



LA ROSA DEI VENTI

3 LUGLIO 2013

Chi siamo, da dove veniamo

La crescita del debito privato e pubblico

La crescita economica del mondo (diciamo quello sviluppato) dagli anni '50 fino ad oggi, ha visto crescere più che proporzionalmente il debito contratto rispetto alla crescita stessa. Ad esempio, ogni dollaro usd di prodotto interno lordo degli anni '50 aveva un corrispondente 1,4 usd di debito (privato e pubblico). Oggi per ogni usd di crescita prodotta si hanno a fronte 3,5 usd di debito. Questo debito, che ha finanziato lo sviluppo immobiliare ed i consumi non sostenuti però da redditi crescenti, è diventato ad un certo momento un problema. Il **fallimento di Lehman Brothers** del 2008 ha creato uno spartiacque in quanto, da quel momento in poi, l'economia privata e le banche in particolare non hanno più potuto godere di un facile accesso al credito come, invece, era avvenuto in passato. Per evitare una corsa da parte dei creditori a chiedere il rientro dei capitali prestati ai propri debitori, il **debito privato ha iniziato ad essere sempre più coperto dal debito pubblico.**

Per un paio di anni il mercato ha finanziato i titoli pubblici accontentandosi di bassi tassi di interesse nonostante le finanze pubbliche andavano via via peggiorando. Poi il mercato ha preso atto che il finanziare debitori sempre più indebitati, nonostante fossero Stati Sovrani, a bassi tassi fosse un controsenso. Il mercato ha quindi iniziato a distinguere fra i debitori pubblici, richiedendo a quelli ritenuti meno solvibili un interesse più elevato (il fenomeno dello **spread**). Da questa crisi finanziaria, che ha visto negli Stati Uniti l'epicentro del problema, **è iniziata una crisi economica molto profonda che tuttora persiste a livello mondiale**, con l'area Euro ed alcuni paesi come l'Italia in particolare difficoltà. Nello specifico, la situazione economica vede oggi il mondo sviluppato in una grave situazione di sovra capacità sia produttiva che di lavoro. Anche il mondo così detto emergente sta cercando una riconversione del proprio modello di crescita basato prevalentemente su domanda estera volgendo verso politiche economiche sempre più di stimolo alla domanda interna. **Da tale situazione non sarà facile uscirne facilmente e sarà necessario diverso tempo.**

Il ruolo delle Banche Centrali

Proprio per aver voluto (giustamente) evitare un crash mondiale della finanza come purtroppo avvenne negli anni '30 del secolo scorso, le principali Banche Centrali mondiali, con capo fila la FED americana, hanno iniziato ad adottare **politiche monetarie straordinarie** e senza precedenti sia per intensità di stimoli che per estensione temporale di implementazione, nel tentativo sia di rassicurare i creditori di questo debito accumulato che di reflazionare le economie, sperando che in questo frattempo qualche cosa potesse migliorare.

Negli Stati Uniti i bassi tassi di interesse indotti dalla FED, unitamente a nuovi fonti energetiche a basso costo (shale oil e gas), **stanno cominciando infatti a portare qualche effetto positivo** all'economia.



La straordinaria iniezione di liquidità che viene "stampata" dalla FED, dalla Banca di Inghilterra, dalla Banca Svizzera e, recentemente, da quella Giapponese viene immessa sul mercato tramite l'acquisto di titoli finanziari che il mercato detiene o che deve emettere per finanziare il proprio fabbisogno di cassa. Ogni Banca Centrale adotta questa omogenea politica non convenzionale per le proprie finalità.

La FED, in particolare, sta comprando più della metà delle emissioni che il tesoro americano emette sul mercato. La banca Svizzera, per evitare l'apprezzamento del franco, ha portato gli attivi del proprio bilancio (che rappresentano quasi il 90% del PIL Svizzero) a detenere prevalentemente divise estere, euro in particolare. Quella giapponese si è riproposta un target di inflazione del 2%, inducendo una forte svalutazione dello Yen, con l'obiettivo di stimolare la domanda estera e di "inflazionare" i grandi risparmi accumulati negli anni dai giapponesi in modo da farli confluire nell'economia tramite consumi ed investimenti. Possiamo notare che, se la crisi finanziaria è iniziata quando si è preso atto che il troppo debito emesso rischiava di non trovare controparti solvibili, la "medicina" adottata (cioè la stampa di liquidità) non è servita a ridurre il problema del debito accumulato complessivamente ma è servita (o sta servendo) a far ridurre il debito privato a scapito di un forte incremento di quello pubblico. **La metà di questo debito complessivo è ora "in pancia" alle Banche Centrali che se lo sono comprato con una ricchezza nuova creata "magicamente".**


Liquidità, economia reale e inflazione

Questa liquidità straordinaria immessa sul mercato, se arrivasse all'economia reale andando a finanziare consumi ed investimenti, farebbe esplodere l'inflazione. Purtroppo però molti fattori impediscono per ora questo trasferimento (appunto la sovra capacità di offerta, produttiva e di lavoro, il costo del lavoro che è inibito da rivendicare aumenti, la mancanza quasi generalizzata di "pricing power" da parte delle aziende principali). Di conseguenza questa liquidità si concentra su di un solo mercato, quello finanziario, facendone salire i prezzi. Il rialzo dei prezzi di beni reali si chiama appunto **inflazione**, il rialzo dei prezzi di beni finanziari la chiamiamo, invece, **performance**. *E' purtroppo chiaro che una situazione di questo tipo lasci quanto meno perplessi noi operatori che tutti i giorni dobbiamo scegliere attivi corretti dove investire i risparmi che ci vengono affidati.*

Dove mettere i soldi?

Dovendo scegliere oggi dove investire fra liquidità, obbligazioni o azioni, **riteniamo che gli attivi più a rischio siano proprio le obbligazioni che riconoscono un rendimento troppo basso** per un rischio peraltro neanche così facile da evidenziare. La liquidità potrebbe essere un'alternativa; va però attentamente monitorato il rischio di controparte (la banca) in cui la si detiene e di come questa la utilizza quando la investe nei propri attivi.

Alla fine, dovendo quindi dare una preferenza, pensiamo che aziende globali che producono beni che la gente utilizza e che producono fatturati e cash flow alle aziende stesse, siano probabilmente in questo contesto la scelta più corretta. Per questo motivo l'incremento graduale di quote azionarie a discapito di esposizioni obbligazionarie ci sembra un percorso corretto da seguire.



Questo non vuol dire che non possano verificarsi correzioni, anche importanti, di mercato. Anzi, proprio ***quando si inizierà a parlare seriamente di fine di queste politiche monetarie ultra espansive da parte delle banche centrali, l'uscita dal mercato di questa liquidità (e dagli investimenti fatti fino a quel momento) sarà ordinata come potrebbe uscire una folla di persone da un cinema in fiamme*** (riporto questa frase che ho recentemente trovato su di un quotidiano e che credo renda bene l'idea).

Però il mondo sopravviverà (speriamo) e sopravviveranno le aziende leader di mercato che probabilmente diventeranno ancora più grandi ed importanti.

MJ

8 Maggio 2013

Il presente Il presente documento è riservato esclusivamente a investitori professionali e controparti qualificate. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non costituiscono un'offerta ma hanno solo uno scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Azimut nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti.