

**Giugno 2009**

Vorrei dare insieme a voi uno sguardo al tema dei salari e dei redditi in generale dei cosiddetti "household" ovvero i proprietari di case. Il tema importante per le nostre future scelte di investimento, in un mondo dove le imprese hanno tagliato posti di lavoro con il machete per mantenere i profitti nominali ed i margini, è valutare la distruzione della fonte della futura domanda aggregata, considerando il continuo deleveraging che le famiglie dovranno perseguire nei prossimi mesi (anni?).

Inoltre, stiamo entrando in un circolo vizioso in termini di pressione sul mercato del lavoro che alimenta la pressione sugli stipendi, che alimenta la pressione sui consumi, che restringe i profitti delle imprese, portando ad ulteriore pressione sul mercato del lavoro? Proviamo a dare un'occhiata insieme...

La prima cosa che dobbiamo osservare è che il deleveraging non è solo attuato dagli hedge funds, ma è la strategia globale condivisa di tutti i soggetti. La controparte sono gli Stati, che stanno aumentando la loro leva e la loro esposizione per mantenere i prezzi e la stabilità economica. Per andare al punto: un'economia molto dipendente dai consumi, mancando la progressiva esposizione delle famiglie -che stanno provvedendo a risparmiare e coprire i debiti (delevereggiando, appunto)- analizzare la crescita dei redditi e dei salari diventa essenziale per valutare la capacità di spesa per consumi e di conseguenza la reale possibilità di una ripresa. Le riprese economiche negli ultimi 50 anni hanno condiviso 3 caratteristiche: la domanda di case (che comporta nuove costruzioni e aumenti dei prezzi), la domanda di auto (che comporta acquisti e aumenti della produzione) e bilanci familiari in miglioramento (che comporta rinnovato ottimismo). Per ora questi tre tratti caratteristici delle riprese del passato mancano dallo scenario economico globale. Ma prima di procedere in questo ragionamento vorrei precisare che NON STO incitando al pessimismo (che peraltro è un atteggiamento sconosciuto sul mio pianeta). Come ho scritto nell'ultimo mensile ed in diversi post, rispetto molto l'intervento della Fed e delle banche centrali nel tentativo di salvare l'economia globale. Nei soli USA la magnitudine dell'intervento tra ciò che è stato stampato, iniettato, prestato e garantito si assomma un totale di 13 trilioni di \$. Non confonderti, non esistono precedenti nella storia di un intervento simile -in termini di percentuali del PIL federale- utilizzato per il settore finanziario, il mercato dei crediti, l'economia e i mercati finanziari. Questo intervento avrà un impatto positivo sia sull'economia sia sui mercati finanziari e sia in termini percepiti che in termini reali. Senza dubbio. Quello che vorrei fare con voi e per voi è guardare avanti e cercare di sviluppare uno scenario, per comprenderne le implicazioni ed essere pronti ad agire, senza subire passivamente gli eventi. Che piega prenderebbero l'economia ed i mercati nel caso il piano di stimolo non dovesse -come credo succederà- riuscire a riattivare i consumi? I mercati stanno rispondendo molto bene allo stimolo, ma cosa sta succedendo ai consumatori? Credo sia opportuno analizzare le cose con un pochino più di serietà e di approfondimento rispetto ai "meno peggio" e "primi germogli di ripresa" su cui il mercato sta basando i recenti apprezzamenti. Credo che molti dati macroeconomici proseguiranno sul percorso del "meno negativo" man mano che lo stimolo monetario e fiscale esprimerà la sua forza, durante l'estate e l'autunno di quest'anno. Ma, come è sempre vero quando si fanno scelte di investimento, dobbiamo stare attenti a cosa può colpirci, danneggiarci. Cosa può far cambiare traiettoria al consenso? Inoltre i mercati ad un certo punto vorranno vedere non solo il "meno negativo" ma anche il "buono", ed è proprio in quel momento di transizione che dovremo tenere la mente e gli occhi molto ben aperti.

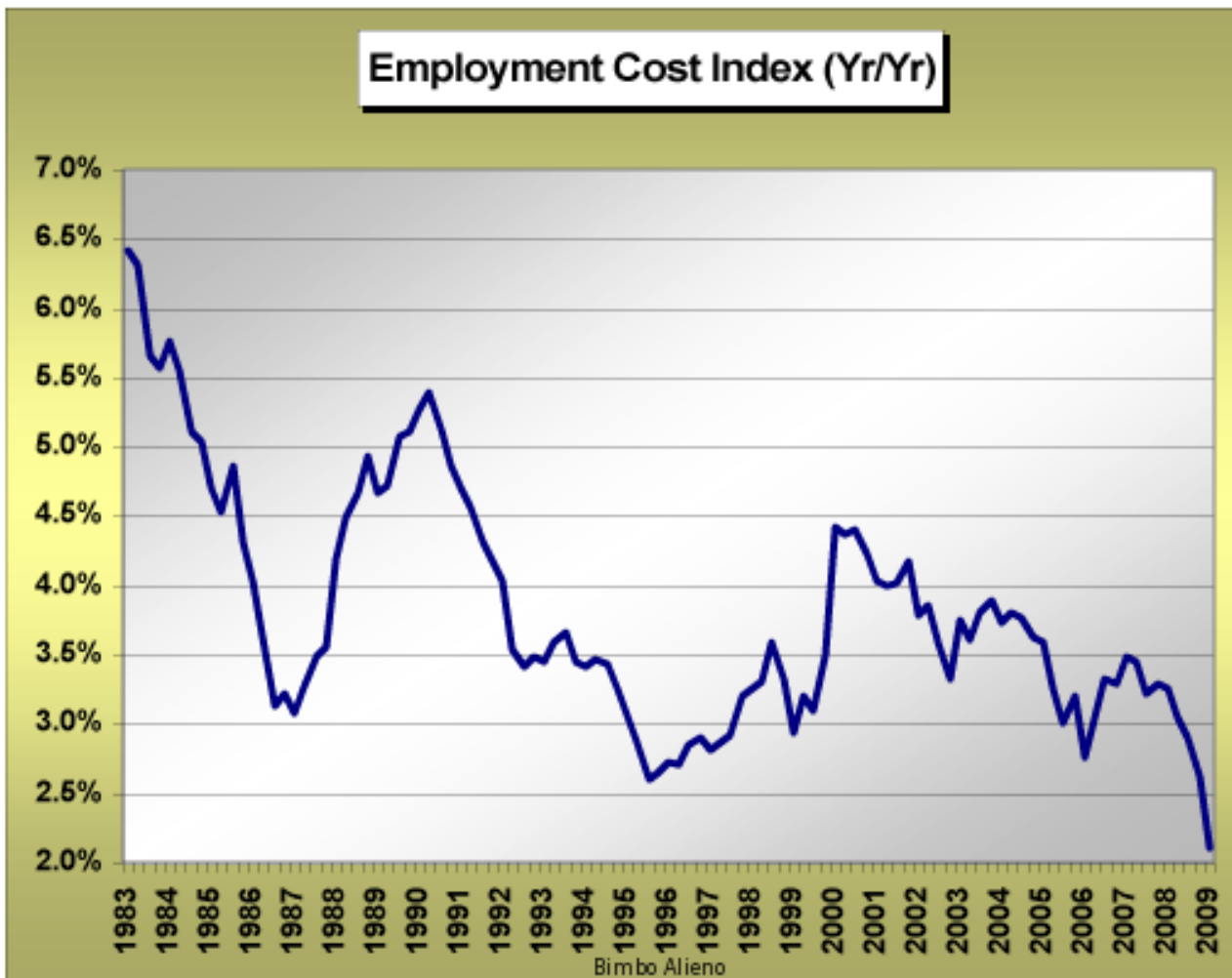
Sebbene sappiamo benissimo che le condizioni del mercato del lavoro e i trend dei salari e dei redditi sono stati efficaci conferme di un'inversione nei cicli economici del passato è la natura del ciclo del credito che rappresenta la mia preoccupazione riguardo al "questa volta è diverso". Mentre il mondo sembra ossessionato dal misurare la disponibilità del credito, credo sia più giusto considerare la domanda aggregata di credito come la chiave, il punto focale del discorso, in una fase come questa in cui le famiglie stanno attraversando la loro fase di deleveraging. Se ho ragione nel pensare che la fase di deleveraging delle famiglie sia solo all'inizio, o comunque ben lontana dal finire, allora il tema dei salari e del reddito assume realmente il ruolo di protagonista determinante per i futuri consumi privati. I "germogli della ripresa" contemplan questo problema? Possono queste dinamiche essere il potenziale catalizzatore di prossime venticelle pressioni sui mercati finanziari e sull'economia reale? La questione degli stipendi e dei redditi è essenziale nell'analisi della domanda futura. In uno scenario di contrazione e deflazione, il mercato del lavoro ed il trend dei salari non svolgono più il ruolo di strumenti di conferma ma di indicatori anticipatori del trend. Più gente perde il lavoro, minore sarà il potenziale dei consumatori, soprattutto se questi sono nella necessità di pagare i loro debiti esistenti.

Minori consumi futuri comportano minori profitti per le imprese, e questo porta a nuove pressioni sui costi del

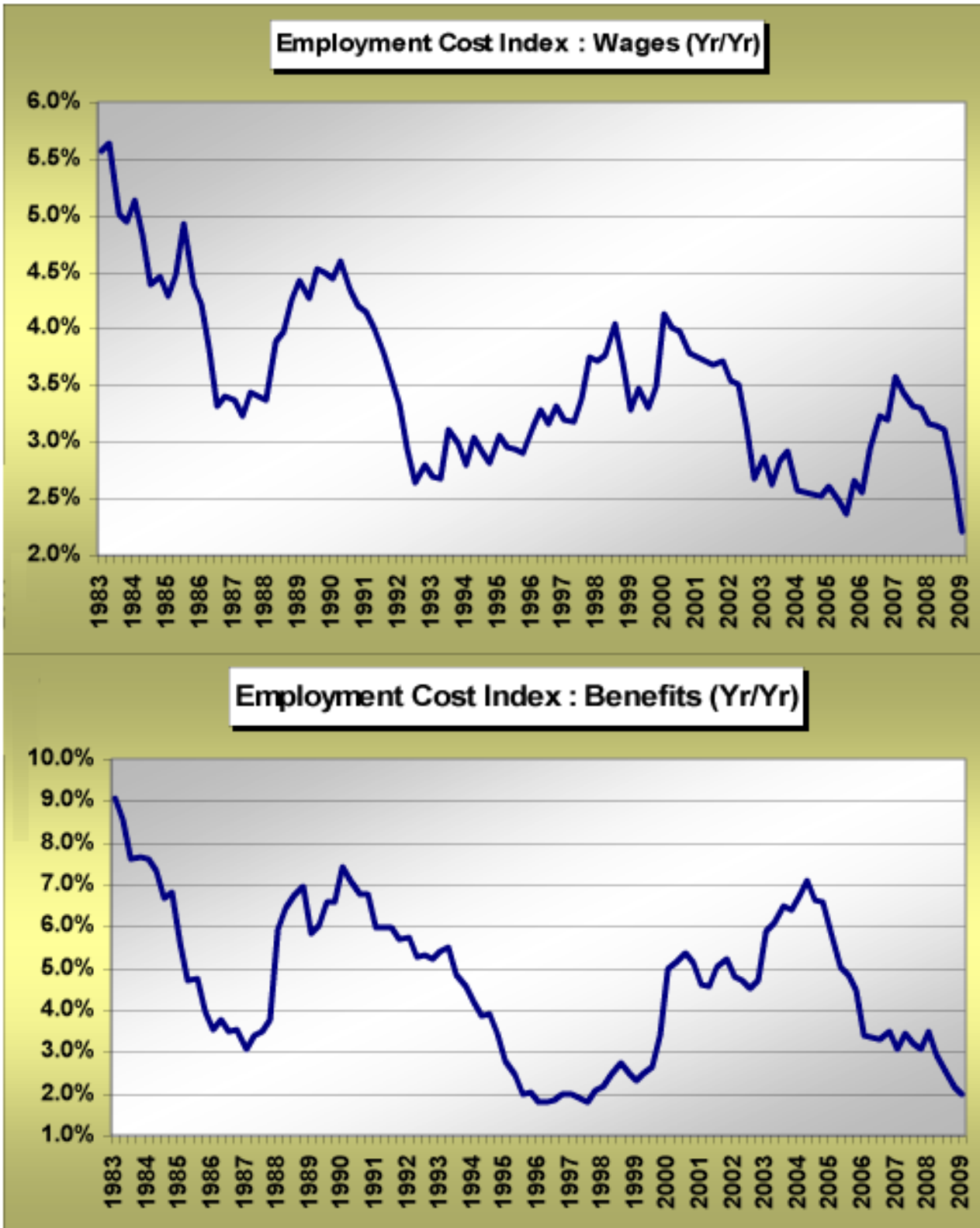
lavoro. Ora guarderemo insieme qualche dato, ma la difficoltà -ve lo anticipo- è che ci troviamo in una situazione inedita nella storia delle economie occidentali, tanto che gli accadimenti degli ultimi 30/40 anni potrebbero portarci a fraintendere l'attuale ciclo.

Dovrete sforzarvi di diventare un po' alieni pure voi e (so che può sembrare una follia) essere pronti a mettere in discussione le convinzioni economiche che la storia degli ultimi decenni ha consolidato. Continuate a leggere solo quando sarete pronti.

L'indice americano del costo del lavoro, ECI (Employment Cost Index) è formato da due componenti: salari e benefit. Come si può vedere nel grafico, l'attuale (del primo trimestre) variazione dell'ECI anno su anno è il valore più basso nella storia da che viene misurato. Naturalmente non vi aspettavate di vedere fuochi d'artificio, nel pieno di una grave recessione, ma l'assenza di accelerazione del debito in abbinamento ad un simile dato taglia le gambe ad una possibile futura riaccelerazione della domanda aggregata, e quindi dei consumi.

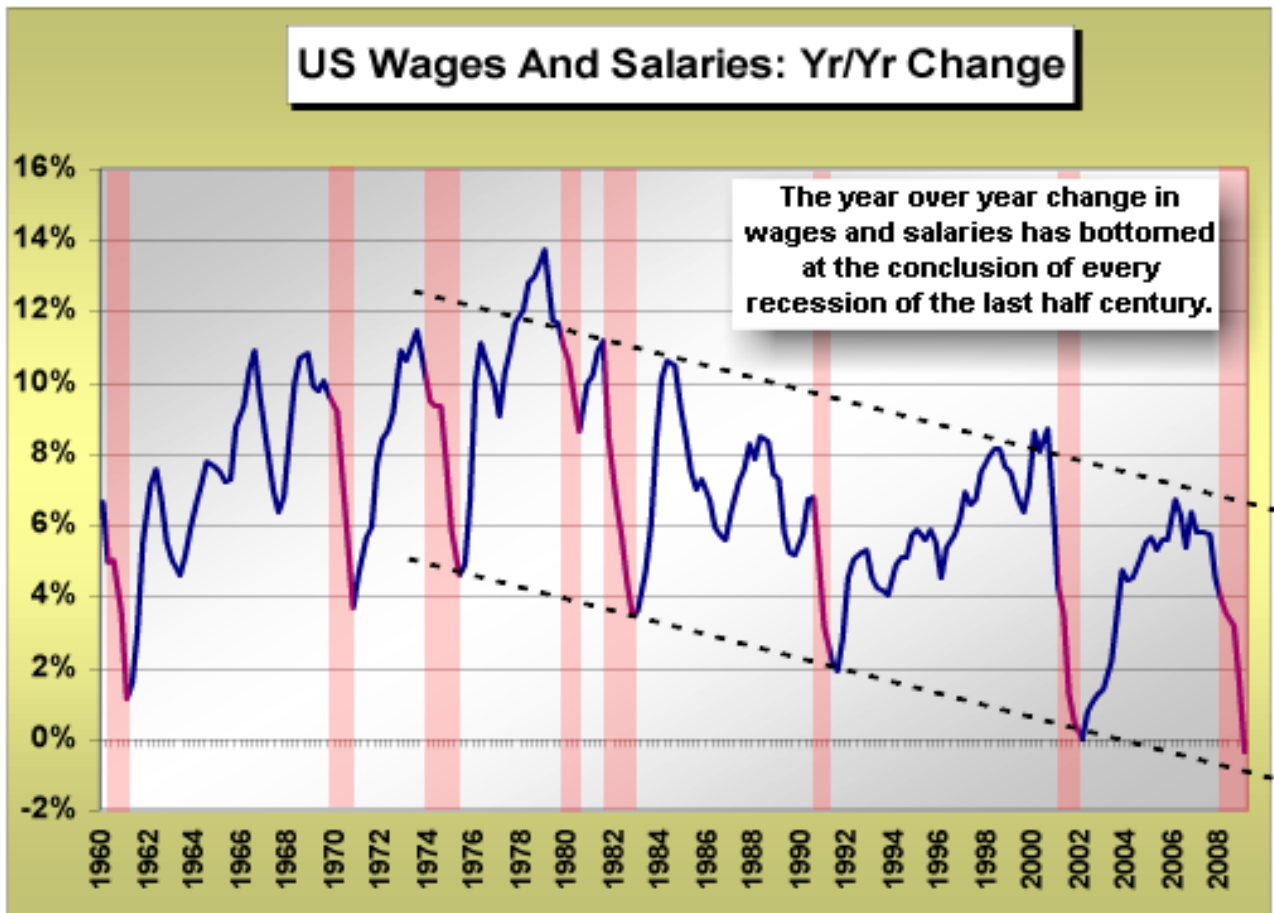


Velocemente, la storia dei due componenti dell'ECI è osservabile nel prossimo grafico: la dinamica dei salari è ai minimi storici, mentre quella dei benefit li sta raggiungendo. Cosa significa? Questo dato ci dice che il lavoro è sotto una fortissima pressione, in particolare la discesa dei benefit (si tratta prevalentemente di coperture sanitarie) comporta che -delle due l'una- o i lavoratori dovranno far fronte con le loro forze ai benefit che l'azienda non paga più, oppure dovranno compartecipare sempre più al pagamento per mantenere le stesse coperture.



Un altro grafico a supporto: lo storico della variazione dei salari anno su anno. Con le zone rosse vengono evidenziate le recessioni dal 1960, per mostrare come questo indice arriva generalmente a picchi negativi in

prossimità della fine del periodo recessivo. Sarà ancora così? Stiamo vivendo una situazione inedita sul mercato del lavoro, vedremo.

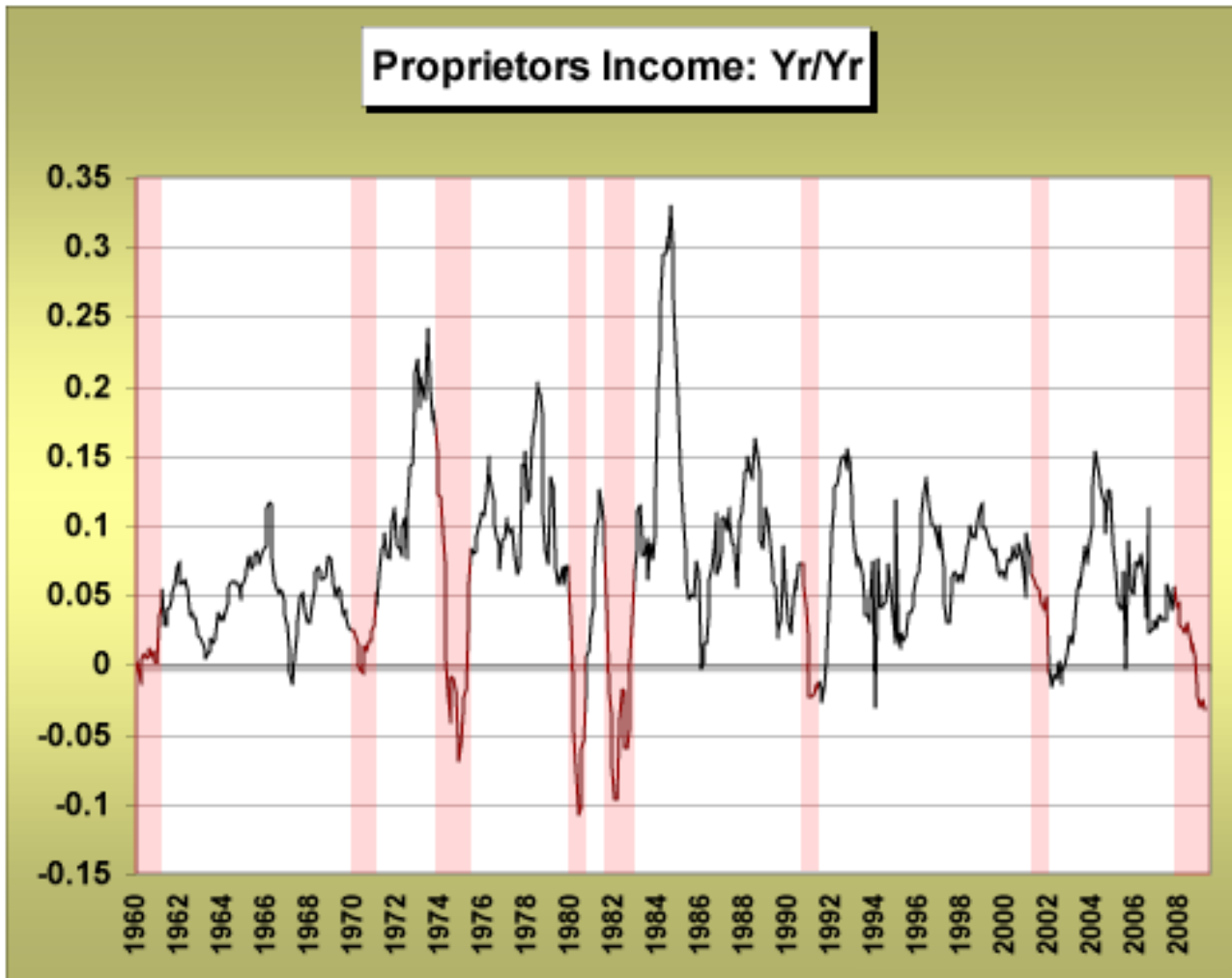


SE anche tu pensi, come me, che il consumatore, che le famiglie stiano attraversando una fase di rientro dai debiti e più alta propensione al risparmio (ovvero stiano delevereggiando) è chiaro che per vedere crescita dei consumi dobbiamo affidarci alla crescita dei redditi. Le imprese per mantenere i margini hanno (e stanno) tagliato fortemente i posti di lavoro, limitando la capacità di acquistare quei beni che loro producono. E ho la netta sensazione che se arriverà una nuova gamba di ribasso sui mercati finanziari, sarà proprio dovuta alla delusione sul ritmo di ripartenza dei consumi. Ribadisco, sto solo cercando di anticipare gli eventi sfruttando gli elementi che allo stato attuale sono alle nostre mani.

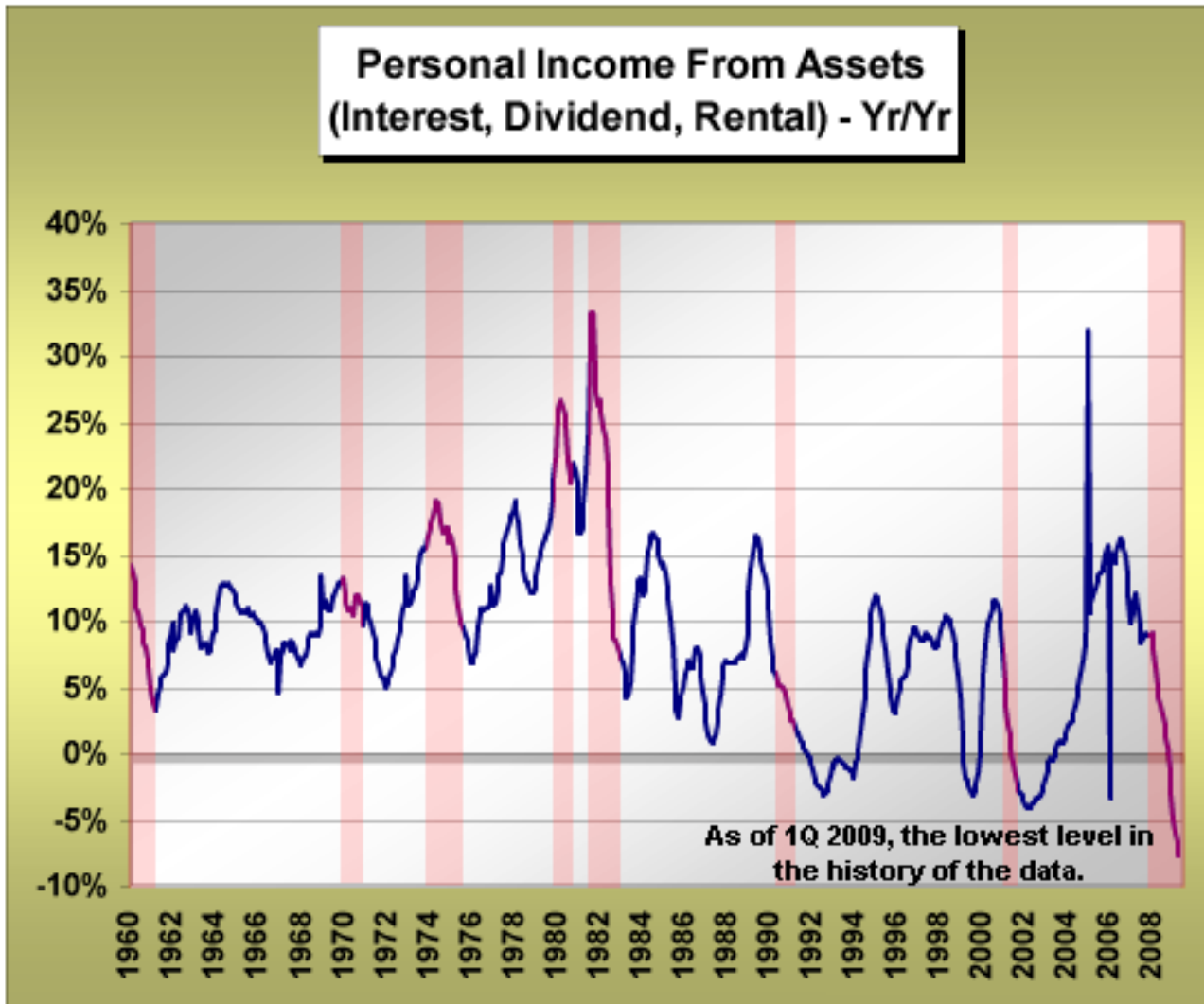
Perciò, oltre ai salari, vorrei guardare con voi gli altri elementi che contribuiscono a creare la capacità di spesa individuale. Abbiamo visto il mese scorso quanto la Fed e il Governo americano siano impegnati a tappare falle nel sistema del credito, pertanto il loro supporto alla capacità individuale di spesa non lo si può pretendere più di tanto. Vediamo quindi gli altri elementi.

Dal grafico precedente vediamo che il tasso di crescita anno su anno degli stipendi è sceso fino a diventare negativo, quindi non è qui che possiamo trovare contributi alla capacità individuale di spesa. Non per ora, almeno.

Un altro componente sono le rendite, immobiliari o da capitale. Ma la comunità dei piccoli imprenditori sta affrontando una contrazione che non ha precedenti prima delle recessioni degli anni '80, quindi anche qui nessun contributo positivo alla capacità individuale di spesa.

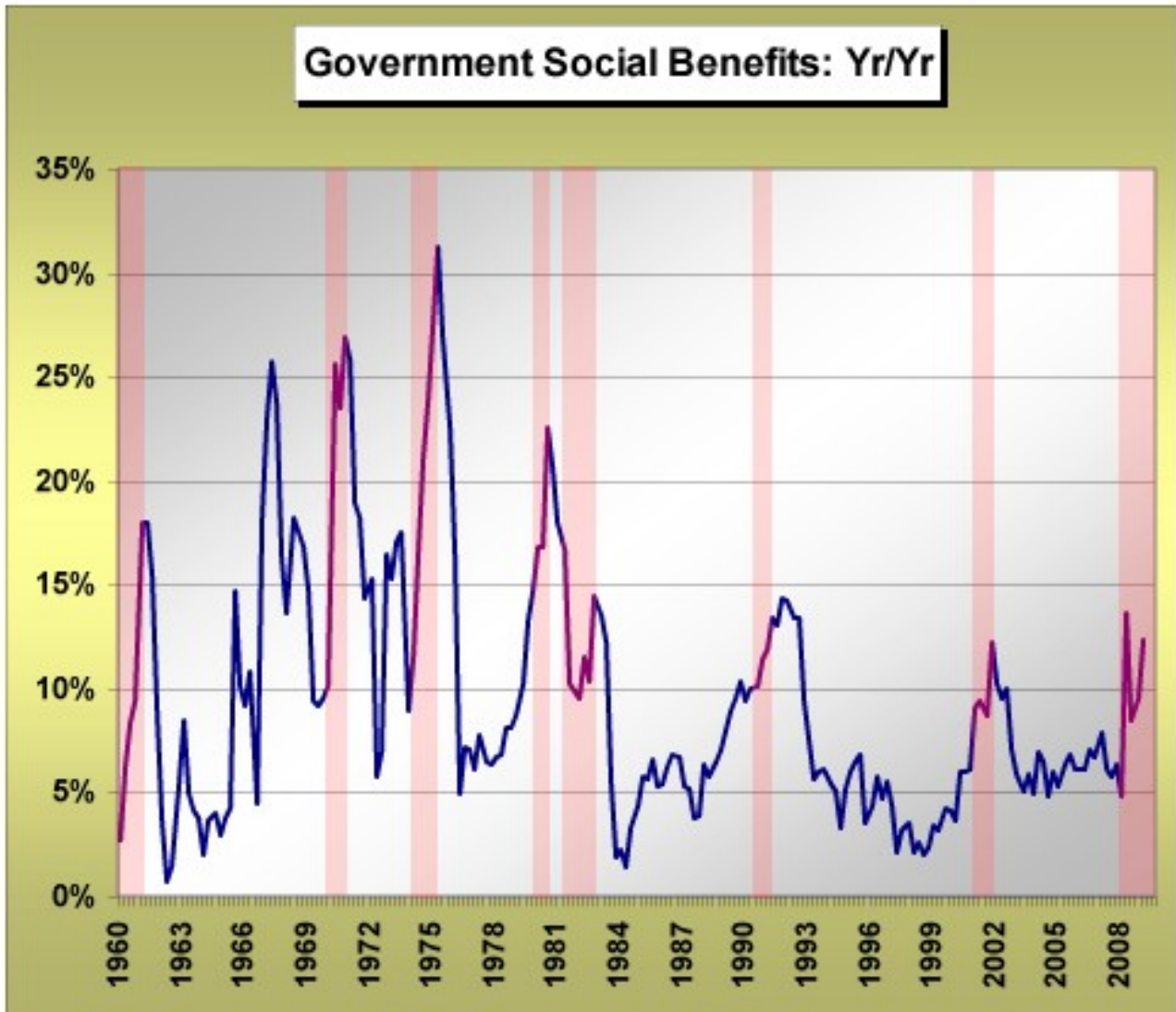


Tralasciando la non trascurabile questione dei maggiori contributi verso i fondi pensione che ogni lavoratore deve versare per rialimentare fondi devastati dagli storni dei mercati e i vari Chapter 11 che hanno colpito il mercato negli ultimi due anni, passiamo al grafico sul PI (personal income) che è su valori record (in negativo) si tratta di un indicatore dei flussi derivanti da interessi, dividendi e affitti. Anche qui assistiamo ad una contrazione mai sperimentata prima.



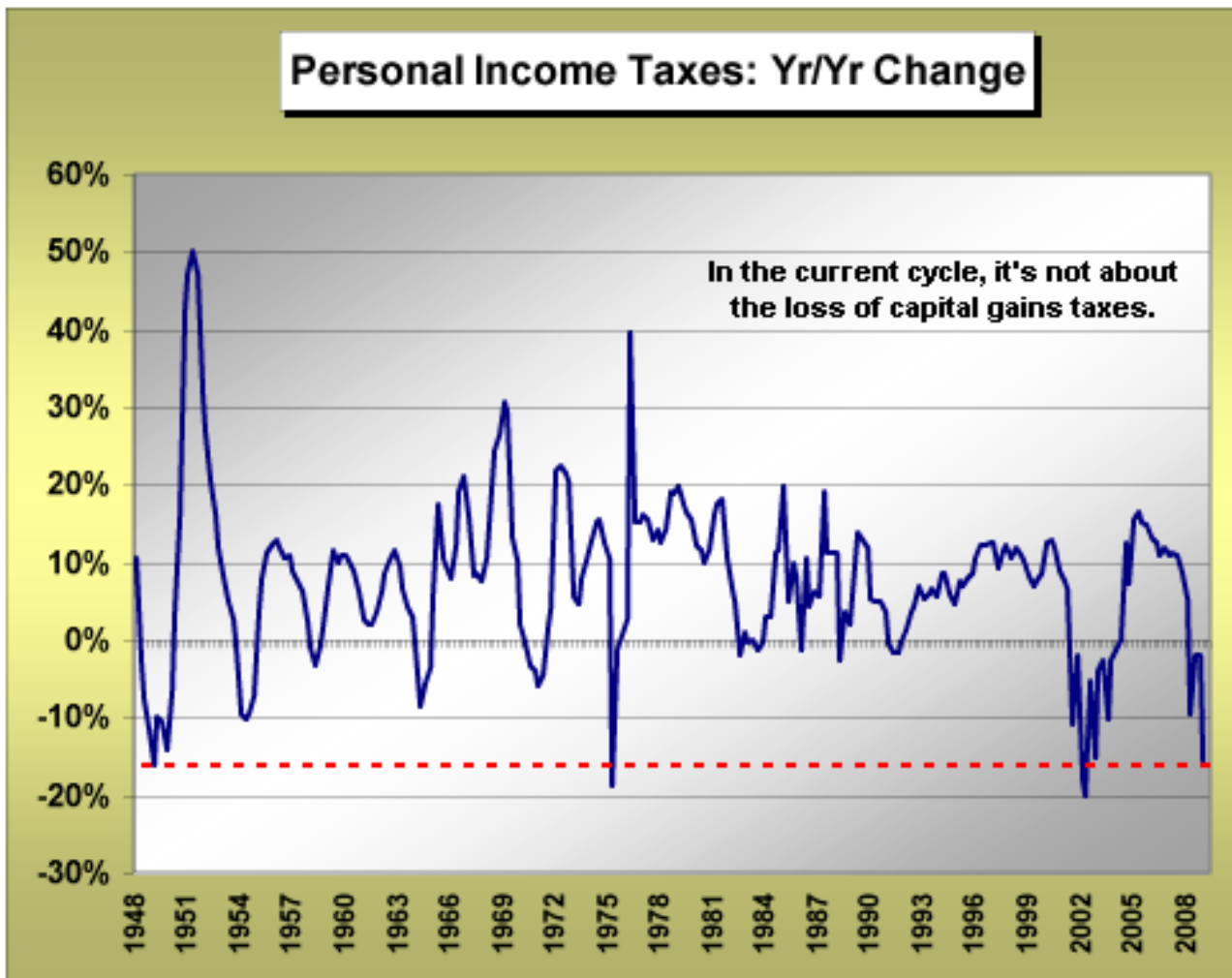
Quindi, riassumendo, al momento attuale abbiamo la variazione anno su anno di stipendi, rendite e flussi da asset (il PI) tutti su valori negativi. TUTTI. Per ora, ma ancora dobbiamo vedere qualche elemento. Ad esempio gli assegni di contributo sociale e le tasse. Maggiori contributi statali e minori tasse aumentano senza dubbio la capacità individuale di spesa.

E pensa un po': chi c'è dietro quegli assegni e quelle aliquote fiscali? Il Governo americano, ovvio. Diamo un'occhiata alla variazione annua dei social benefit payments. Siamo su valori così alti che non si vedevano dai primi anni '90, escludendo la sforbiciata fiscale di Bush Jr. del 2002.



Non c'è niente di male. Durante le recessioni un aumento degli interventi sociali deve arrivare. E' sempre stato così. Vorrei solo che anche voi possiate valutare con attenzione a cosa dobbiamo l'aumento della capacità individuale di spesa e quindi possiate esprimere giudizi sul vero driver dell'economia reale, delle borse e degli utili delle imprese.

Quanto alle tasse possiamo vedere che sono in forte contrazione. Attenzione che qui non si parla dei minori flussi di imposte pagate dalle imprese (che avendo avuto un forte calo degli utili pagano meno), qui c'è il "personal only income taxes" che è vicino a minimi storici. L'occasione più recente nel passato di variazioni simili risale alla bolla delle dot.com del 2000, in quel caso ci fu un collasso delle imposte legate al capital gain, questa volta invece sappiamo che il coefficiente di tassazione individuale scende perché questo ciclo è fatto di gente che perde il lavoro, che vede contrarsi gli interessi e i dividendi, e deve accettare di ricevere affitti sugli immobili via via decrescenti, perché a causa dei pignoramenti il mercato immobiliare è ricolmo di offerta. E' perdita di reddito che si trasforma in minori flussi fiscali.



A questo punto vi sarete fatti un quadro chiaro, ne sono certo. Il mese scorso abbiamo visto come il Governo, la Fed e il Tesoro stiano sostenendo tutto il mercato del credito (incluso il LIBOR) che viceversa non avrebbe mostrato certamente simili segnali di risanamento. La domanda sul quando le istituzioni toglieranno le dita dai buchi della diga rimane, e per ora non ho ancora risposte da darvi. Allo stesso modo, per quello che abbiamo visto qui, il Governo è anche la principale infrastruttura su cui poggia la capacità individuale di spesa, al momento. Niente di male, ripeto, è sempre successo nelle recessioni precedenti. Ma poiché mai si è visto arrivare a valori negativi il tasso di crescita dei salari, delle rendite e dei flussi da asset, questa situazione attribuisce al ruolo di sostegno interpretato dal Governo americano, un maggior peso nel reggere i redditi dei consumatori privati.

Alla luce di tutto questo, guardando la relazione tra mercato del lavoro, fiducia dei consumatori, trend delle vendite al dettaglio e ciò che i mercati azionari stanno scontando nei termini di un nascente recupero economico, dobbiamo chiederci -ancora una volta- semplicemente: chi alimenta, sostiene, finanzia le spese dei consumatori che non stanno relevareggiando? Come possiamo vedere maggior risparmio e maggiori consumi se il reddito pro-capite scende anno su anno?

Quello che io credo è che i mercati finanziari stanno scontando una nascente ripresa economica guidata da domanda privata e corporate, come è stato tipico negli ultimi 50 anni. Ma guardando a fondo nel mercato del credito (il mese scorso) e nei redditi personali (questo mese), scopriamo che le condizioni attuali sono molto diverse da ogni recessione precedente con le istituzioni che, come Atlante, reggono sulle loro spalle tutto il peso del mondo della "domanda". Che genere di 'multipli' dovremmo applicare su dei mercati soggetti a queste così peculiari circostanze? Credo che questa sarà la domanda che i mercati finanziari dovranno affrontare nella seconda metà di quest'anno e/o all'inizio del prossimo. Per ora le tracce tipiche di ogni





singola ripresa del passato sono oggi assenti (domanda di case, domanda di auto e accelerazione del credito al consumo). Chi sostiene un minimo questi tre elementi sono le istituzioni. Per quanto tempo la situazione può rimanere questa e quanto gli investitori pagheranno un mercato che si basa su questi presupposti?

I trend di borsa si strutturano sempre con la catena: prezzi, ottimismo, utili. I primi due sono ampiamente arrivati. Senza un riavvio del leverage del bilancio familiare dei consumatori sarà davvero difficile vedere riprendersi gli utili delle aziende, che ad ora dipendono come non mai dalla capacità di spesa dei privati, visto che prima della crisi oltre il 60% del PIL americano dipendeva dai consumi. Le aziende al momento stanno stressando i redditi (e la capacità di spesa) per mantenere i margini ed i profitti nominali. E' forse venuto il momento di arrestare l'impennata di disoccupazione?