

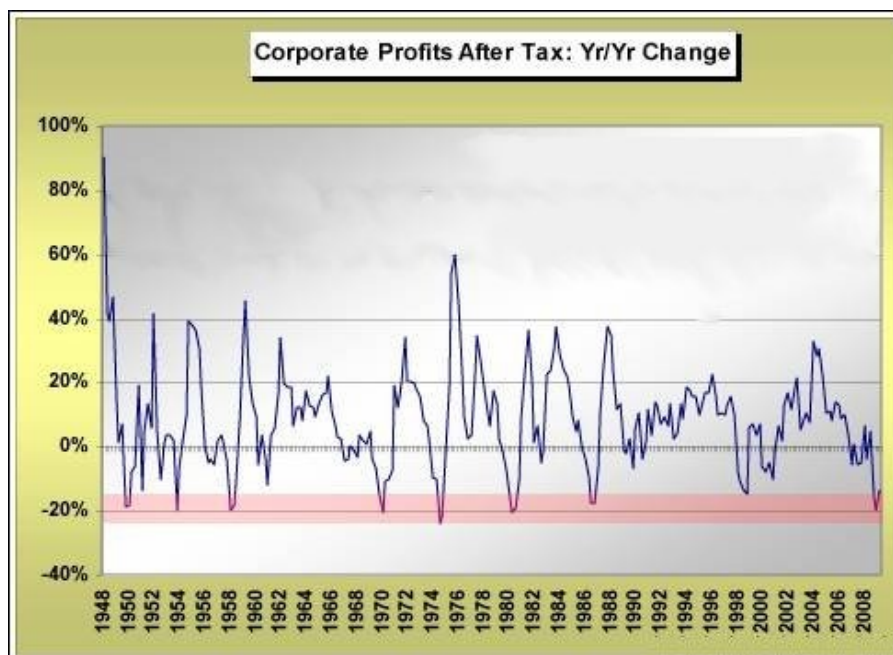
Ottobre 2009

Guidare guardando avanti, non con lo specchietto retrovisore

Rieccoci, un'altra volta, al rituale dei bilanci trimestrali. Vorrei guardare con il consueto distacco i numeri, inquadrandoli in un'ottica di lungo termine, e focalizzandomi sul tema di come le imprese agiscono per massimizzare i profitti nel ciclo attuale. Questa volta è diversa dalle altre? Quali sono le conseguenze dell'azione di massimizzazione di breve termine dei profitti, e cosa ci suggerisce che siamo in una "normale" situazione economica?

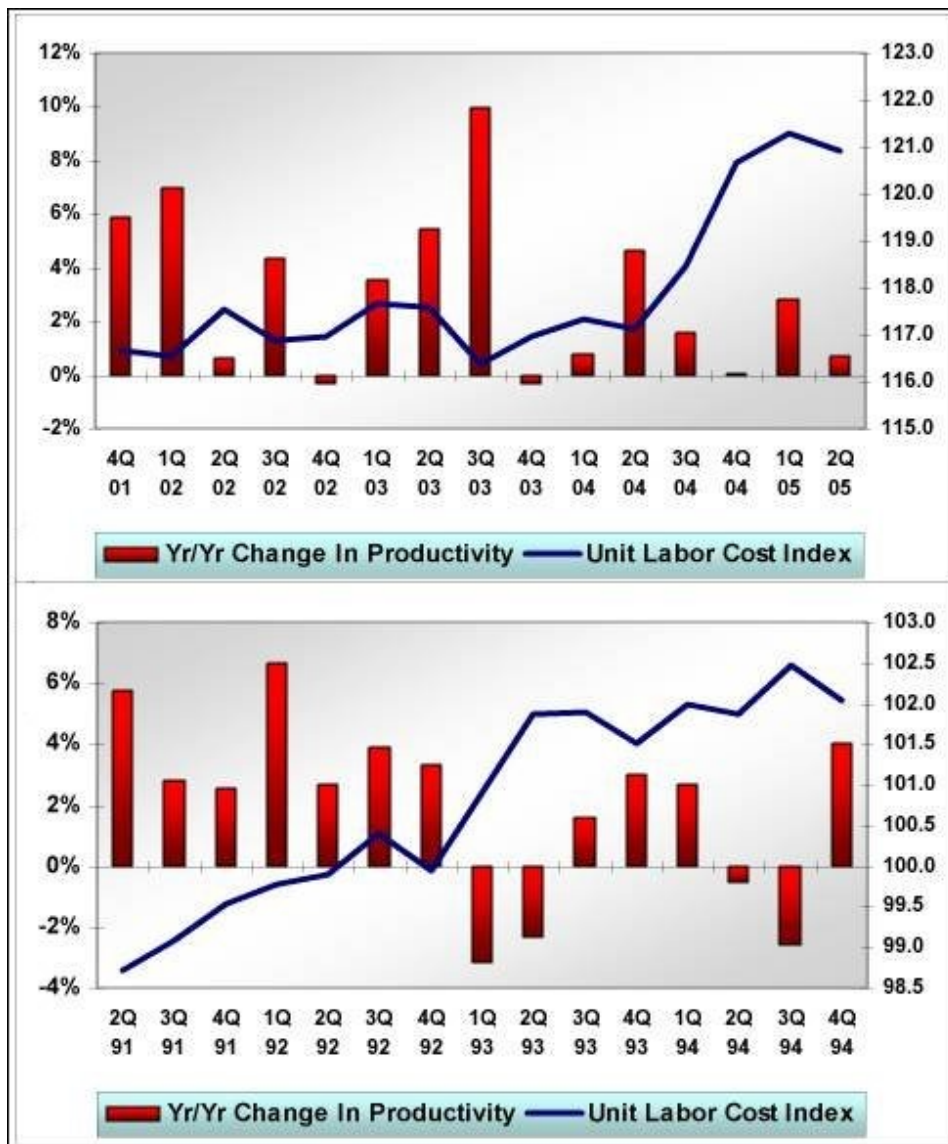
Sappiamo che le percezioni degli investitori sui profitti sono un importante elemento nel determinare il valore degli asset. Nei primi due trimestri di quest'anno non abbiamo avuto niente altro che il "meno brutto delle attese" a guidare gli investitori. Ora è chiaro che i mercati e gli investitori hanno bisogno di passare dall'idea del "meno brutto" alla valutazione del progresso reale, trimestre dopo trimestre. Le società che forniranno crescita dei volumi o dei profitti, meglio ancora entrambi, saranno il punto focale di attrazione.

Velocemente, la contrazione del settore del debito privato nella situazione attuale riveste un ruolo fondamentale (almeno per me). Non per niente vi ho parlato precedentemente della mia convinzione che i consumatori occidentali siano nel mezzo di un cambiamento epocale nelle attitudini di consumo. La loro esigenza è di riconciliare il bilancio familiare. La politica monetaria delle banche centrali è impotente nel far riaccelerare il ciclo del credito, facendo più male che bene in termini di conseguenze. Ragionando sul tema delle società che stanno massimizzando gli andamenti di breve termine -come sono state incentivate a fare per decenni- diamo un'occhiata insieme a una fotografia più ampia, per confrontare il ciclo attuale con i precedenti. Cominciamo da un riassunto grafico degli utili dopo le imposte delle società americane anno su anno. Ovviamente il crollo dei profitti del settore finanziario ha gravato pesantemente su questo risultato.

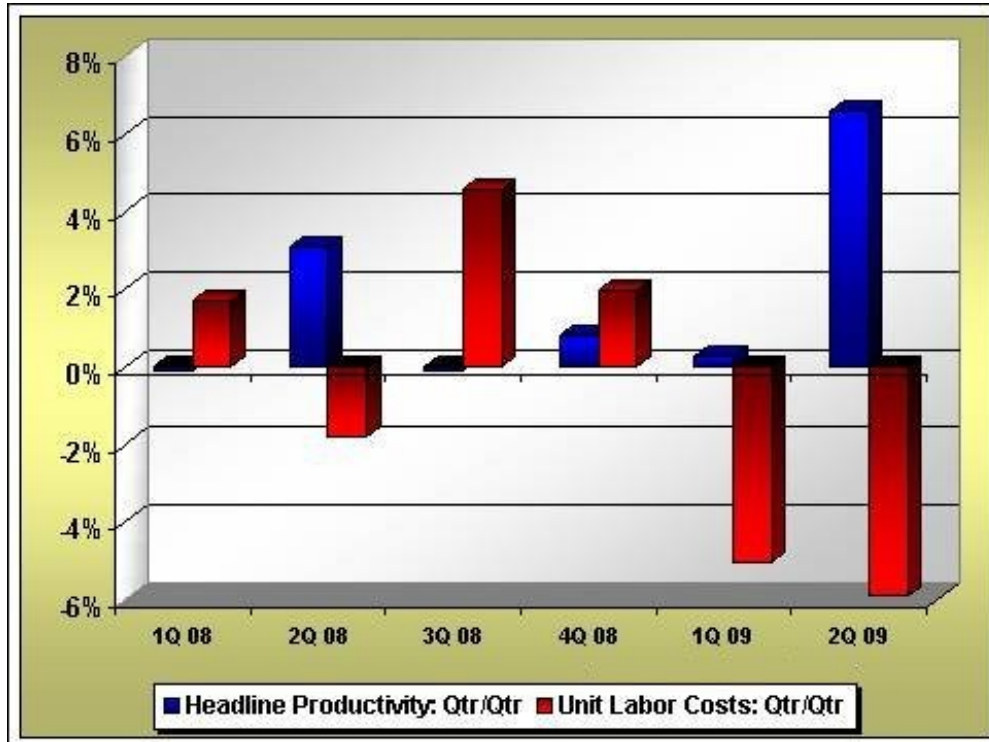


E cosa vediamo? A dispetto di chi diceva che ci si stava avvitando in depressione a grande velocità, possiamo dire che la contrazione dei profitti è stata per ora semplicemente in linea con le recessioni passate degli ultimi 60 anni. Una crisi fuori dall'ordinario? Non sembrerebbe proprio, a giudicare da questi dati. Questo perché le imprese hanno saputo attuare una politica di contrazione dei costi molto decisa: da Agosto 2008 a oggi, gli USA hanno perso 5,8 milioni di posti di lavoro. Gli utili non mostrano andamenti da 'depressione' ma le aziende hanno licenziato come se la depressione in arrivo fosse una certezza. Tra l'altro, da quello che si sente, non pare diffusa la voglia di riprendere ad assumere (che sarebbe normale dopo una fase di tagli 'eccessivi')

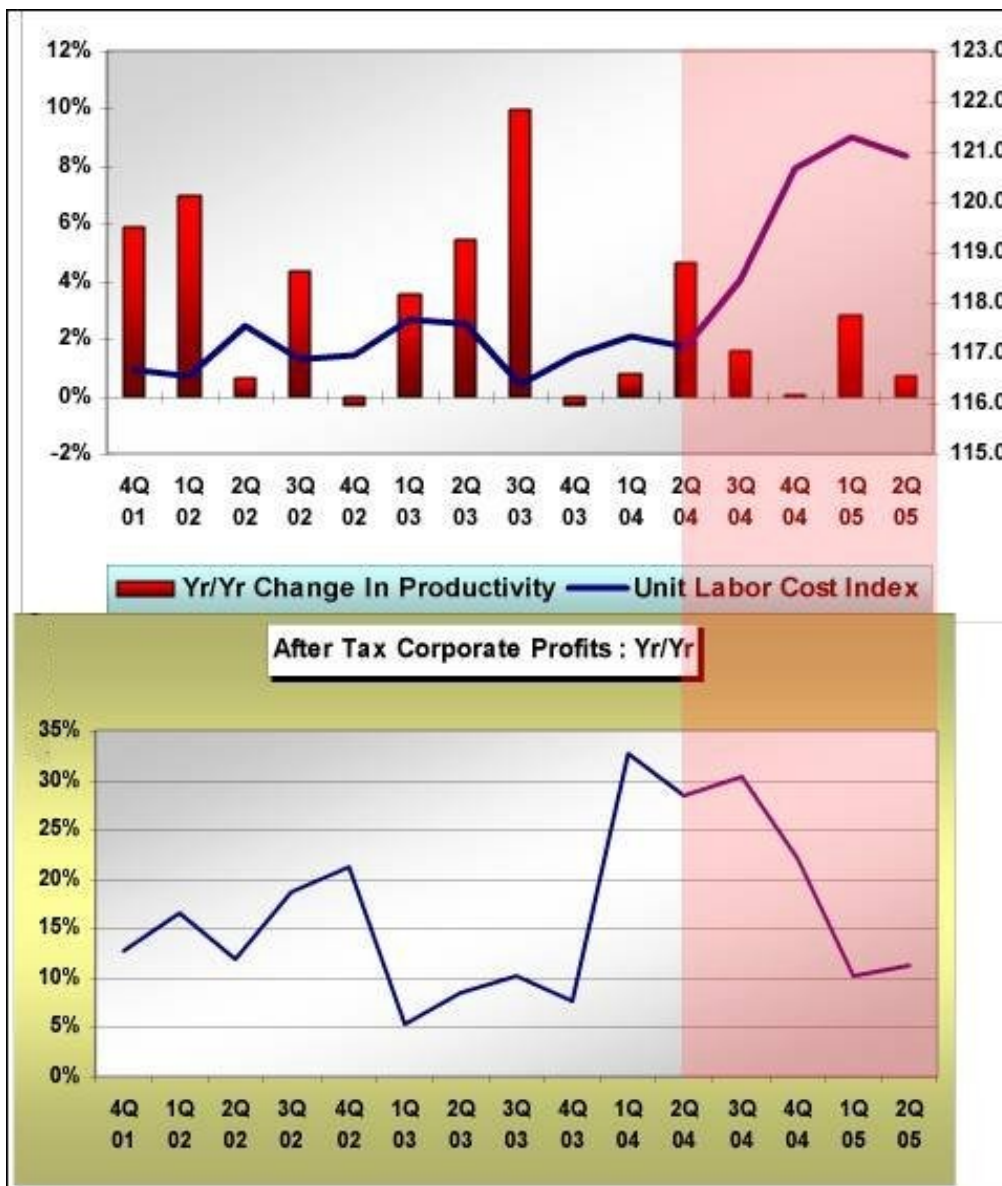
Forse che stiamo vivendo un sostanziale cambiamento nel ciclo del lavoro e dei redditi? Certo che no, semplicemente succede che le imprese nell'uscita dalle precedenti recessioni sono state capaci di fare nuovi profitti concentrandosi sull'aumento della produttività. Le recessioni del 2001 e del 1990 sono state caratterizzate da importanti periodi di alta disoccupazione. Qui sotto possiamo vedere il dato della crescita anno su anno della produttività e del costo per unità di lavoro dei 15 trimestri successivi alle ultime due recessioni.



Potete vedere chiaramente la linea guida che le imprese cercheranno di replicare nella situazione attuale. Ovvero ciò che hanno imparato dalle recessioni passate: nei primi due anni post recessione la crescita della produttività è stata esplosiva, e nello stesso periodo di tempo la crescita di costo per unità di lavoro è stata anemica o negativa. In pratica è ciò che ci aspettiamo tutti per il 2010 e il 2011. In effetti è ciò che già sta succedendo: date un'occhiata allo stesso grafico di prima applicato al presente. Crollano gli impieghi, sale la produttività a velocità da urlo: ecco come sono arrivati gli utili mirabolanti di questo 3° trimestre.



Quando poi il costo per unità di lavoro risale, lo fa a danno della produttività e degli utili delle aziende, riguardiamo infatti il grafico del post-2001:



Al momento siamo allo stesso gioco dei primi due trimestri –meglio delle attese, il mondo non sta finendo- e i profitti record delle banche che non ci mostrano, né lo faranno, le loro perdite sui crediti. I mercati si sono mossi pesantemente negli ultimi otto mesi, scontando ben più di un recupero degli utili. Potrà l'attuale "recupero" degli utili bastare per soddisfare quelli che gli investitori stanno scontando?

Quello che è certo è che le imprese continueranno a pressare sul tasto della produttività per i prossimi trimestri. Ma qui arriviamo al tema del momento, quella che io ritengo la chiave del dibattito: nella particolare condizione attuale, la pressione sulla produttività attuata dalle imprese metterà in pericolo la capacità dei consumatori di riconciliare il loro bilancio familiare, di risparmiare e di consumare?

Me lo chiedo perché ciò che è diverso nella situazione attuale è la mancata risposta dei consumatori alla politica monetaria. Nonostante i bassissimi tassi di interesse i risparmiatori

non ricorrono quasi per niente ai prestiti. Nonostante la forte pressione sui redditi, i cittadini tendono ad aumentare i risparmi per far fronte ai debiti presi (e qualcuno non ce la fa lo stesso, per essere onesti...). Guardiamo la relazione di lungo termine da profitti aziendali e redditi; il grafico che segue illustra un semplice fatto: confronta gli utili aziendali e i redditi come percentuale del PIL, si vede chiaramente che ciò che è bene per gli utili aziendali è male per i redditi e viceversa. Ma non lo scopriamo di certo oggi.

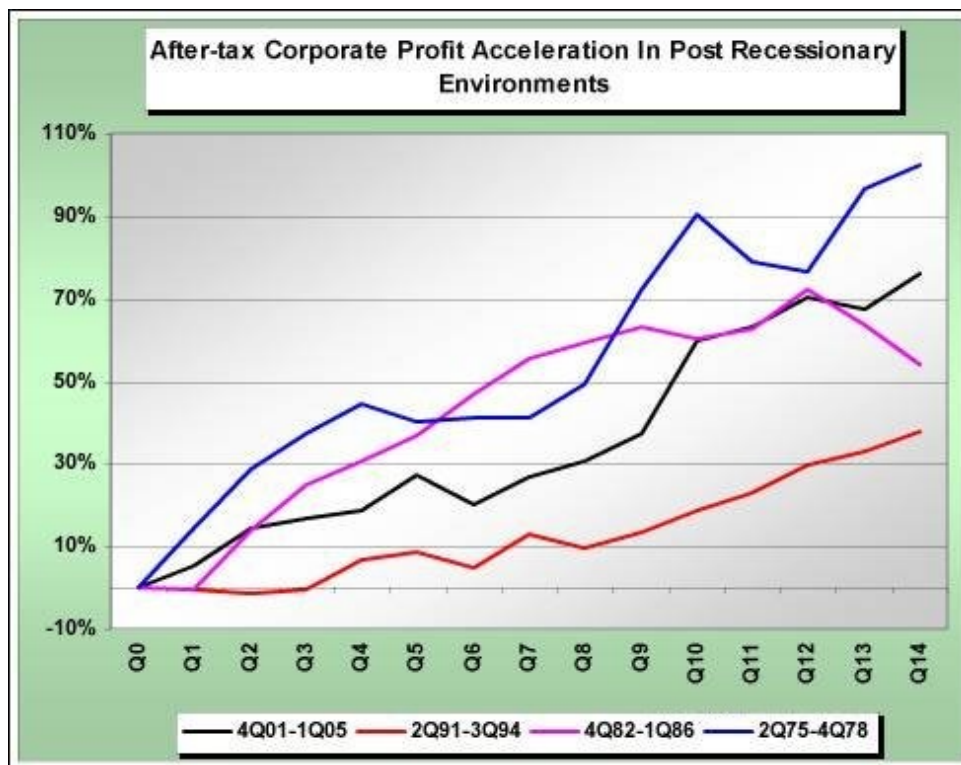


Ho evidenziato in rosa le fasi in cui i profitti aziendali sono scesi, guardando il grafico inferiore si nota come questi stessi periodi sono stati quelli in cui i salari hanno ripreso corpo. Ma, come si vede, per la prima volta in 60 anni, questa provata e concreta relazione sembra essersi rotta in questa fase del ciclo. Dall'inizio del 2007 scendono sia i profitti delle imprese che i redditi:

senza voler fare del sensazionalismo, questa volta c'è qualcosa di diverso. I numeri spaventano, ma sono espliciti: per ora la correlazione inversa tra profitti delle imprese e redditi dei cittadini si è rotta. E questo suggerisce che stavolta qualcosa di diverso avverrà, rispetto alle esperienze precedenti.

E quindi veniamo alle domande che spero siano importanti se consideriamo che le imprese spingeranno ancora sulla produttività nei prossimi trimestri. Stiamo sperimentando per la prima volta una contrazione del credito al settore privato. Questa contrazione suggerisce che la politica monetaria non ha efficacia in questa fase del ciclo. Come può espandersi, o almeno stabilizzarsi, il credito se i salari stanno scendendo? Come possono salire i salari se le imprese concentrano le loro forze sull'aumento di produttività? La politica monetaria funziona sul lungo termine se il denaro viene prestato, ma sta succedendo il contrario. Le imprese fanno un maggior danno alla ripresa del credito ai privati focalizzandosi sul recupero di produttività di breve termine? Sembra che la risposta sia decisamente sì in una situazione in cui il ciclo è caratterizzato da contrazione del credito al settore privato. Una contrazione che è davvero un fenomeno nuovo nell'esperienza economica statunitense. A tutti gli effetti, le aziende americane stanno limitando la loro possibilità di marginare sul mercato domestico, preferendo migliorare i numeri del trimestre successivo. Tutto questo cosa ci suggerisce? Che dobbiamo aprirci all'idea che la situazione macro attuale è nella sostanza diversa da quello che molti investitori sono arrivati a considerare come una normale fase di uscita dalla recessione, come negli ultimi sei decenni. Solo se riusciamo a vedere e documentare la divergenza tra il contesto presente e i cicli del passato potremo navigare con razionalità le acque di questa crisi, sperando anche di farlo con successo.

Un'ultima cosina: qui sotto è documentata la percentuale di crescita degli utili aziendali per trimestre, nelle recessioni passate.



Le due più recenti, quelle caratterizzate da elevata disoccupazione, presentano una differenza:



il recupero post2001 ha ricalcato abbastanza similmente quello del post recessioni degli anni '70 e '80; al contrario il post 1990 è stato decisamente più pacato. Ricorderete che la 'macchina dei mutui' dopo il 2001 lavorava a pieno regime, un dato: nei due anni successivi alla recessione del 1990/91 il debito privato salì del 10,3% mentre nel post 2001 crebbe di un poderoso 27%.

Avrete già capito, vero?

Cosa accade ai profitti aziendali quando il debito privato non cresce e, anzi, si contrae? Questi temi sono interlacciati e caratteristici nel definire una sostanziale differenza fra questa e le recessioni passate. Come sempre non si tratta né di dire se sia una cosa buona o cattiva, ma di chiarire semplicemente che è una cosa diversa. Flessibilità e apertura al cambiamento di approccio e analisi non sono semplicemente richieste, sono obbligatorie.