



## LA ROSA DEI VENTI

SETTEMBRE 2013

### **Il ridimensionamento delle aspettative**

---

Sono trascorsi cinque anni da quando il mondo ha preso consapevolezza che la crescita economica in occidente, sostenuta dalla finanza, non è più credibile ne tantomeno sostenibile. Quello che è successo in questi anni è ben noto ma possiamo dire oggi che i fattori che hanno portato alla più grande crisi finanziaria che a memoria di uomo (vivente) si ricordi ed alla conseguente profonda recessione economica, ancora in corso soprattutto in Europa, siano stati superati? Purtroppo no. Se quantifichiamo l'ammontare in circolazione di derivati, di debiti cartolarizzati e non di famiglie ed imprese, di debiti pubblici e di quantità di moneta (che non è altro che il debito della Banca Centrale che l'ha emessa) ci accorgiamo che i valori sono ancora gli stessi, se non più elevati di prima. Si è sicuramente ridimensionata (un po') la leva finanziaria delle banche (soprattutto negli Stati Uniti) ma sono aumentati i debiti pubblici e le masse monetarie. In sostanza è mutato l'ordine dei fattori senza che per questo ne sia cambiato il risultato finale: il debito complessivo del sistema.

### **L'economia reale, gli strumenti finanziari e le borse**

Ci ritroviamo dopo questi cinque anni con una disoccupazione più elevata, in particolare giovanile da "post guerra", con imprese scarsamente competitive, con "Unioni Economiche" unite solo di forma e con una concorrenza spietata fra le aree del pianeta ad attrarre risorse con metodi e modalità da "guerriglia" economica. Ci ritroviamo con molti paesi, fra i quali la nostra Italia, che soffrono l'emigrazione di imprenditori che non riescono più a fare impresa nel proprio paese o di giovani brillantemente formati che non riescono a trovare un lavoro coerente al proprio investimento intellettuale.



Dopo cinque anni di immissione di liquidità è difficile riconoscere il vero "valore" di uno strumento finanziario e soprattutto se trova riscontro nel suo sottostante reale. La borsa più importante del pianeta, quella americana, è salita dai suoi minimi del 2009 più del 140% ma con espansione dei profitti delle stesse imprese cresciuti meno della metà. I prezzi delle obbligazioni sono saliti per il solo fatto di essere stati acquistati con una liquidità facilmente messa a disposizione e che ha permesso ai debitori (soprattutto gli Stati) di riconoscere tassi di interesse decrescenti quando invece i loro debiti (ed il loro conseguente potenziale rischio di insolvenza) erano in aumento.




## **Dove è finita questa enorme liquidità?**

Buona parte di questa liquidità immessa ha trovato rifugio in aree emergenti che presentavano condizioni di crescita più elevata, di debiti inferiori e di remunerazione dei capitali molto più vantaggiose. Anche la Cina, che si apprestava a divenire la seconda economia del pianeta, ha dovuto a suo tempo intervenire per sopperire al crollo della domanda estera dell'ultimo trimestre 2008, iniettando enormi risorse pubbliche accumulate negli ultimi trent'anni per fornire, da un lato, occupazione a centinaia di milioni di persone che rischiavano di perderla e dall'altro per aumentare le infrastrutture del paese e favorire lo sviluppo urbano. Questo processo ha ridato speranza ed ha consentito un maggior dinamismo nei mercati globali. Il ridimensionamento delle aspettative che le economie occidentali rischiavano di sperimentare bruscamente è stato attenuato, ma forse solo rimandato, con la prospettiva di una nuova domanda proveniente dai consumatori dei mercati emergenti. Per i cittadini dei paesi così detti sviluppati, dove vive il 15% ca della popolazione mondiale e che consuma l'80% delle risorse del pianeta, sarà però difficile evitare di ridimensionare nel tempo i propri standard di vita e le proprie aspettative. Il processo di invecchiamento demografico imporrà costi sociali crescenti a fronte di contributi produttivi decrescenti. Lo sviluppo del credito e dei prodotti sperimentato in occidente, ora in netto declino, si è trasferito nei mercati emergenti permettendo a decine di milioni di persone di passare dalla povertà alla classe media e potenziando la popolarità dei partiti di governo e dei loro leader, anche per il tramite di promesse di sviluppo ancor più ambiziose. In Cina il credito concesso per lo sviluppo immobiliare e gli investimenti "ombra" fuori dai bilanci delle banche minacciano ora una possibile bolla. I costanti flussi finanziari in entrata che hanno accompagnato le aspettative più elevate di successo da parte di questa nuova classe media si trovano ora in contrasto con prospettive economiche più modeste anche per questi paesi. Le proteste in Turchia e Brasile, innescate da eventi locali, sono in realtà un malumore da parte dei cittadini che si sentono ora in diritto di godere di governi più responsabili e servizi pubblici di maggior qualità.

## **Il ritiro della liquidità dal sistema sarà un processo delicato e lento**

La liquidità immessa dalla Fed e dalle altre Banche Centrali dei paesi sviluppati ha ancor più enfatizzato il fenomeno dei flussi finanziari (ma non di investimenti industriali o strumentali) indirizzati verso questi paesi. Se da un lato le operazioni di Quantitative Easing hanno evitato l'imponderabile, dall'altro le economie ed i mercati finanziari, non solo degli Stati Uniti, sono diventati ora ostaggio di queste politiche monetarie molto aggressive. E' bastato mettere in discussione la loro continuazione nel giugno di quest'anno, che sarà comunque inevitabile, per far incrementare i tassi di interesse sui mercati obbligazionari e provocare un enorme deflusso di investimenti finanziari dai mercati emergenti, con pesanti ripercussioni sulle valute di questi paesi. Molti di questi, che presentano squilibri nelle loro partite correnti, hanno beneficiato di uno sviluppo economico appunto finanziato con dollari US che rischia fortemente di ridimensionarsi se questi dollari dovessero uscire troppo velocemente, come si sta purtroppo recentemente verificando.

I mercati presentano ora una forte dipendenza, soprattutto psicologica, dalla "droga" della liquidità della Fed. La stessa Banca Centrale americana però non può permettersi di veder salire troppo velocemente i tassi di interesse per non incidere sul costo dei mutui (e l'effetto negativo lo si sta già verificando con discordanti dati statistici del settore immobiliare) e per non minare una ripresa ancora fragile.



Lo stesso costo del debito statunitense, che presenta oggi un onere medio del 2% ca e che rimborserà il 50% nei prossimi tre anni comporterebbe al Tesoro US maggiori oneri per 170 miliardi di dollari all'anno per ogni aumento dell'1% del tasso di interesse. Quindi il ritiro della liquidità (l'exit strategy) della Fed dovrà essere gestito con molta attenzione.

## **Meno liquidità ma un “nuovo mercato emergente”: gli Usa**

Da una ricerca McKinsey esiste un potenziale di 150 miliardi all'anno in più di PIL (1%) negli Stati Uniti. I fattori di svolta vanno dal boom energetico, alla manifattura ad alta densità tecnologica e all'interscambio commerciale. Ma soprattutto lo sviluppo delle risorse intellettuali (i fattori immateriali come ad esempio le spese per la ricerca e i diritti d'autore, indipendentemente dai ricavi che saranno realizzati, sono ora inseriti come fattori di contribuzione al PIL) e lo sviluppo delle infrastrutture potranno portare in dote nel prossimo decennio 2.300 miliardi di dollari. Gli Stati Uniti quindi potrebbero candidarsi come il nuovo “mercato emergente” del 21° secolo.

## **Quali prospettive per i nostri risparmi nel breve termine?**

Cosa dobbiamo aspettarci nei prossimi mesi autunnali? Diverse sono le incognite che dovranno essere risolte, a partire dalla quantificazione della riduzione di acquisto titoli con contestuale stampa di dollari da parte della Fed (17 e 18 settembre). Poi le elezioni tedesche (22 settembre) sanciranno se l'area Euro rimarrà così come la conosciamo. Nel frattempo incombe anche una possibile crisi politica italiana che potrebbe portare verso elezioni anticipate e che, senza una modifica della attuale legge elettorale, difficilmente potrà far emergere una compagine stabile di governo. Anche i “venti di guerra” siriani sono motivo di preoccupazione. E' probabile quindi che un aumento della volatilità sarà da mettere in conto.

E allora dove riporre i nostri risparmi che sono frutto di ricchezza vera e di sacrifici affinché siano tutelati nel migliore dei modi? Visto che non esiste coerenza, o che è difficile individuarla, fra valore finanziario e valore reale di un investimento, sia che sia emesso da una banca, da uno Stato o da un'azienda, la risposta che ci dobbiamo dare è sempre la stessa e cioè valutare l'affidabilità, o rischio di controparte, del nostro oggetto di investimento più che il suo rendimento, passato o prospettico. Allora i vecchi principi della diversificazione e del valutare l'orizzonte temporale del nostro investimento coerente ai nostri obiettivi tornano sempre in auge. Potremo evitare una nuova crisi finanziaria se i motivi che hanno portato a quella del 2008 sono ancora sul tavolo? Probabilmente no. Ma se ciò dovesse verificarsi, aver riposto fiducia in una parte del proprio capitale, quella parte di cui ragionevolmente non dovremmo necessitare per potenziali spese impreviste, in un'azione della Coca Cola o della Roche, cioè in aziende leader mondiali da considerarsi veri beni reali, avrà probabilmente trovato una controparte affidabile con la quale condividere il destino del nostro investimento.



*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.*