

THE RULING COMPANIES ASSOCIATION

SOMMARIO (secondo l'interpretazione dei redattori)

MARTIN WOLF, Associate Editor e Chief Economics Commentator del Financial Times, ha iniziato il suo intervento riconoscendo che siamo di fronte alla crisi finanziaria globale più significativa dalla grande depressione: si tratta quindi di un momento particolarmente difficile per il mondo sviluppato, ma forse proprio la crescita dei paesi emergenti ci porterà fuori da questa crisi, riducendola a una "piccola difficoltà locale", per quanto sia partita proprio dagli Stati Uniti, quello che era il centro del sistema.

Il quadro macroeconomico sottostante alla crisi è che il mondo in cui stavamo vivendo da più di 20 anni sta cambiando, dopo oltre 20 anni di crescita sostenuta in tutto il mondo, di "grande convergenza" di tutti i Paesi nel senso della crescita, del movimento costante globale verso il mercato, in presenza di un'inflazione bassa e stabile (salvo alcune oscillazioni in certi anni/Paesi), sottoprodotto del processo di globalizzazione (la Cina produttore di commodity con un tasso di cambio fisso e tassi in caduta ad opera delle banche centrali).

Ma ora si delinea un mondo molto diverso, caratterizzato da uno squilibrio economico globale:

- ▶ La "convergenza" è un processo reale, che sta generando un'enorme domanda di risorse, con un boom nei prezzi di energia, soprattutto petrolio, commodity, e poi alimentari. Abbiamo quindi una serie di processi inflattivi, e questa è la preoccupazione principale delle banche centrali
- ▶ I paesi emergenti sono cresciuti molto più velocemente del mondo sviluppato (oggi il rapporto è circa 3 a 1), e si tratta di paesi molto grandi, per cui il 70 % della crescita ogni anno viene dai Paesi in via di sviluppo
- ▶ Dalla fine del 1999 sono emersi dei divari colossali tra i risparmi e gli investimenti, e l'eccesso di risparmio proviene soprattutto dalle economie emergenti, specie dai Paesi esportatori di petrolio, dalla Cina (a dispetto dello shock petrolifero), dal Giappone, dalla Germania, ecc.
- ▶ Questa liquidità in eccesso è stata assorbita soprattutto dagli USA, e dunque dalle famiglie americane, ma anche da UK, Spagna, Francia, Australia, ecc.. Lì c'è stata la bolla dei prezzi, e quindi i problemi più gravi a livello finanziario. Eurolandia è vicina all'equilibrio, ma con molte differenze fra i Paesi al suo interno
- ▶ Le politiche monetarie sono state orientate ad abbassare i tassi per stimolare la domanda
- ▶ E secondo l'IMF i flussi di capitale aumenteranno ancora nel 2008.

Il meccanismo della crisi

L'espansione colossale della base monetaria dei Paesi esportatori ha dunque creato una pressione inflattiva globale; i prezzi sono cresciuti, fino al momento in cui il rischio è diventato esagerato, e si è passati allora a uno stato di "revulsione": colti dal panico, gli investitori si sono cioè rivolti esclusivamente agli strumenti più sicuri.

Previsioni

Il panico peggiore è ormai superato, dovremmo ora assistere a un rallentamento degli eccessi del credito, e degli squilibri globali. In un paio d'anni il sistema finanziario si riprenderà, la crisi finanziaria alla fin fine si chiuderà con un periodo lungo di domanda relativamente debole negli Stati Uniti, Regno Unito, Spagna e negli altri Paesi che sono stati colpiti da questa crisi.

Si prevede per i prossimi 2/3 anni un rallentamento sensibile - di circa 1.5, metà o un terzo delle attese precedenti - in tutte le economie coinvolte (USA UK Giappone Eurolandia), ma non una grave recessione.

Tuttavia, il tasso aggregato di risparmio delle famiglie nei paesi importatori non può più essere pari a zero. E' perciò che una parte del prestito netto cerca di spostarsi verso Eurolandia, contro la resistenza della Germania, ed è perciò che l'Euro è così forte. Questo apprezzamento, la resistenza della BCE, e il peggioramento dei mercati per le economie che dipendono dalle esportazioni potranno comportare un declino nella crescita attesa in Eurolandia anche superiore a quello degli USA.

Un motivo di ottimismo è la grande *resilience* delle grandi economie emergenti: le previsioni di crescita per Cina (10%) e India (8%) restano eccellenti, la loro solvibilità forte, e quindi la loro

possibilità di spendere. Se il prezzo delle risorse non esploderà, riusciremo a superare questa crisi. E il motore della crescita andrà sempre più verso la direzione dei Paesi in via di sviluppo.

Quali sono i possibili rischi?

- ▶ un declino incontrollato del dollaro: improbabile perché i 2 terzi delle riserve valutarie dei Paesi investitori sono in dollari. Piuttosto, una parte del surplus si sta spostando verso l'Euro.
- ▶ la carenza delle risorse, se come sembra la produzione OPEC non aumenterà, e nonostante gli avanzamenti tecnologici la domanda non diminuirà.
- ▶ il protezionismo, che nonostante gli interessi economici contrari potrebbe aumentare per la recessione americana e l'aumento dell'euro
- ▶ minacce geopolitiche collegate al declino degli USA
- ▶ e il discorso Cina.

ALESSANDRO PENATI, Professore di Finanza alla Cattolica, ed editorialista, sul piano dello scenario macro conferma che in prospettiva storica, l'inflazione nel mondo è stata veramente bassa e stabile, grazie alla discontinuità tecnologica, e poi alla produzione a basso costo dei Paesi emergenti.

Ma ora i prezzi delle materie prime e i salari nei paesi emergenti cominciano a salire, e quindi l'inflazione nei prossimi anni sarà più elevata del 2 % implicito nelle previsioni delle Banche centrali.

E' vero che un po' d'inflazione aiuta a risolvere il problema degli immobili; ma queste aspettative di inflazione non sono incorporate nei prezzi dei titoli obbligazionari di Stato a lungo termine, e il rialzo strutturale dei tassi a lungo termine non è incorporato nel costo medio ponderato del capitale al quale le imprese scontano i *cash flow* di lungo periodo. La bolla immobiliare è *worldwide*, e poiché la ricchezza immobiliare è enorme, lo shock deflattivo sui consumi avrà grande impatto.

Questi elementi spingeranno per una compressione dell'attività economica ancora a lungo, e suggeriscono che lo scenario di crescita sarà la metà o un terzo della crescita potenziale.

Le prospettive del sistema creditizio

C'è davvero un credit crunch? I bilanci delle banche non si stanno contraendo e i tassi di default non crescono. Tuttavia, i fenomeni macro hanno fatto sì che il prezzo del rischio creditizio nel mondo sia aumentato: sui bilanci dell'attivo bancario dovremmo fare -10% per tutto ciò che è tripla "A", -25% per tutto ciò che è *high risk*. In sostanza, gli *asset* stanno diventando molto più rischiosi.

Data la difficoltà in questo momento di raccogliere equity, non ci potrà essere una massiccia ricapitalizzazione, e quindi prima o poi i bilanci delle banche si ridurranno e il credit crunch arriverà. Fanno meglio gli USA a ricapitalizzare utilizzando l'equity dei Paesi emergenti, e a ridurre l'attivo.

Il rendimento sul capitale delle banche è salito dal '96 rispetto al resto dell'economia, ma a causa di un più alto utilizzo della leva, un maggior rischio relativo. La rischiosità delle banche europee non è molto diversa da quella delle banche americane, e anche la dimensione del loro attivo si andrà a ridurre, e si avranno ricapitalizzazioni.

Ci vorrà tempo perché il sistema creditizio riesca a uscire dal pantano, e i livelli di redditività caleranno.

Il credit crunch arriverà anche nelle "quasi banche" - cioè nelle aziende di beni durevoli che finanziano gli acquisti, e l'effetto sarà quello di una riduzione della crescita economica.

Occorre una regolamentazione?

Questa crisi finanziaria, come quasi tutte, deriva dal fatto che quando il valore di un asset sale molto si possono fare soldi, e qualcuno ne vuole fare di più, specie se ritiene di non perdere quando i prezzi scendono. Il danno della bolla dipende anche dalla liquidità degli asset - e gli immobili e gli asset back security sono due attività appunto poco liquide.

Per evitare questi eccessi, occorre una riforma della regolamentazione che generalizzi i 3 principi che guidano il mercato dei futures: limiti di indebitamento, ma per tutti gli operatori; prevedere, per ogni strumento di debito, una parte di collateral o di equity che assorba le prime perdite; stabilire un clearing system che determini un prezzo uguale per tutti.

Ad ogni modo, al di là delle possibili regolamentazioni, le decisioni d'investimento sbagliate hanno un costo, che deve essere accettato purché gli azionisti ne accettino le conseguenze.

SERGIO ERMOTTI, Group Deputy Chief Executive Officer dell'UNICREDIT GROUP, ammette che il sistema finanziario deve fare un mea culpa, ma ricorda che ha anche aiutato a far crescere l'economia, e che anche le rating agency hanno contribuito alla crisi di fiducia nel sistema.

Ora occorre ovviamente praticare un deleveraging, ma una regolamentazione imposta non sarebbe costruttiva.

Non si poteva prevedere la crisi di liquidità che è stata improvvisamente innescata dai mutui subprime. Questa crisi ha determinato un aumento del costo del funding delle banche. Le banche non possono come i petrolieri passare subito questo costo ai clienti, poiché determinerebbero una paralisi dell'economia.

Agiranno perciò in modo responsabile e graduale, ma intanto per il momento chi ha pagato la crisi sono gli azionisti delle banche. In seguito il deleveraging aumenterà il costo del credito, e determinerà una razionalizzazione, con impatto sull'economia reale. Le imprese italiane usano in maniera più ampia delle imprese europee il debito a breve termine per finanziare le attività correnti; a basso costo: è il momento di ristrutturare i bilanci e avere un diverso mix di breve e lungo termine.

FRANCO MASERA, Partner e Amministratore Delegato di KPMG ADVISORY, propone una metafora per descrivere lo scenario macro: le economie del mondo occidentale e le economie dei Paesi emergenti sono come due continenti in avvicinamento, di forza equivalente se si considerano il reddito procapite (rapporto 1 a 10) e le dimensioni numeriche delle rispettive popolazioni. Tra questi due continenti ci sono pressioni convergenti nel senso della ripartizione della ricchezza: perché è ovvio il rallentamento della crescita del mondo occidentale – anche se la convergenza non potrà realizzarsi a breve.

In questo scenario l'unica strategia possibile per il mondo occidentale è cercare di sostenere nel tempo il differenziale di PIL procapite, e a tal fine occorre puntare sui fattori di vantaggio competitivo che consentono di creare un differenziale di valore del lavoro in una scala 1 a 10, 1 a 5: l'utilizzo dei marchi.

Dato che nel mondo emergente le tecnologie di manufacturing migliorano, il mondo occidentale si deve qualificare come mondo dei servizi, comprensivo anche del manifatturiero che ha un valore aggiunto fatto da ricerca e sviluppo e dal marchio, o un'automazione che rende meno rilevante il costo del lavoro.

In altre parole, occorre una ripartizione dei ruoli in questa macroeconomia mondiale, in cui il mondo occidentale deve cercare di dominare il terziario, più che cercare di confrontarsi su un'economia di produzione industriale dove nel lungo termine è assolutamente perdente.

L'Europa dovrebbe utilizzare l'indebitamento sull'euro per costruire infrastrutture, ed ha 10/15 anni per sfruttare questa leva – cosa che la BCE non fa.

Nel mondo manifatturiero la globalizzazione ha significato soprattutto concentrazioni su scala globale e conseguenti economie di scala. Ormai il vero mondo da integrare è rimasto quello del terziario, ma qui la centralizzazione non è utile, serve invece il networking sul territorio. Un processo di centralizzazione nel terziario comporterebbe un impoverimento delle competenze nei paesi che perdono gli head quarter: e da questo punto di vista per l'Italia il processo di apertura è discutibile

IGNAZIO ROCCO DI TORREPADULA Senior Partner & Managing Director di The Boston Consulting Group, concentra il proprio intervento sulle prospettive per il sistema finanziario.

Ricorda che per 10/15 anni gli impieghi delle banche nel mondo occidentale sono cresciuti al 10/12 %, i depositi al 4/5%, e che il gap è stato finanziato per un terzo da un **circuito parallelo a quello delle banche**: con una leva finanziaria enormemente più alta e una trasformazione di scadenze selvaggia.

Nel prossimo futuro questi fondi ritorneranno verso il sistema bancario, stabilizzando il sistema con meno leva. Ci sarà competizione fra le banche per assicurarsi i depositi, e la liquidità aumenterà di valore per diversi anni.

Quale sarà l'impatto al di fuori del sistema finanziario?

L'importanza delle fonti di liquidità all'interno dell'impresa aumenterà molto, e tutti i piani di crescita aggressivi dovranno essere ridimensionati.

Circa il tema sollevato da Franco Masera, della globalizzazione e dei servizi, sottolinea che globalizzazione significa comprare in qualsiasi parte del mondo non solo capitali, ma talenti, innovazione, idee, e questo riguarda anche il mondo dei servizi

A questo proposito, Martin Wolf aggiunge che oggi quasi tutto il valore aggiunto della produzione di fatto è nei "servizi" ad essa correlati; ma nega che oggi i "servizi" siano meno scambiabili dei beni, in quanto richiedono un contatto locale: anzi, grazie alle moderne tecnologie sono ancora più scambiabili.

E' vero che per rimanere un Paese ricco con costi di manodopera molto elevati è necessario fare cose più intelligenti: ma questo vale per qualunque settore, non solo per i servizi.