

La Nota di Pierleone Ottolenghi

Occhio alle Borse!

5 ottobre 2009

Premetto che non sono un analista di borsa né tanto meno un micro Warren Buffett, ma semplicemente un osservatore.

La colonna Lex (*FT*, 1° ottobre 2009) al capitolo Mercati afferma che l'indice S & P 500, secondo la prestigiosa Smithers & Co. di Londra, è sopravvalutato del 35%. Aggiunge che tale livello non è neanche spiegabile col flusso di denaro investito in fondi azionari durante l'ultimo "rally", pari a \$ 2.5 miliardi contro \$ 245 miliardi in obbligazioni. Conclude dicendo che una cosa è certa: chiunque spinga l'investimento in azioni è certamente molto, molto coraggioso.

Il "troppo" citato Nouriel Rubini in una conferenza a Istanbul (*Bloomberg*, 5 ottobre 2009) ha dichiarato: "il mercato azionario e quello delle "commodities sono cresciuti troppo, troppo presto e troppo in fretta. L'indice S & P 500 è più di 19 volte gli utili riportati, vale a dire molto vicino al livello più alto del 2004. L'economia intanto cresce molto, molto adagio".

Il "rally" globale iniziato il 9 Marzo ha aumentato il valore globale delle azioni di circa \$ 20.1 trilioni mentre i governi iniettavano \$ 2 trilioni per stimolare l'economia. Roubini sostiene che questa situazione sta creando nuove bolle nell'azionario, nelle commodities, nel credito e nei mercati emergenti. "Vedo il rischio di una correzione dei mercati una volta che gli operatori si renderanno conto che la ripresa è molto lenta".

Nella prima pagina del *FT* del 5 ottobre 2009 inizia una intervista a Michael Geoghegan, amministratore delegato della HSBC una delle principali, e meglio gestite, banche del mondo. Il titolo è: "Il capo della HSBC ritarda i piani di sviluppo poiché teme una seconda ricaduta". Il sottotitolo dice che Nanni Beccalli, capo della General Electric International, che gestisce tutte le attività della General Electric al di fuori degli Stati Uniti ritiene che parlare adesso di "exit strategy" sia prematuro.

Mohamed El-Erian uno dei più autorevoli personaggi della finanza mondiale (amministratore delegato di Pimco di Newport Beach, California, il più grosso fondo obbligazionario al mondo con fondi gestiti pari a \$ 840 miliardi scrive un commento sul FT del 29.9.09 nel quale dice:

“...Queste considerazioni servono ad accentuare l’inconsistenza tra valutazioni di mercato e la realtà con cui si interfacciano le aziende e le economie. I mercati oggi sia azionari industriali sia obbligazionari dei singoli paesi contengono prezzi che prevedono una vigorosa crescita nel 2010. Inoltre ipotizzano che le aziende potranno aumentare gli utili in modo robusto attraverso l’aumento del fatturato nonché la riduzione dei costi uguale a quella effettuata negli ultimi sei mesi. Per questo dipendono da ciò che probabilmente sarà un illusorio scenario di alta crescita nel 2010.....”

Ho iniziato la mia nota con queste quattro citazioni perché è da un po’ di tempo che ritengo che la crisi iniziata nel 2007 non sia nata per mancanza di domanda di beni e servizi, ma per lo scoppio della bolla dei mutui subprime che ha avuto delle conseguenze nefaste per l’economia globale.. In altri termini questa è una “balance sheet recession” come è stata definita da Richard Koo del Nomura Research Institute di Tokyo riferendosi alla crisi giapponese degli anni ’90.

Questo tipo di crisi a differenza di quelle da conto economico, ossia crollo della domanda, sono più dannose e lunghe perché provocano l’impoverimento delle famiglie, delle aziende e dello stato.

MarketWatch del 5 ottobre 2009 si chiede provocatoriamente “dove è il fatturato?”. Secondo un recente rapporto della Goldman Sachs dall’inizio del 2008 alla primavera di quest’anno la crisi attuale ha cancellato \$ 30 trilioni di valore delle azioni a livello globale e \$ 1 trilione di valore delle case. Queste perdite ammontano al 75% del Pil mondiale.

Per leggere un’analisi più esaustiva del “balance sheet recession” vale la pena leggere il numero dell’Economist ora in edicola: “The long climb. A special report on the world economy”.

Il motivo fondamentale perché la “balance sheet recession” ha una ripresa molto lenta e pertanto lunga è dovuta al violento abbattimento dell’attivo, mentre il passivo, ossia i debiti rimangono inalterati. In altre parole lo “tsunami” delle banche e altre istituzioni finanziarie provoca un vero e proprio disastro. Le crisi cicliche di certi settori industriali come l’acciaio, l’automobile, la cantieristica navale creano sì dei problemi e dei disagi ma giammai della portata della crisi attuale.

Come ho scritto nella mia precedente nota secondo Bruce Kasman capo economista di J.P. Morgan Chase, la difficile ripresa di questa crisi, sempre che non ci sia un “double dip”, potrà esaurirsi non prima della metà del prossimo decennio. Il *World Economic Outlook* del FMI che ha studiato l’effetto delle crisi bancarie è giunto alla conclusione che dopo sette anni di tali crisi il livello di produzione è inferiore del 10 % rispetto a dove sarebbe se la crisi non ci fosse stata.

Mancano solo 12 settimane al 2010 e le cose da sistemare sono ancora tante. E’ vero, come ho scritto nella mia precedente nota, che molte cose sono migliorate e ne avevo fatto un elenco. Dicevo altresì che molte altre dovevano migliorare e che per alcune il tempo necessario era molto lungo.

In primo luogo la disoccupazione in crescita ovunque. Negli USA è arrivata al 9.8% a settembre e si prevede che sarà leggermente sopra il 10% nei primi mesi del 2010.

Secondo *l’Economist*, ora in edicola, in Europa arriverà al 10% a fine anno. Ma anche in India, in Cina, in Messico e in tanti altri paesi è in aumento. Come ho più volte scritto nelle mie precedenti note per forza di cose questo comporta la diminuzione dei consumi e dei prezzi nonché degli investimenti. C’è da augurarsi che non inneschi un processo deflativo come sostiene il Nobel Joseph Stiglitz ed altri autorevoli economisti e come in realtà in certi paesi è già in essere.

Le banche non sono ancora a posto negli USA, in Germania, in Spagna ecc. Il credito è scarso un po’ ovunque per le PMI e le famiglie. I banchieri sostengono, forse con ragione, che il “cavallo non beve” ossia che la domanda di credito è bassa. Parecchie banche negli Usa sono ancora eccessivamente “levereggiate”. Altre tre banche sono fallite la settimana scorsa portando a 98 quelle saltate nel 2009 fino ad ora. La Signora Bair, Presidente della FDIC , ha annunciato che la sua organizzazione non ha più fondi e che pertanto si rivolgerà alle banche sane per raccogliere fondi, anche perché prevede che nel 2010 il numero di banche che falliranno sarà maggiore. La soluzione degli attivi tossici è appena agli inizi come anche i problemi della regolamentazione. La maggior parte delle aziende industriali operano con un eccesso di capacità non utilizzata e pertanto sono restie a comprare impianti e macchinari.

Vi sono tanti altri problemi ma mi fermo qui perché vorrei affrontare un problema che mi sta molto a cuore da tanto tempo. Le banche centrali si occupano della stabilità dei prezzi dei beni e servizi ma non si occupano esplicitamente dell’inflazione o deflazione derivanti dai valori degli attivi (bolle). Alan Greenspan, quando era Presidente della Fed parlò di “esuberanza irrazionale” prima che scoppiasse la bolla dei “dot com”, però non fece niente. Che fosse per la sua



venerazione del mercato? Quando lasciò la Fed più volte disse che le banche centrali non potevano fare niente. Io non so cosa possano fare, ma, data la devastazione che lo scoppio delle bolle provocano, mi sembra che valga la pena studiare il problema.