

Montagne e Colline

Entriamo nel nuovo anno 2010, e ci ritroviamo a confrontarci ancora con le consuete previsioni sugli andamenti dei mercati. Invariabilmente troviamo proposta la tesi della "montagna di liquidità" pronta a riversarsi sulla borsa e che dovrebbe indurci ad essere fortemente rialzisti. In questa analisi mensile vorrei proseguire il lavoro già iniziato il mese scorso su questo tema, che ci viene ripetuto da anni. A scanso di equivoci vorrei chiarire subito che la massa negli strumenti monetari è certamente cresciuta negli ultimi anni, di più: dai primi anni '80 la massa monetaria non si è mai ridotta anno su anno fino al 2002 e dal 2002 al 2006 è rimasta sostanzialmente stabile. Ma sappiamo anche che in questo stesso periodo abbiamo potuto sperimentare sia un lungo periodo 'toro' sulle borse, sia una bolla immobiliare di incredibili proporzioni. Dopodiché dal 2007 ad oggi la massa di strumenti monetari ha ripreso ad aumentare a causa della ricerca di rifugio degli investitori. Dunque questa teorica montagna di liquidità ha percorso un sentiero di sola crescita negli ultimi trent'anni. Se fosse vero che la presenza di liquidità garantisce il rialzo dei mercati non avremmo visto per due volte (2001 e 2008) gli indici di borsa dimezzarsi; la cosiddetta montagna di liquidità avrebbe svolto da paracadute.... ma così non è stato.

Vediamo perché.

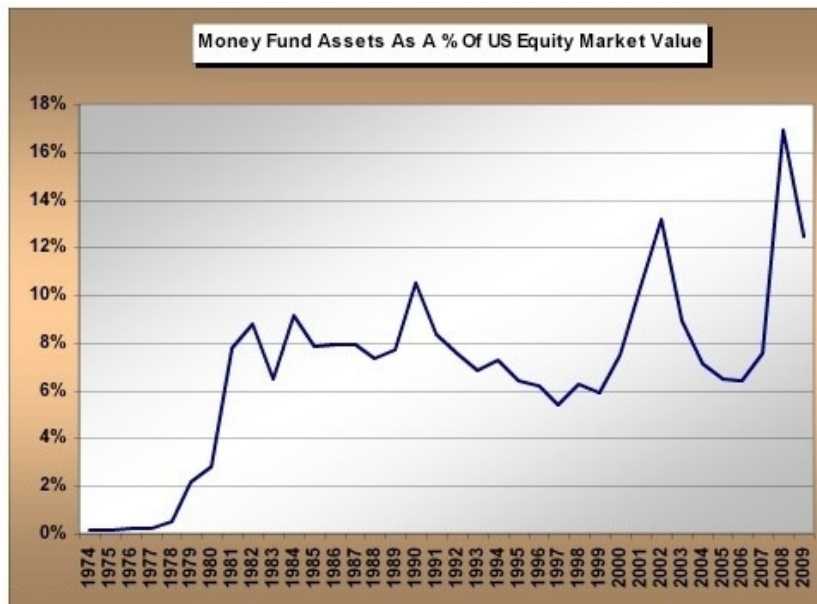
La popolarità degli strumenti monetari è certamente cresciuta molto dai primi anni '80: in alcuni casi erano strumenti nuovi, su cui dirottare i propri risparmi o il cash-flow aziendale, o su cui i piccoli risparmiatori potevano dirottare la loro abitudine di rinnovare periodicamente gli investimenti a breve che erano abituati a sottoscrivere. Insomma: il pubblico che ha avuto modo di accedere a questi strumenti si è molto allargato negli ultimi trent'anni e possiamo scommettere che una gran parte dei capitali presenti in questi strumenti non verrà mai destinata all'investimento azionario. Gli analisti delle grandi banche d'affari trattano questi fondi monetari come se i loro detentori fossero un soggetto omogeneo, ma palesemente non è così.

Comunque, preferisco presentarvi qualche grafico piuttosto che troppe parole, perché spesso un grafico spiega più rapidamente e più efficacemente un concetto che non decine di didascalie. Anziché che guardare genericamente al valore complessivo delle disponibilità dei fondi monetari, vorrei guardare insieme a voi il "cash" per tipologie di investitori. Chi sono i compratori di azioni? I risparmiatori, gli investitori istituzionali, le imprese (attraverso buy-back) ecc.. Quali sono i loro livelli di cash rispetto agli attuali valori di mercato? E relativamente alle serie storiche?

Una nota: negli ultimi giorni dell'anno l' <Investment Company Institute> ha pubblicato un dato: l'aggregato dei fondi azionari e obbligazionari alloca ad oggi un 3,8% degli investimenti in cash. Si tratta di un valore storicamente molto basso (i dati sono registrati fin dagli anni '70) ed il valore minimo è stato raggiunto nell'ottobre del 2007: 3,48%. Dov'è la montagna?

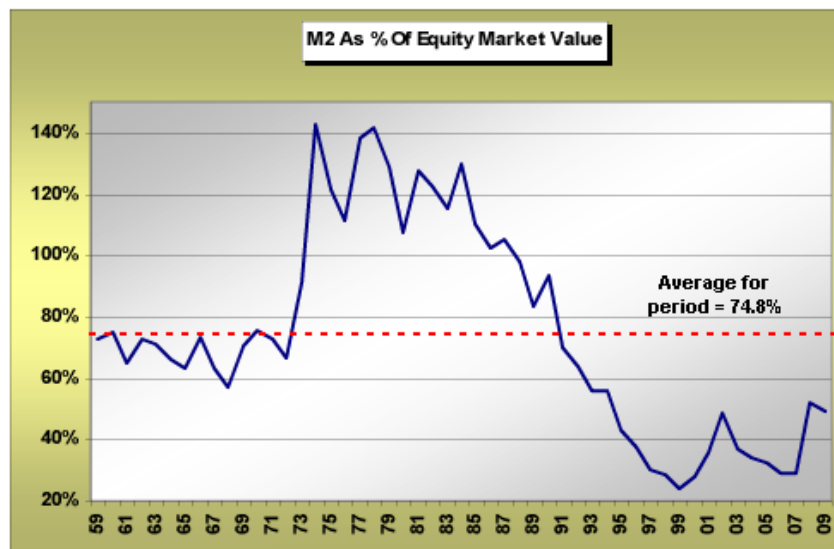
LA MASSA MONETARIA

Sebbene ho detto di voler analizzare le tipologie di investitori, un necessario accenno di tipo 'macro'. Nel grafico seguente potete osservare cosa viene comunemente inteso per 'montagna di liquidità' dagli analisti di Wall Street. È il grafico che rappresenta il valore degli asset dei fondi monetari come percentuale del valore di mercato delle azioni. I dati provengono direttamente dalla Fed:



Crescenti masse di strumenti monetari sono state accumulate sulle fasi di correzione delle borse, dei picchi sono ben visibili in corrispondenza di ogni bear market (inizio anni '90, 2000-2002, e 2007-2008): molti investitori cercavano rifugio dalla bufera che imperversava sui listini, accettando bassissimi ritorni.

Un altro semplice dato macro è l'M2, visto come percentuale del valore dei mercati azionari. Il recente picco che si vede nel grafico che segue è determinato dalla caduta del valore delle azioni e dall'espansione del bilancio della Fed, ma a parte queste amenità, siamo molto al di sotto della media, che è di poco inferiore a 75%

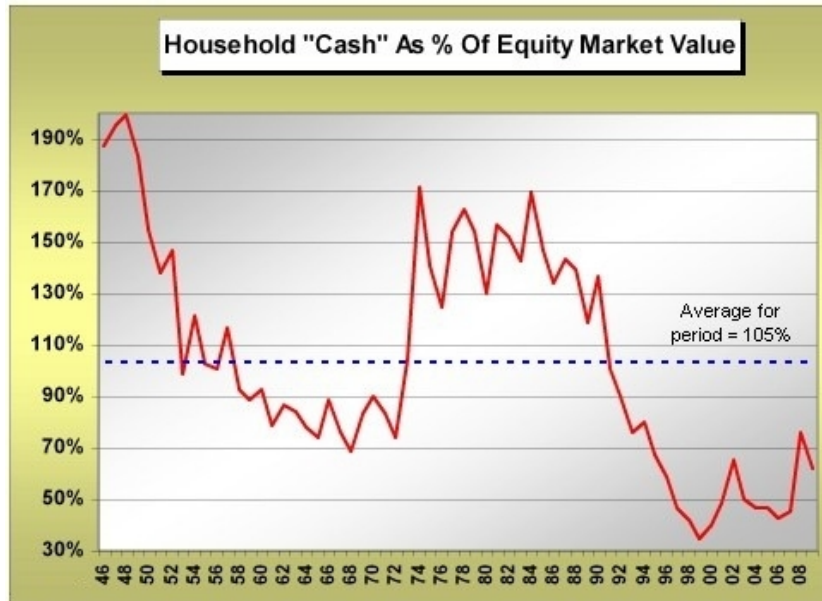


dov'è la montagna?

RISPARMIATORI

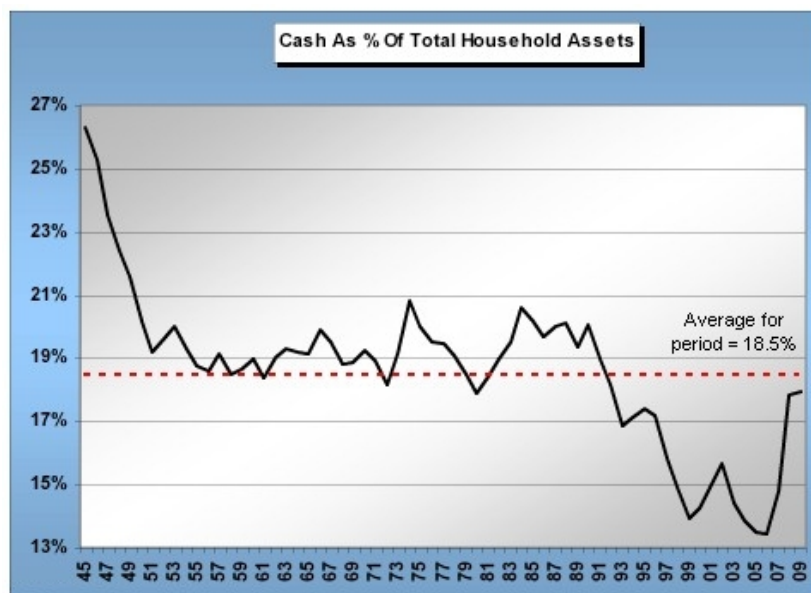
Una breve, ma importante, premessa: con la voce "liquidità" o "cash", si intendono i liquidi in conto corrente, ma anche i conti di deposito, i pronti/termine, i fondi monetari, e anche le obbligazioni a breve (con scadenza inferiore ai 18 mesi). Dunque anziché guardare solo ai fondi monetari, allargando il discorso a tutto ciò che è liquido nei portafogli dei risparmiatori, immaginiamo pure che questi ultimi siano pronti a travasare sulle

azioni tutti i tipi di strumenti liquidi elencati sopra. Ciò che se ne ricava è quello che segue:



Siamo in questo momento intorno al 65%, contro una media storica di 105%. Una collinetta, insomma, più che una montagna. Da notare come i picchi che si vedono negli anni recenti dipendano chiaramente dai crolli di borsa, non da accumuli su strumenti di liquidità (il dimezzamento dei valori azionari ha fatto raddoppiare il valore del rapporto).

Ma come mai non c'è stato accumulo di strumenti di liquidità? Semplice. Parte dei risparmiatori l'ha usata per iniziare a ripianare i debiti. Ricordatevi: hanno solo iniziato. La raccolta netta dei fondi azionari è tutt'ora negativa, qualcosina di positivo hanno fatto gli ETF, ma la somma delle due voci ci permette di sentenziare che i risparmiatori non stanno certo accumulando posizioni azionarie. E come darli torto? Disoccupazione crescente, pressione sui salari, peso del debito che aumenta su immobili che si stanno svalutando... questi poveri risparmiatori scelgono di destinare le entrate all'alleggerimento del peso del debito, cos'altro dovrebbero fare? ..sì ok, qualcuno fa default... Questo processo di riassetamento dei bilanci familiari è ben descritto anche dal grafico che segue:



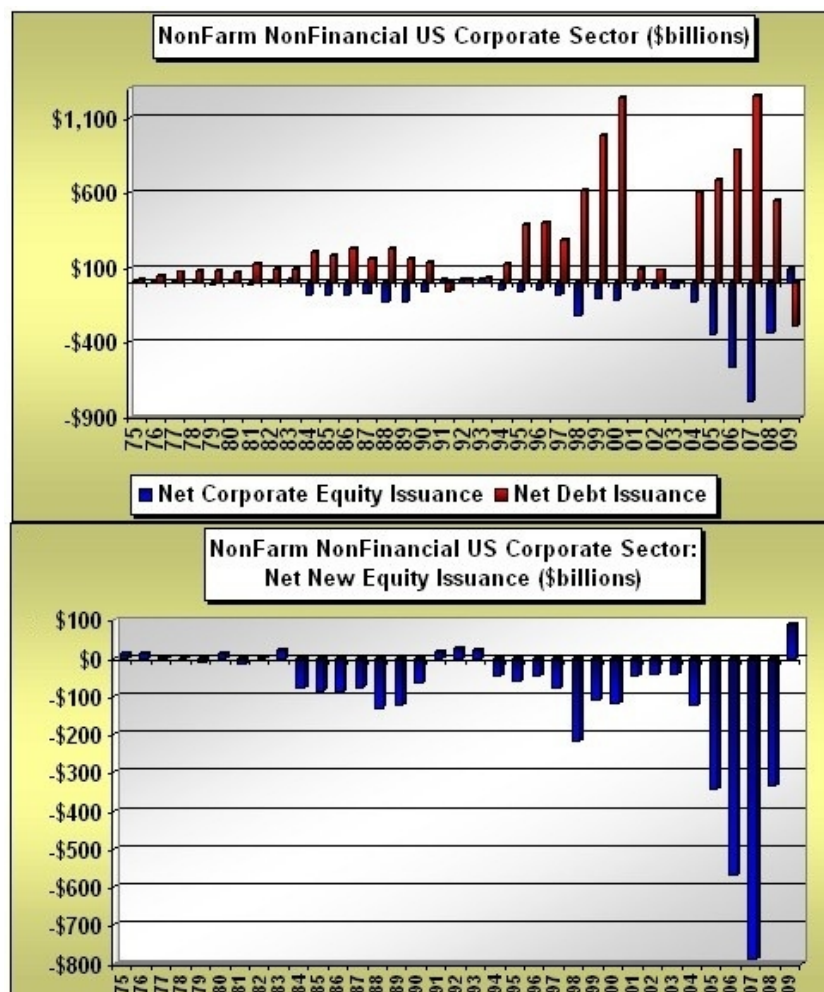
Si tratta dell'ammontare di cash in confronto al totale del patrimonio, nei portafogli dei risparmiatori. Anche qui la forte risalita è dovuta essenzialmente al deteriorarsi dei valori finanziari e immobiliari.

Interessante vero? Dal dopoguerra ai primi anni '90 questo rapporto è stato pressoché stabile con una oscillazione massima del 2%. Poi il cambiamento, fino allo scoppio della bolla immobiliare il rapporto è sceso progressivamente ed è ora tornata nei pressi di quei valori che sono stati normali per decenni. Significa che i risparmiatori sono tornati a fare posizioni su cash? Chiaramente no. E' stato il calo di valore degli asset nel bilancio familiare de risparmiatori a guidare l'inversione.

LE IMPRESE

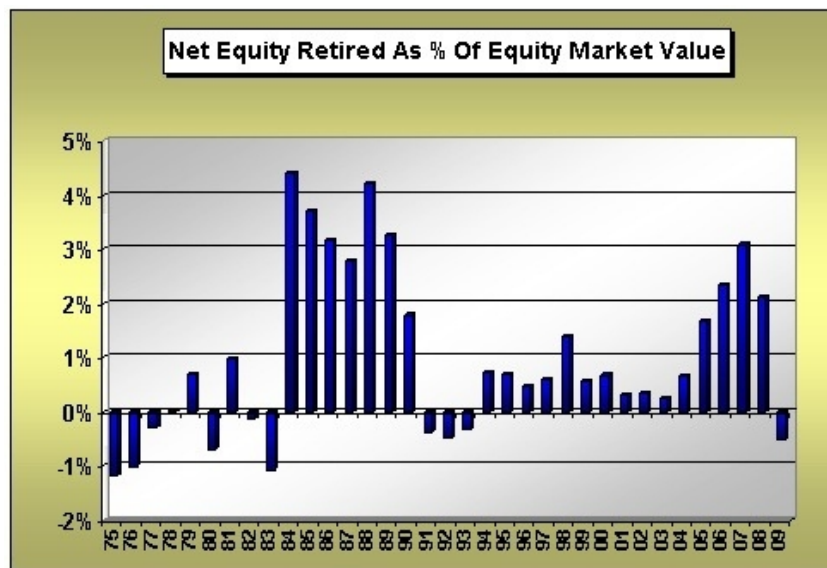
Saprete di certo che le imprese sono importanti acquirenti di azioni, attraverso buyback e operazioni di M&A. Un interessante indicatore, che misura le operazioni degli "insiders" (cioè dei capitani d'industria), ci dice che in questo momento gli insiders sono tutto fuorché rialzisti, con un rapporto vendite/acquisti pari a 30:1. E invece cosa ne fanno della liquidità aziendale? Quale migliore occasione per fare buyback e acquisizioni, se non quella di un pesante storno come quello che abbiamo alle spalle? Sarebbe lecito pensarlo. A meno di far parte del settore industriale, evidentemente, perché come vedete nel grafico sottostante -che illustra le emissioni azionarie e di debito delle imprese- nell'ultimo anno le emissioni di azioni (aumenti di capitale) sono state evidentemente superiori ai buyback, e sul lato del debito si può osservare chiaramente un rientro.

E non trascuriamo il fatto che da questo grafico sono escluse le banche (regine degli aumenti di capitale dell'ultimo anno nonché protagoniste della restituzione allo Stato dei prestiti-tampone fatti con il TARP)

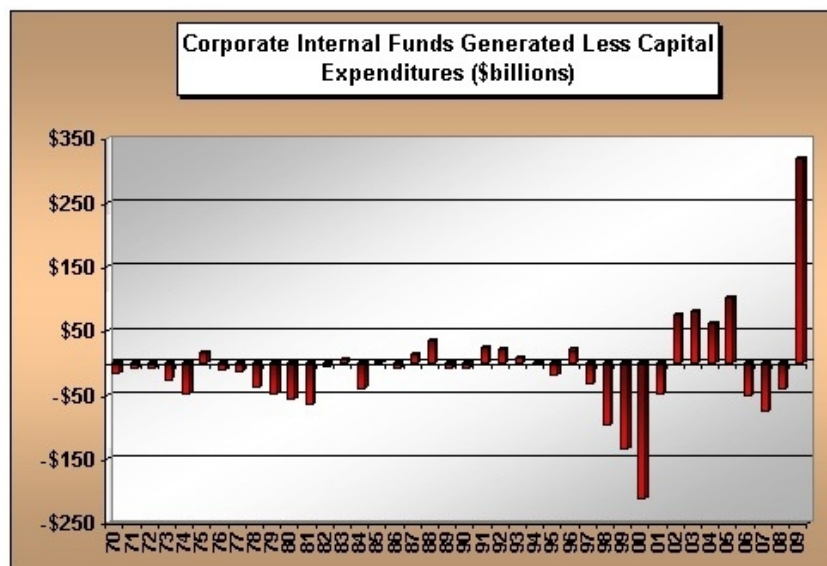


Dunque anche in questo settore la musica dominante sembrerebbe proprio essere quella del ripianamento dei debiti: le aziende raccolgono denaro attraverso gli aumenti di capitale per rientrare dai finanziamenti.

Se andiamo a vedere l'andamento delle distruzioni nette di azioni (stiamo sempre parlando di buyback) dopo anni in cui le azioni venivano progressivamente ricomprate e distrutte in misura ben maggiore a quelle che venivano emesse, assistiamo ad una inversione in territorio negativo, come non accadeva da più di quindici anni. Certo che a pensare che nel 2007 le imprese hanno ritirato il 3% del totale dei valori di mercato, quando aspettando qualche mese avrebbero potuto pagare il 50% in meno fa un certo effetto...

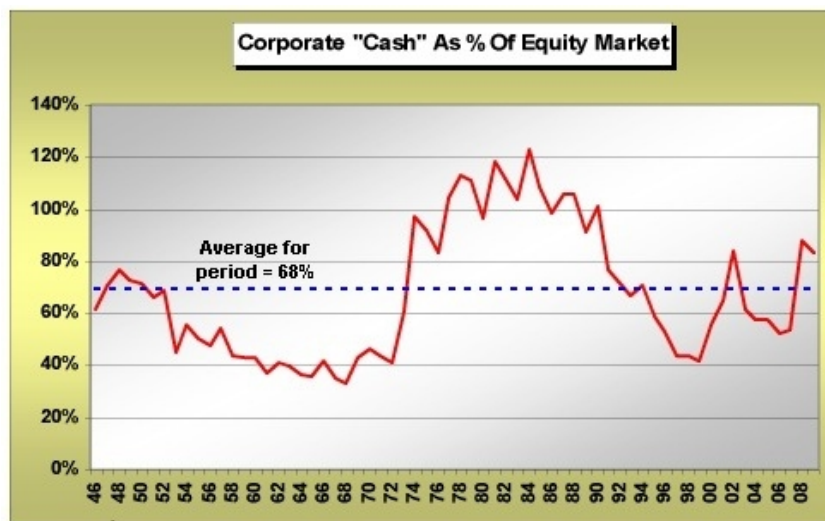


Imprese a caccia di liquidità, esattamente come i risparmiatori, dunque. A questo punto non ci resta che guardare la liquidità delle imprese per completare il quadro. Il grafico qui sotto è sempre figlio dei dati FED e fotografa la generazione di fondi al netto delle spese aziendali. Cash flow positivo? Ma certo. Incassano e non reinvestono nemmeno nel loro stesso business, evidentemente non vedono opportunità nel rimettere denaro in impianti, assunzioni, o per accumulare scorte. E questo nonostante il costo del denaro sia straordinariamente basso. Mi sembra un messaggio molto chiaro e decisamente rilevante, capace di spiegarci anche da dove arriverà l'inflazione: dalla distruzione di capacità produttiva.



Tutta questa liquidità dovrebbe portare comunque le imprese a spendere e reinvestire, almeno speriamo. Il fatto oggettivo purtroppo al momento è che le imprese raccolgono liquidità in ogni modo e si rifiutano di spenderla.

Un ultimo sguardo lo darei al cash delle imprese visto come percentuale dei valori azionari. La media storica è a 68% e al momento siamo a 82%, ampiamente sopra la media. Si tratta però di un valore determinato dalle discese di borsa e dei valori immobiliari (anche in questo caso), perché in termini nominali l'aumento di cash nei bilanci da fine 2007 è pari al 2,1%, cioè briciole.



Concludendo, visto che a questo punto avete un quadro chiaro, l'argomentazione della "montagna di denaro" non è completamente priva di sostanza, ma non è certamente quel grosso elemento che determinerà un mercato toro. I risparmiatori non sembrano affatto avere tutta questa liquidità, e le imprese non mostrano alcuna volontà di spendere quella che stanno accumulando.

In generale una M2 non certamente impressionante, relativamente ai dati storici, cosa ci dice? Che senza dubbio non c'è una premente domanda per le azioni che deriva da una liquidità che ha ansia di posizionarsi. Dunque il solo supporto agli indici rimane al momento la liquidità drenata dalla Fed e dal Governo, perciò sembrerebbe che per ora basti tenere d'occhio le mosse della Fed per capire dove le borse possano andare.