



LETTERA ANESTI Maggio 2011
Numero 84

La malattia dello short-term

di
EUTIMIO TILIACOS
Linacre College
Oxford University
info@anesti.co.uk

Il critico musicale Jack Buckley, riferendosi al Piano Concerto in G Maggiore di Ravel,meravigliosamente diretto da Claudio Abbado per l'Accademia Nazionale di Santa Cecilia all'Auditorium di Roma lo scorso 21 aprile, così commentava quella direzione d'orchestra e l'esecuzione dalla pianista argentina Martha Argerich, *"In questo concerto Ravel sembra far scivolare con insistenza nella sua invenzione musicale dei virgolettati: in alcuni momenti il testo musicale è (simile al ndr) cabaret puro, in altri a soffusi timbri musicali dispersi nell'empireo, altre volte (invece le note somigliano ndr) al puro genere burlesque. Il trucco è sapere dove i vari virgolettati (musicali ndr) comincino e dove finiscano. Nessuna paura: il duo Abbado - Argerich lo sa benissimo". "In this concerto, Ravel almost continually drops inverted commas round his musical inventions: at one moment, pure cabaret, in another, subtly stated atmospheric timbres, sometimes sheer burlesque. The trick is to know where the various inverted commas start and finish. Fear not: the Abbado / Argerich duo never miss a trick".*

Il trucco (dunque) è sapere dove i vari virgolettati comincino e dove finiscano: in economia –come ben sanno i governatori delle banche centrali- esattamente come nella musica, perché la realtà economica è contrassegnata da passaggi e coesistenze di fenomeni a volte apparentemente discordanti fra loro esattamente come lo sono alcuni movimenti musicali all'interno di uno stesso concerto. L'importante è che non si disperda il senso della direzione complessiva della economia come dell'unità complessiva di un brano musicale.

Uno degli aggregati statistici più significativi ai fini di una disamina di quando e come si manifesti il passaggio **dalla recessione alla ripresa**, ossia di dove si debbano collocare i "virgolettati" in economia, (ce ne perdoneranno i lettori che potranno considerare l'esercizio un po' noioso rispetto all'ascolto del brano di Ravel) è

l'analisi della movimentazione delle merci che transitano per il Porto di Rotterdam, il maggiore scalo marittimo commerciale d'Europa al servizio di un bacino produttivo che abbraccia tutto il continente e in particolare le aree economiche più dinamiche del Vecchio Continente. Dalle statistiche portuali della città olandese emerge che la ripresa in Europa c'è ed è robusta in molti paesi e in molti settori - ma non in tutti - .

Nel primo trimestre 2011 il dato globale delle tonnellate (107 milioni) di merci passate per tale scalo sembra infatti far pensare ad una sostanziale invariabilità dei volumi rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Ma non è così se si scompongono i dati e se ne esamina il dettaglio. L'arrivo di prodotti agricoli è cresciuto infatti del +49% (specialmente mais per i nuovi impianti che li usano per trasformazioni in bio-combustibili); quello di altre rinfuse (minerali, materiali da costruzione, biomasse) è cresciuto del +20% e quella di containers del +12%. Per contro è diminuita drasticamente (-18%) la movimentazione di oli minerali (benzine, gasoli, oli combustibili etc), di greggio (-1%), di carbone (-8%) e di minerali per l'industria siderurgica (-5%) (**“For the first quarter, throughput in the port of Rotterdam was at more or less exactly the same level as the same period last year: 107 million tonnes. In comparison with last year's strong and broad growth, the picture is now more differentiated. Agribulk (+49%), other dry bulk (+20%), containers (+12%), other general cargo (+35%) and roll on/roll off (+8%) did very well. Figures for the three liquid product groups – crude oil (-1%), mineral oil products (-18%) and other liquid bulk (-2%) - were negative. As the ‘heavy’ products iron ore (-5%) and coal (-8%) were also down, the balance was neutral”** fonte: Porto di Rotterdam).

Sull'Europa –nonostante la ripresa- pesa tuttavia il rischio dell'insolvenza (default) di vari paesi quali Portogallo e Grecia. L'andamento dei conti pubblici di questi paesi peggiora invece di migliorare e **le misure poste in atto per risanare il debito accumulato comportano spesso effetti distorsivi sulle entrate fiscali peggiori del male**. E' quanto sta avvenendo in questi mesi in Grecia, dove -dopo le drastiche misure fiscali volte al risanamento del bilancio pubblico- nei primi tre mesi dell'anno in corso, si sono registrate minori entrate tributarie dell'ordine del -9,2% invece del miglioramento previsto nei piani del +5,6% per lo stesso periodo (*“First quarter budget revenues were down 9.2 per cent, against a target of a 5.6 per cent increase, as Greece remained mired in recession” da: Greek PM calls for all-out push on structural reform; Financial Times April 29 2011 page 3*) . Analoghi squilibri caratterizzano in via crescente e negativa anche il bilancio pubblico Usa il cui debito è arrivato a superare 14.260 miliardi di dollari. **Paradossalmente però, a nostro avviso, non sono in prospettiva l'Europa o gli Usa le aree di maggiore instabilità dell'economia mondiale, bensì l'Asia e (ma in misura più contenuta) l'America Latina**. Può sembrare una previsione arrischiata e va pertanto argomentata. Non è in dubbio il fatto che attualmente il motore di spinta della nave della economia mondiale sia prevalentemente l'Asia. Ma come in una nave, a determinarne la velocità e la

direzione non è solo il sistema propulsivo posto a poppa ma anche le eliche direzionali poste in altri punti della ciglia, per non parlare del timone e delle correnti. Questo complesso di fattori può comportare delle contropinte e se il sistema propulsivo è abbandonato a sé stesso e non governato appropriatamente, anche un surriscaldamento di certi apparati motore. In Asia si verificano tre fenomeni contrastanti: il primo chiamato Giappone post terremoto/tsunami, il secondo Sud Est Asiatico/Sub Continente Indiano e il terzo Cina.

In conseguenze del terremoto-tsunami che ha colpito il **Giappone** l'11 marzo scorso **nel solo mese di marzo la produzione giapponese di auto è crollata del 65%** (*"Domestic vehicle output by Japanese automakers plunged by up to 65 percent in March from a year earlier due to plant closures and supply chains disrupted by the Great East Japan Earthquake. According to production figures released by eight leading automakers April 25, Toyota Motor Corp. posted a year-on-year decline of 62.7 percent in March, a record for that month for the carmaker. Honda Motor Co. logged a 62.9-percent decline, its largest single month drop. Nissan Motor Co. reported a fall of 52.4 percent, the steepest plunge for March since 2009, when it recorded a 55.6-percent decline in the wake of the collapse of Lehman Brothers in autumn 2008"* da: *ashai.com* 27 aprile 2011) e **ci vorrà del tempo perché si possa parlare anche solo di recupero della produzione industriale nel paese nipponico** così duramente colpito dagli eventi e con il problema della centrale nucleare di Fukushima tutt'altro che risolto come risulta anche dal commento qui riportato di una delle più autorevoli agenzie stampa del paese: la *asahi.com* (*"The March 11 triple disaster damaged or destroyed 7,254 companies on the coasts of Iwate, Miyagi and Fukushima prefectures, about one-third of the total in those areas, a credit research company said. The 7,254 companies employed 77,000 people and had annual total sales of 1.8 trillion yen (\$22.5 billion), or about 20 percent of all sales in those areas, according to Tokyo Shoko Research Ltd"* da *asahi.com* 17 Maggio 2011). Ma non è tanto il terremoto quanto la dinamica dei flussi finanziari a preoccupare di più. **E qui entrano in gioco il Sud Est Asiatico e il Sub Continente Indiano.** Nello scorso numero di Lettera ANESTI (www.anesti.it > Lettera ANESTI > Aprile 2011) abbiamo fatto cenno al fatto che i paesi emergenti verso cui si stanno dirigendo consistenti flussi di investimenti speculativi (**denaro caldo**) sono stati costretti a rivalutazioni selvagge della divisa locale e ne pagano ora il prezzo in quanto l'effetto delle rivalutazioni è di non rendere più competitive le esportazioni di alcune merci prodotte e precedentemente esportate da quei paesi. La conferma viene anche da un'altra zona –esattamente dal Brasile– dove si paventano fenomeni di “deindustrializzazione” per perdita di competitività da sopravvalutazione della valuta locale (*"Siemens warns on Brazil's strong Real: country chief talks of deindustrialization risk"* da *FT* May 5 2011 page 15). Economie emergenti come quella vietnamita, thailandese, indonesiana ed indiana potrebbero avere seri problemi in un futuro non lontanissimo a causa dei movimenti di denaro caldo e di irrisolti problemi strutturali interni. La **Cina** infine è indubbiamente un caso a parte ma non dimentichiamo che quando si rompe una catena non sono gli anelli più forti a cedere

ma sempre quelli più deboli (ricordate i sub-prime ?) e la colpa non è dell'anello che si rompe ma di chi ha teso troppo la catena.

Per uscire dalla crisi sistemica esplosa nel 2007-2008 negli anni passati si sono iniettate nel sistema quantità imponenti di liquidità che hanno salvato il sistema finanziario globale dal collasso; ma al momento questa liquidità aggiuntiva viene utilizzata poco per investimenti produttivi o male come nel caso dei flussi speculativi di denaro caldo. Su un ammontare stimato nel solo 2009 di 27.000 miliardi di \$ gestiti da fondi pensione, fondi sovrani, società assicurative sulla vita, **solo un quarto di quella cifra alla data era stato reinvestito a lungo termine** ossia nella modalità più aderente al profilo di impieghi che dovrebbero avere tali enti. I tre quarti erano costituiti da investimenti a breve o brevissimo termine spesso utilizzati per fini esclusivamente speculativi o per finanziare scadenze di debito pubblico di alcuni paesi senza creare ricchezza aggiuntiva (*“According to a report by the World Economic Forum and consultancy firm Oliver Wyman on The Future of Long Term Investing, in 2009 institutional asset owners, such as life insurers, pension funds, endowments and sovereign wealth funds, held \$ 27,000 bn globally. This was at the time less than half the world’s professional managed assets of about \$ 65,000 bn. However these institutional investors have been able to allocate only 25 per cent-\$ 6,500 bn—of their capital to long term investments; which is defined as money planned to be held over the length of an economic cycle” da: FTfm May 9 2011*). Secondo alcuni commentatori questa massa di risorse viene gestita più per alimentare bolle speculative su asset in paesi emergenti o per detenere quote di debito pubblico di paesi che potrebbero andare in defaults piuttosto che essere dirette -come sarebbe logico- in investimenti a medio e lungo termine con un profilo di rischio più contenuto.

Un recente studio della banca d’Inghilterra redatto da Haldane e Davies mette in evidenza come alla base di questa nausea per gli investimenti a lungo termine ci sia una malattia chiamata *corto-termismo* o come si dice in inglese *short-termism* conseguente ad un fattore culturale affermatosi assieme alla società dell’informatica; esso renderebbe preferibile una serie di decisioni concitate e con orizzonte ravvicinato ma ad alto rendimento (ancorchè dubbie quanto a rischi impliciti) piuttosto che decisioni meno rischiose ma di lungo respiro; e risponderebbe ad un bisogno neurologico (*“there are powerful new forces that may be affecting the way we all think, and our brain is adapting neurologically to increasing volumes and velocities of information by shortening attention spans...short-termism has tended to become entrenched in fund management...In the past decade a survey has shown that US managers would reject productive capital investment if it lowered earnings below quarterly consensus expectations”* da: A Long History of Myopic Investing Financial Times fm May 16 2011 page 30). In pratica sta succedendo quello che veri economisti come Jevons, Pigou, Marshall e Keynes nel secolo scorso paventavano: che il perseguimento del solo profitto a breve termine potesse essere il vero freno

all'espansione economica. Secondo S&P nel 2010 l'ammontare di operazioni di riacquisto di azioni proprie dal mercato, che ha interessato imprese Usa, è raddoppiato rispetto all'anno precedente, raggiungendo \$ 299 miliardi. Sempre S&P stima che al 31 dicembre 2010 **la massa di liquidità su cui stanno sedute le imprese e non ancora impiegata ha raggiunto \$ 940 miliardi ossia il 13% in più dell'anno precedente**: il valore più alto mai riscontrato dal 1980. Il “dislike” ovvero il **non gradimento** di impieghi produttivi a lungo termine lo si evince anche dall'adozione di tassi di attualizzazione (limatura) dei flussi futuri attesi da un investimento che vengono tenuti irrealisticamente alti e quindi penalizzano le valutazioni di redditività facendo sembrare meno conveniente di quanto in realtà siano effettivamente gli investimenti a medio e lungo termine. Ad uscirne con le ossa rotte sono in particolare i progetti infrastrutturali e quelli in nuove tecnologie (*“excessive discounting reduces investment, especially in projects such as infrastructure and high-tech investments that often yield the highest long term returns and have the greatest impact on growth”* da: : A Long History of Myopic Investing Financial Times fm May 16 2011 page 30). Insomma una totale assenza di virgolettature. Un concerto economico inascoltabile e pericoloso non solo per i timpani.