

25 05 2009 Siamo in pieno Deleveraging in USA, come nel Giappone degli anni '90

di Charlie Minter

Più volte in questa sede abbiamo criticato la Fed per non aver saputo riconoscere le bolle del mercato azionario e del settore immobiliare, evidentissime invece agli investitori. Quando un dato che oscilla di un paio di deviazioni standard sopra la media per diversi decenni, e poi schizza su di 4-5 deviazioni standard nel giro di tre o quattro anni, ci si deve preoccupare che una bolla si stia gonfiando, specie se nel frattempo le valutazioni raggiungono livelli mai sperimentati nel passato. Senza contare che anche il mercato del credito è salito a livelli record, se confrontato con il PIL o con il reddito disponibile.

Siamo persino andati in TV a biasimare la Fed per non aver assegnato almeno uno dei suoi 225 economisti a questa problematica.

Ora dovremmo essere felici di apprendere che la Fed di San Francisco ha rilasciato di recente uno studio che discute lo smantellamento del debito negli Stati Uniti, confrontandolo con l'esperienza giapponese iniziata nel 1990. La conclusione è che si è trattato di un processo molto complesso, con significative ripercussioni negative per l'economia.

Avremmo preferito che fossero rilasciate raccomandazioni più tempestive, a beneficio degli investitori. Ma quantomeno siamo loro grati per essere arrivati alla fine alla realizzazione della gravità del problema, e alla denuncia delle potenziali ripercussioni del deleveraging.

Lo studio in questione mostra il picco della bolla del mercato azionario e immobiliare nipponico, centrandolo nel 1991 e sovrapponendolo al picco del debito degli Stati Uniti raggiunto nel 2008.

La conclusione è che se il debito americano sarà smantellato con analogia velocità, il tasso di risparmio dovrebbe crescere dall'attuale 4% a circa il 10% nel 2018. Il Giappone ha visto calare il rapporto debito/PIL dal 125% del 1991 al 95% del 2001. Se un simile processo si sperimentasse negli Stati Uniti, il rapporto per le famiglie fra debito e reddito disponibile dovrebbe scendere dall'attuale 133% al 100% nel 2018, ritornando a livello prevalente nel 2002.

Se il tasso di risparmio dovesse salire al 10% fra nove anni, secondo gli economisti della Fed di San Francisco ogni anno avremmo una contrazione di consumi in misura pari a tre quarti di punto. Se in alternativa il risparmio non crescesse, ma si registrasse invece un deleveraging sotto forma di insolvenze, la spesa annuale per consumi calerebbe in misura ancor più sensibile. In quest'ultimo caso il problema si sposterebbe alle banche. In ogni caso lo sviluppo si rivelerà doloroso.

Gli analisti della Fed di San Francisco hanno impiegato il debito delle aziende non finanziarie giapponesi, dal momento che qui si accumulavano gli eccessi; confrontando questo dato con il debito delle famiglie americane, le più esposte alla fine del precedente ciclo. Sebbene il confronto non sia evidentemente del tutto omogeneo, lo si può comunque considerare accettabile.

La conclusione è che gli Stati Uniti potrebbero andare incontro ad una esperienza simile a quella giapponese. Il Nikkei ha raggiunto un picco alla fine del 1989 e il settore immobiliare nel 1991. A vent'anni di distanza, sia il mercato azionario che l'immobiliare commerciale restano di un buon 70% sotto i rispettivi picchi, con l'immobiliare residenziale in perdita di oltre il 40%. Sebbene diversi argomenti che gli stimoli posti in essere aiuteranno gli Stati Uniti ad evitare questo percorso, riesce davvero difficile crederci.

Gli ultimi sviluppi del mercato sembrano indicare che il bear market rally sia terminato. Il momentum va calando così come i volumi. È molto probabile che sia appena incominciata una fase che conduca al minimo di marzo a 666 punti.