

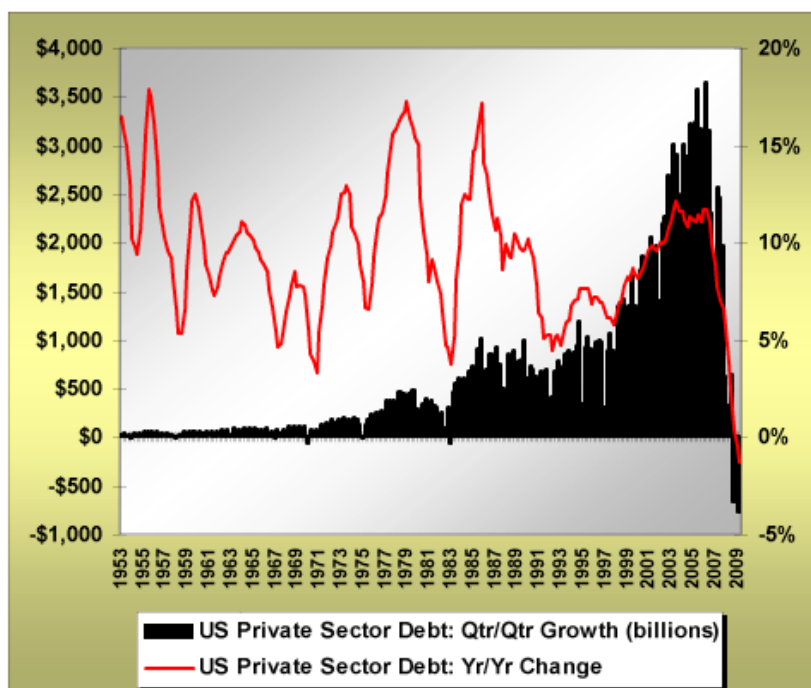
Novembre 2009

## Rispolveriamo la prudenza?

Qualche tempo fa, in un post, parlavo di cicli. Una domanda importante che dovremmo farci è se l'ultimo decennio sia stato un ciclo economico o un ciclo di credito. Potete ben immaginare quale sia la mia risposta. In questo numero del mio mensile vorrei dare uno sguardo ai componenti di questo ciclo di credito, che ad oggi non hanno precedenti nel cosiddetto 'dopoguerra'. Lo scopo di questo è chiedervi: è lecito aspettarsi una ripresa economica "tipica"?

Le riprese economiche dell'ultimo mezzo secolo hanno avuto dei tratti simili: ripresa degli ordinativi di auto e case e una accelerazione del credito ai privati. Ciascuna ripresa le ha avuti. Quello che oggi è diverso, come dicevo nel mensile scorso, è che il credito privato è in contrazione.

Il grafico che segue non potrebbe essere più chiaro in questo senso.



Come potete apprezzare, anche nei momenti più cupi delle passate recessioni, la domanda anno su anno di credito privato è sempre stata in territorio positivo, stiamo esplorando un nuovo terreno. Un terreno dove germoglia una domanda: la politica monetaria della Fed è impotente? Abbiamo i tassi più bassi mai visti, e il credito si contrae. Esattamente il contrario di quanto abbiamo mai sperimentato.

Non potrebbe essere più chiaro.

Credo che questo elemento non sia oggetto dell'attenzione che meriterebbe. Aggiungo che lo stesso pacchetto di stimoli pensati dalla Casa Bianca era orientato alla rivitalizzazione della domanda di credito: infatti era composto da incentivi alla rottamazione e crediti fiscali sull'acquisto di case. Abbastanza stranamente, nonostante il grande successo di Agosto del "Cash for clunkers" (gli incentivi alla rottamazione auto), il credito ha continuato la sua contrazione. Evidentemente le forze che spingono a quella che io chiamo "riconciliazione dei bilanci familiari" ha avuto comunque il sopravvento.

Quello che penso è che la storica rilevanza dei consumi familiari come cuore dell'economia sia un concetto

che rischia di diventare storia. La fine del mondo? Certo che no, ma questo stravolgimento avrà conseguenze molto significative, in particolare emergono dai numeri due temi:

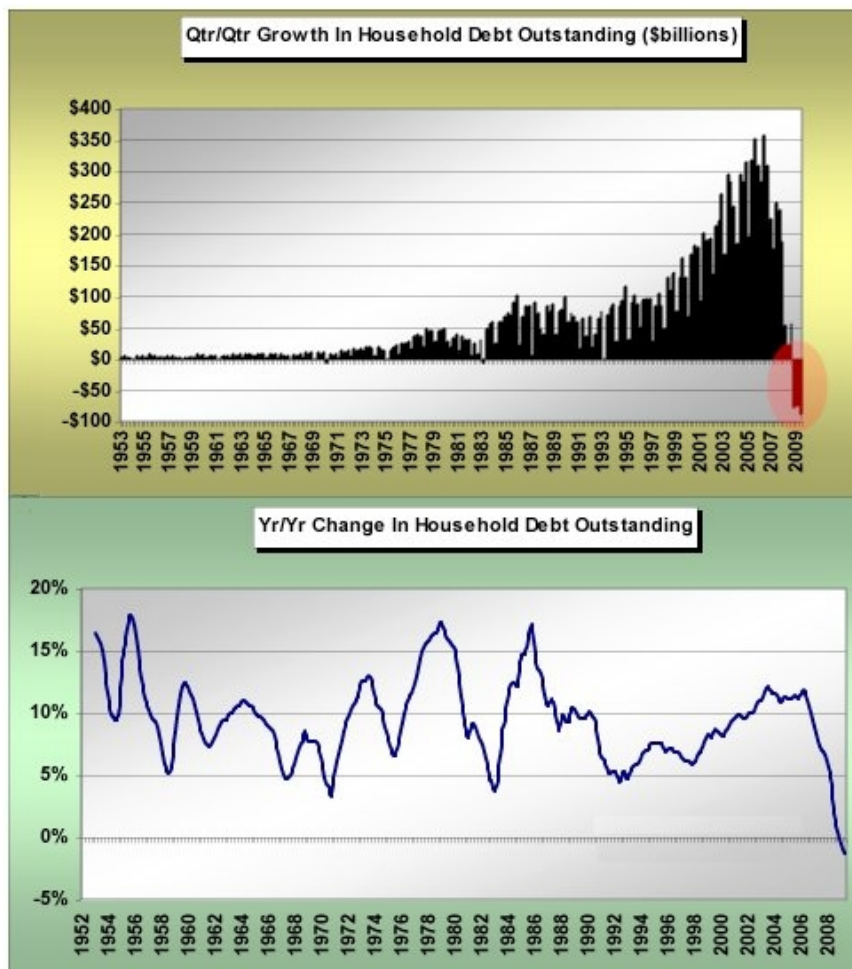
1. Siamo al momento all'inizio della fase di riconciliazione dei bilanci familiari, che penso sarà di una magnitudine tale da superare qualunque cosa mai vista nel 'dopoguerra'.
2. Sta per iniziare una mutazione dell'attitudine al consumo, per le necessità derivanti dal punto 1.

Tutto questo sarà molto difficile da scontare per Wall Street, anche perché impiegherà molto più tempo di quello che il consensus attuale gli riconosce come necessario.

E ora, qualche numero:

Nessuno si stupirà di leggere che il debito delle famiglie sia sceso ancora nel secondo trimestre (Q2) -siamo a Novembre, ma si tratta del dato più recente fornito dalla Fed- questo porta a tre trimestri consecutivi di contrazione, con un trend in accelerazione: negli ultimi 3 trimestri infatti il debito familiare si è contratto dell'1,4%, ovvero 199 mld \$. Si tratta di fatto di consumi 'dirottati' come vedremo tra poco.

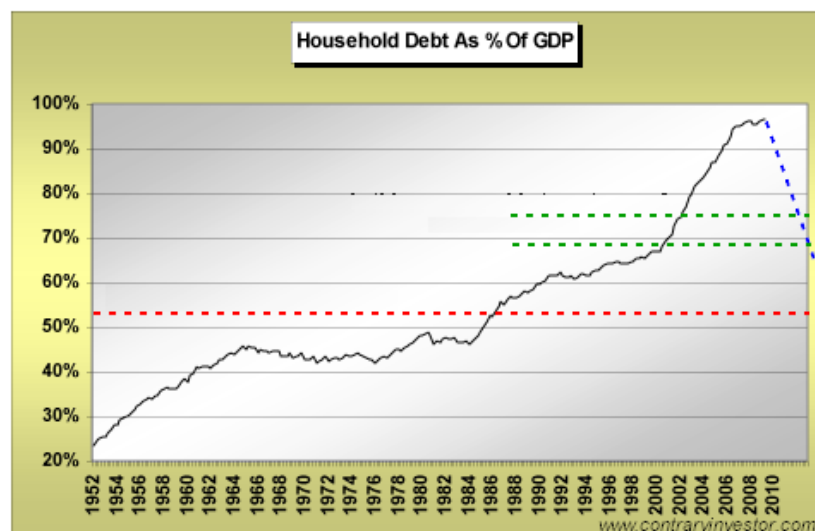
Il doppio grafico qui sotto riporta la variazione trimestrale e annuale di debito familiare degli ultimi sessant'anni (assomiglia molto al grafico di prima, seppure su due griglie, ma il precedente era il complessivo del private sector, cioè famiglie + imprese):



L'anomalia degli ultimi tre trimestri è qui più chiaramente visibile. Sebbene numeri ufficiali dalla Fed non siano ancora disponibili, le rilevazioni mensili dei componenti dell'indice suggeriscono che anche il terzo trimestre 2009 segnerà una contrazione.

Se questa non è la cruda fotografia di una prossima alterazione della propensione al consumo, non so proprio cos'altro possa essere.

E considerando quello che tutt'ora è il peso dei consumi privati sul PIL, mi pare facile scommettere che ci sia ancora molto da vedere durante questo ciclo di riconciliazione dei bilanci familiari. Sebbene possa confondere le idee, il grafico che segue mostra il rapporto tra debito familiare e PIL negli Stati Uniti. Come si osserva, sebbene tentenni dopo aver toccato un picco, questo rapporto è ancora su livelli molto elevati; questo perché in questa fase mentre si contraeva il credito si è contratto anche il PIL. Dopo il *deleveraging* delle istituzioni finanziarie, dopo quello delle imprese, è ora giunto il momento del *deleveraging* delle famiglie. Con questo grafico capiamo da dove si parte.



In rosso vedete segnata la media di questi ultimi sei decenni: è 53%, mi pare onestamente un livello eccessivo cui attendersi una riconciliazione dei bilanci familiari, il mondo è molto cambiato in 60 anni. Ma è più verosimile pensare che durante un periodo di anni con la combinazione di una modestissima crescita del PIL e una continua contrazione del debito familiare si possa tornare ai livelli di inizio decennio? Diciamo tra il 70% e il 75%? A me sembra molto più ragionevole. Questo evento cambierà il volto dell'economia interna americana, oltre agli investimenti legati ai consumi familiari. Non significa che il mondo finisce, ma semplicemente che cambierà. E questo significa -operativamente- che occorre individuare i settori critici per evitarli.

Lasciamo per un attimo i freddi numeri e dedichiamoci un attimo alla memoria. La memoria delle spese personali. Se le famiglie ripianano i loro debiti, a qualcosa rinunceranno nella loro decisione di riconciliazione del bilancio. E questa cosa sono i consumi.

Sebbene potrebbe non essere immediato le spese personali, i consumi, non si sono mai ridotti in termini nominali nelle recessioni dei precedenti 60 anni; la seguente tabella mostra la crescita della spesa nominale dei consumi durante tutte le recessioni dal 1960. Naturalmente sto supponendo che l'attuale recessione sia giunta alla fine -come ci ripetono le istituzioni- visto che il Pil USA è tornato su valori positivi nelle recenti rilevazioni.

Consumi personali durante le recessioni	
Recessione	Incremento dei consumi durante la recessione
4/60-2/61	1.1%
12/69-11/70	5.8
11/73-5/75	17.4
1/80-7/80	4.8
7/81-11/82	11.1
7/90-3/91	3.0
3/01-11/01	2.7
12/07-6/09	(.01)

Non c'è da meravigliarsi se Wall Street non scommette mai contro il consumatore americano, no? Ma è altrettanto chiaro che il ciclo attuale è molto diverso. Da dicembre 2007 fino ad Agosto di quest'anno i consumi non sono aumentati, anzi, si sono assottigliati un poco. E' abbastanza da suggerire un cambiamento epocale? Siamo solo all'inizio della partita ed è tutto da vedere.

Certo, stiamo parlando di valori nominali. Inoltre le recessioni degli anni '70 e dei primi anni '80 furono caratterizzate da una inflazione corposa. Così nella prossima tabella ho pensato di riproporvi lo stesso confronto, corretto dell'inflazione (usando il CPI ufficiale). I numeri cambiano un poco, ma il ciclo attuale mantiene una anomala debolezza rispetto agli altri.

Consumi personali durante le recessioni (corretti dell'inflazione)	
Recessione	Incremento dei consumi durante la recessione
4/60-2/61	0.1%
12/69-11/70	0.8
11/73-5/75	2.2
1/80-7/80	(1.1)

7/81-11/82	4.0
7/90-3/91	(0.3)
3/01-11/01	1.9
12/07-7/09	(1.8)

Certamente dobbiamo ricordare che quella attuale è stata la più lunga recessione ufficiale dalla Grande Depressione, per cui tutto ciò che vedete nella tabella soprastante riguardo ai cicli precedenti è accaduto in un lasso di tempo più compresso. In altre parole, abbiamo avuto più tempo durante questa recessione per vedere la risalita dei consumi, ma questa non c'è stata. Da ultimo, è opportuno ricordare che nelle particolari circostanze di questa recessione c'è anche il non trascurabile elemento dei tassi particolarmente bassi e di uno scenario deflattivo su molti beni di consumo.

A causa della straordinaria lunghezza di questo periodo recessivo, ritengo importante anche dare un'occhiata all'accelerazione dei consumi nel post-recessione dal 1960 a oggi. Ed è ciò che trovate nella prossima tabella. Come si evince dai numeri, la percentuale di crescita dei consumi cresce linearmente ogni trimestre, in ogni periodo post recessione. Come un orologio.

Consumi personali nei periodi post-recessione				
Fine recessione	3 m. dopo	6 m. dopo	9 m. dopo	12 m. dopo
2/61	1.9%	2.5 %	4.8 %	6.1 %
11/70	3.3	5.3	7.4	9.8
5/75	2.7	5.6	8.7	10.2
7/80	4.0	7.1	9.1	11.2
11/82	1.3	4.5	7.9	11.1
3/91	0.6	1.8	2.8	5.2
11/01	0.8	1.7	3.4	3.9
<b>Media</b>				<b>8.3%</b>
<b>Media tra il '91 e il '01</b>				<b>4.6%</b>

Chiudo la tabella con qualche media. La prima è la media dei valori ad un anno dalla fine del periodo

recessivo, la seconda riguarda solo il post 1991 e 2001, che sono state “jobless recoveries” cioè riprese in condizioni di disoccupazione.

Facciamo allora due conti: l'ultimo trimestre chiuso con un PIL negativo è quello finito in giugno, quando la spesa per consumi era negli USA a 10,05 trilioni\$. Usando la media storica e applicandola, dovremmo avere nei prossimi 12 mesi un aumento dei consumi di 836 mld\$. Perbacco!

Purtroppo il trend degli stipendi e dei redditi americani si è molto deteriorato da metà 2008. Dai valori massimi raggiunti lo scorso anno, i redditi e i salari sono ridiscesi di circa 300 mld\$. E non dimentichiamoci il trend di rientro dai debiti familiari.



Dunque, la semplice domanda che pongo è la seguente: come faranno i consumatori a far ripetere o quantomeno a tentare di avvicinarsi al copione che la storia ci ha insegnato? C'è una sola risposta a questa domanda: aumentando il debito. Ma, guarda un po', è proprio quello che i consumatori NON stanno facendo. Per finanziare 800 mld\$ di consumi nei prossimi 12 mesi il debito complessivo delle famiglie dovrebbe aumentare del 6,1%. Nessuna chance che accada. Come dunque ci si può aspettare una ripresa a “V” di una economia basata sui consumi se questi ultimi non hanno alcuna chance di ripartire?

Ho provato a citare le “jobless recoveries” del 1991 e del 2001, nelle quali il tasso di crescita dei consumi un inferiore alla media, proprio per il fatto che l'occupazione iniziò a riprendersi dopo la fine di quelle recessioni. Opinione comune è che anche questa sarà una “jobless recovery”, dunque dovremmo attenderci grosso modo 455 mld\$ di crescita dei consumi nei prossimi mesi (applicando il tasso medio calcolato prima). In questo caso dovremmo veder salire il debito familiare del 3,4%. Ancora una volta, una eventualità che ha quasi nessuna chance di avverarsi.

A questo punto il quadro vi è chiaro.

Le famiglie americane stanno cercando di ripianare i loro debiti, denaro che non finirà nei consumi.

Gli appartenenti alla generazione dei Baby-boomers con le loro aspettative di pensionamento, dopo le lezioni prese su molti fondi pensione, stanno provvedendo a farsi dei risparmi. Di nuovo denaro sottratto ai consumi.

Qui sotto c'è un'altra tabella con delle prospettive demografiche, la grande onda dei boomers si sta spostando oltre l'età dei consumi. E la crescita delle persone in età avanzata sovrasta quella dei giovani, creando una necessità di maggiori accantonamenti pensionistici per chi lavora, vista la sempre maggior quantità di pensionati che grava sulle loro contribuzioni.

Fascia d'età	Crescita della popolazione in fascia dal 1950 a oggi
20-24 years	85%
25-34	75
35-44	99
45-54	158
55-64	153
65+	237

A questo punto vien da pensare che la massiccia iniezione di liquidità di questi recenti mesi sia un tentativo della Fed -resasi conto che la politica monetaria ha fallito- di creare un 'effetto ricchezza' con la risalita dei valori degli asset finanziari. Lo scopo di questo effetto ricchezza sarebbe quello di far ripartire i consumi. Non sta funzionando. Aspettiamo i risultati della stagione natalizia, ma per ora non sta funzionando.

I consumatori sembrano aver preso un atteggiamento più frugale. Che sia per scelta o per necessità, la prudenza sembra l'ordine del giorno. Questo sembra significare che i consumi non torneranno con la consueta forza vista nei precedenti periodi post-recessivi, a causa anche dell'inevitabile riconciliazione dei bilanci delle famiglie. La politica monetaria è impotente se i consumatori non vogliono indebitarsi e spendere. Rimane eventualmente la leva fiscale al governo, con le conseguenze che ne derivano: gli USA hanno assommato una massa enorme di debito e il gettito fiscale è quantomai vitale.

Penso che in questa fase evitare i settori critici valga forse di più che partecipare ai settori attivi. Inoltre, dobbiamo almeno aprirci alla possibilità che la relazione fra economia e mercati finanziari per come l'abbiamo conosciuta negli ultimi 30-40 anni possa essere in una fase di significativo cambiamento. Forse un cambiamento secolare.

Se esiste un momento per pensare fuori dagli schemi, e tentare sentieri nuovi, il momento è questo. La situazione attuale non ha precedenti e questo semplicemente mi spinge a prendere sentieri non battuti.