l'attenzione sulla vigilanza ha subito una accelerazione, è di 16 mesi; non tantissimo.

Per quanto riguarda il sistema bancario, *l'Economist*, ora in edicola, ha come storia di copertina un interessante articolo che riguarda la formazione delle "asset bubbles" (bolle degli attivi). *L'Economist* sostiene che gli "ingredienti" che formano le bolle, tassi di interesse bassissimi (0), attivi non più eccessivamente sottovalutati, e deficit di bilancio pubblico (USA ed Inghilterra 10 % sul PIL), non sono assolutamente sostenibili. "Qualcosa deve mollare !"

E' in fondo il concetto del "carry trade"; se posso indebitarmi a tasso 0 o anche 1.5% e posso investire al 6.5 % in carta "sicura" per quale motivo dovrei fare credito a una PMI anziché investire in titoli pubblici ?

A questo punto vorrei fare una digressione su una cosa che mi ha stupito profondamente. In una recente testimonianza a porte aperte ad una commissione parlamentare, Bernanke ha sostenuto che la crisi del subprime non è stata dovuta ai bassi tassi di interesse bensì alle lacune della relativa regolamentazione.

Non sono un monetarista e non sono uno studioso della Grande Depressione come è invece Ben Bernanke. Ammetto però che mi sono cascate le braccia. Sicuramente ci sono state lacune regolamentari ma certamente il livello dei tassi non è stato da meno.

John Cassidy, autore di "*How markets fail*" e redattore del *New Yorker*, lo spiritoso e autorevole settimanale newyorkese, sul *FT* dell'8.1.'09 scrive un commento intitolato "*Ben Bernanke discende dai Borboni ?*". Conclude dicendo: "fintanto che il Sig. Bernanke non assicura la sua decisiva rottura con l'eredità del Sig. Greenspan la sua conferma (parlamentare) a guidare la Fed per altri 4 anni deve essere sospesa".

Io, molto più modestamente, mi limiterei, pur riconoscendogli un ottimo lavoro nell'evitare di sprofondare nell'abisso della Grande Depressione, ad eliminarlo da un piccolo elenco nel quale, in una mia precedente nota, l'avevo inserito insieme a Draghi e a Turner. Perché ? Da alcuni membri del Congresso era stato accusato di non aver visto l'arrivo della crisi accreditando così il timore che non sia in grado di vedere il momento giusto dell'"exit strategy", che forse è ancora più difficile da prevedere. Mi associo.

Finora ho scritto di banche che giocano un ruolo fondamentale nella crisi. Adesso parlerò dell'altro aspetto fondamentale: la disoccupazione e sottoccupazione. *L'FT* di ieri (9.01.09) riportava con grande evidenza in prima pagina che la disoccupazione

nell'Eurozona aveva raggiunto in novembre il 10 % pari a quella degli USA, mettendo in pericolo la ripresa. Per l'Eurozona è la prima volta che tocca due cifre, la prima volta da quando esiste da un decennio la moneta unica. Negli Stati Uniti, se non fosse che a dicembre ben 661.000 persone hanno smesso di cercare lavoro, il tasso disoccupazione sarebbe al 10.4 %.

Il problema è gravissimo. L'industria e i servizi non assumono. Chiaramente vuol dire che la domanda è debole anche perché la gente si è messa a risparmiare anziché spendere. La capacità produttiva è eccedente e quindi salvo rare eccezioni non si investe....e quindi non si assume.

L'amministrazione Obama ha deciso recentemente di dare grande peso a questo problema investendo, se ricordo bene, oltre \$ 250 miliardi addizionali, destinando una proporzione non indifferente alla formazione (cosa non altrettanto importante nell'Eurozona). Il problema ha ovviamente aspetti politici non indifferenti potendo causare la perdita di numerosi deputati democratici alle elezioni di "mid term" a novembre.

A questa situazione si aggiungono il crollo dei dividendi, la crisi immobiliare (soprattutto quella commerciale) e alcuni nuovi problemi politici (Yemen) e la probabile sconfitta elettorale di Brown in Inghilterra (Giugno) che - va ricordato - è stato, forse, il maggior protagonista nell'affrontare la crisi sia in sede UE sia nei 2 G8 e G20, ed è stato un grande sostenitore degli Stati Uniti).

Per tutte queste ragioni penso che sia da escludere una ripresa a V nel corso di quest'anno.

Due aspetti positivi. Il fatto che la Cina abbia aumentato i rendimenti delle sue obbligazioni è molto positivo; così come è il fatto che continui la sua crescita. La Cina nonostante ciò ieri è diventato il secondo paese esportatore del mondo superando la Germania. Ne parleremo.

Positivo anche che il Giappone voglia far scendere lo Yen. Aumenterà il commercio con la Cina.

Un aspetto che non saprei definire ma che merita essere approfondito. Grecia, Irlanda, Spagna, Lettonia, Islanda hanno problemi assai diversi dagli altri paesi della propria regione Positivo ? Negativo ? Neutro ? Onestamente non saprei, anche se per un pizzico penso negativo.

Accidenti, che difficile il mondo anche senza parlare di inflazione e deflazione !