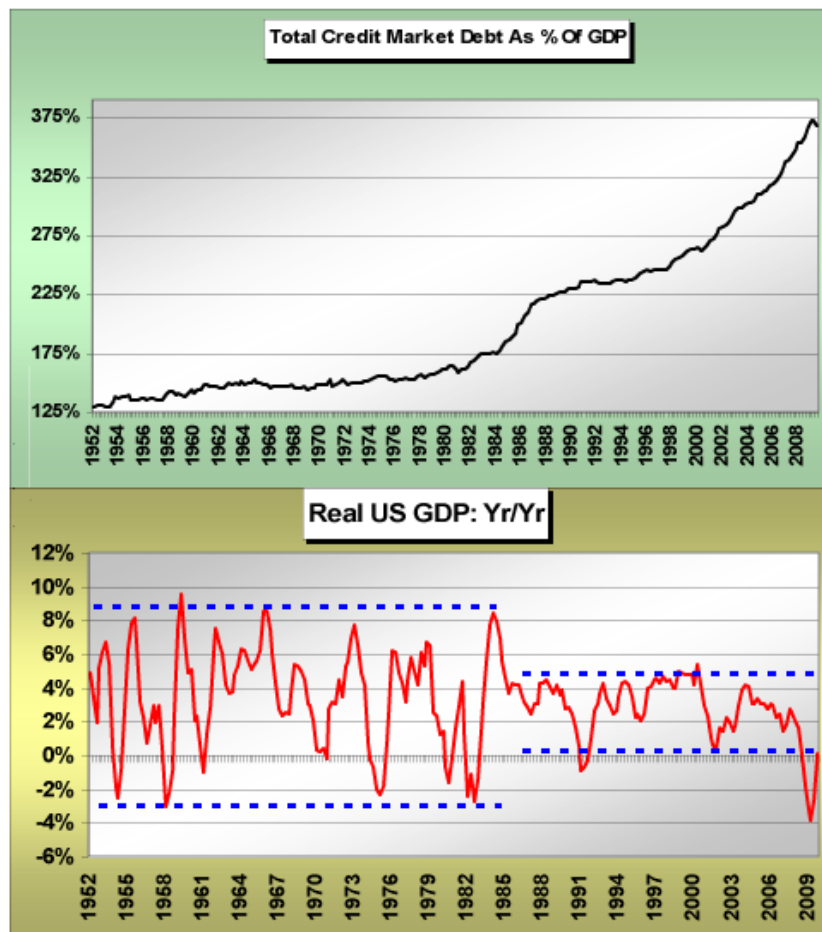


Questioni di ciclo

Come vi ripeto fin da dicembre uno dei temi più caldi di quest'anno rischia di essere l'aumento della volatilità. O meglio: una delle migliori opportunità del 2010 dovrebbe essere comprare volatilità. E non circoscriverei il discorso della volatilità ai soli mercati finanziari.

Vorrei infatti parlare di un altro tipo di volatilità: la volatilità economica. E come sempre vorrei guardarla con un'ottica di lungo termine, nella speranza di "vedere" il futuro più chiaramente. Qui nasce la domanda che può divenire un tema d'investimento per il 2010: guardando al futuro, l'economia americana sarà più o meno volatile di quanto lo sia stata negli ultimi trent'anni? Perché la risposta a questa domanda ha implicazioni dirette nella valutazione delle azioni e del business in generale. E ora -come d'abitudine- fatti, grafici e numeri:

Partiamo, per iniziare, con un grafico familiare: il debito del settore del credito come percentuale del PIL, come potete vedere nel secondo trimestre del 2009 si è formato un 'top' storico. Abbinato a questo vi allego un semplice tracciato della variazione del PIL, aggiornato a fine 2009. La questione è che dai primi anni '50 fino all'inizio degli anni '80 l'economia americana è stata decisamente più volatile che nei trent'anni seguenti: il cambiamento della crescita economica subiva oscillazioni molto più ampie di quanto non sia successo dopo, a parte la recente "uscita dai binari"... Molti analisti sostengono che questo cambiamento è dovuto alla trasformazione degli Stati Uniti da una economia basata sull'industria ad una basata sui servizi, meno dipendenza dal ciclo manifatturiero ha significato una inferiore volatilità economica eccetera eccetera.... sono sicuro che avrete già sentito questa storia, ma è davvero così? E' solo una funzione dell'evoluzione economica o c'è dell'altro, legato al ciclo del credito?



Riassumendo: tra gli anni '50 e '80 la variazione anno su anno del PIL oscillava in una banda di circa 10 punti percentuali (tra il +8% e il -2%), questa banda si è poi dimezzata in un raggio compreso tra 5% e 0%. Meno volatilità e cicli più estesi. La coincidenza curiosa è che negli ultimi trent'anni ci sia stato anche l'accelerazione del ciclo di credito dei baby-boomers, dunque c'è stato un cambiamento intergenerazionale di attitudini "con leva" (se mi permettete). Pertanto: è stata il supposto cambiamento dell'economia dall'industria ai servizi a causare il calo della volatilità economica? Oppure è stata la mutata natura del ciclo del credito? In fondo, una risposta potrebbe stare nell'intervento governativo di stimolo all'economia dell'ultimo anno, il cui scopo era.... riattivare il ciclo del credito, se ben ricordo...

Come dicevo prima, la compressa volatilità ha portato cicli economici più estesi, provo a documentarlo con una tabella.

Durata dei cicli economici espansivi negli USA	
Periodi di espansione	Mesi di espansione
5/54 - 8/57	39
4/58 - 4/60	24
2/61 - 12/69	106
11/70 - 11/73	36
3/75 - 1/80	58
7/80 - 7/81	12
11/82 - 7/90	92
3/91 - 3/01	120
11/01 - 12/07	73
media '54 - '82	45,8
media '82 - '07	95
Media generale	62,2

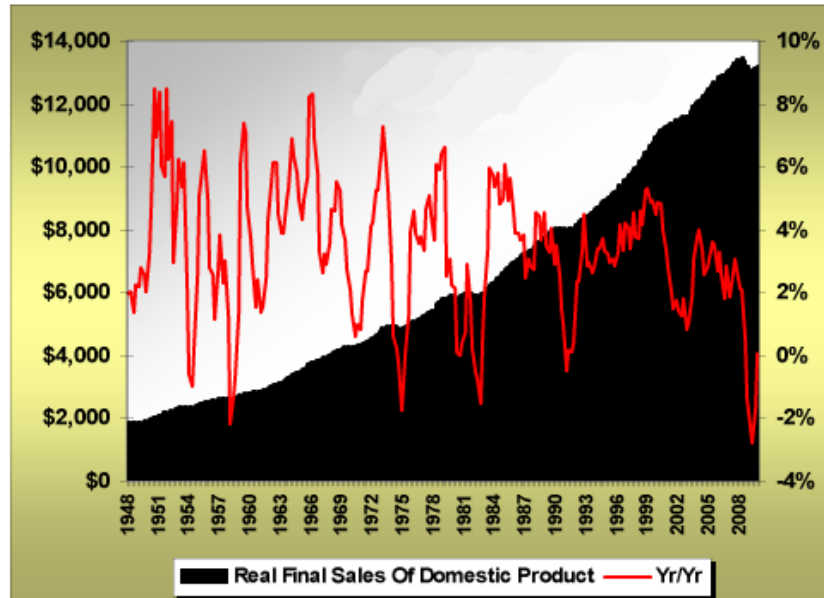
Dunque, numeri alla mano, la volatilità dimezzata si è accompagnata ad un raddoppio della durata del ciclo espansivo. Ancora: a causa della crescita dei servizi o del credito? Ricorderete dalle analisi dei mesi scorsi che i componenti della domanda nelle fasi di ripresa sono tipicamente l'immobiliare, le auto e il credito al consumo, tutte e tre queste componenti si basano sul credito: mutui, finanziamenti auto ecc...

Quindi -risolte queste prime domande- ne arriva subito un'altra: nell'attuale assenza di una accelerazione del credito, dovuta al deleveraging dei privati e delle imprese, il futuro ritmo di oscillazione del Pil americano sarà più volatile, come ad esempio fu nel periodo tra gli anni '50 e i primi anni '80? Sebbene questa sia una domanda a cui nessuno può rispondere con certezza, allo stato attuale delle cose, è comunque un tema degno di considerazione, perché se arrivassero segnali che questo aumento della volatilità è più di una congettura, ne potremmo trarre interessanti spunti di investimento. Ora resta dunque da vedere se la recente escursione "fuori dai binari" sia un segnale di questa mutazione in arrivo.

Il Pil ha registrato un rimbalzo vigoroso, ma ricordatevi che nessuna ricostituzione delle scorte ha mai generato una ripresa. Le ripartenze sostenibili sono guidate dalla crescita della

domanda finale, non dalla ricostituzione delle scorte. Dunque meglio dare un'occhiata alle "final sales" un dato utile perché esclude le scorte di magazzino.

E naturalmente eccole qui:



A fine 2009, anno su anno, siamo a quota 0%...

E ora giriamo pagina e diamo un'occhiata ad un'altra tabella, e tenete a mente le variazioni di volatilità e di durata dei cicli di cui abbiamo parlato prima.

Statistiche economiche per decade						
	Anni '50	Anni '60	Anni '70	Anni '80	Anni '90	Anni '00
Crescita occupati	24.5%	31.5%	27.3%	20.0%	19.9%	0.3%
Crescita occupati annuale	2.6	3.2	2.7	2.0	2.0	0
Crescita patrimonio risparmio	89.8	93.4	189.7	142.4	112.3	26.3
Andamento S&P500	251.3	53.7	16.6	220.5	319.3	(24.1)
Crescita reale PIL	49.9	53.1	38.2	34.9	38.9	17.8
Crescita spesa di consumo	42.8	54.0	40.8	38.3	40.4	24.2

Gli anni '00 sono dunque il primo decennio del dopoguerra che ha registrato un 'giro a vuoto' nella crescita degli occupati. E' successo a causa della crescita dei servizi a detrimento dell'industria? L'implosione del mercato del lavoro negli anni '30 fu causato dalla

trasformazione dell'economia da agricola in industriale? O forse fu frutto lo scoppio d una bolla finanziaria e creditizia gonfiatasi negli anni '20? Sapete già la risposta.

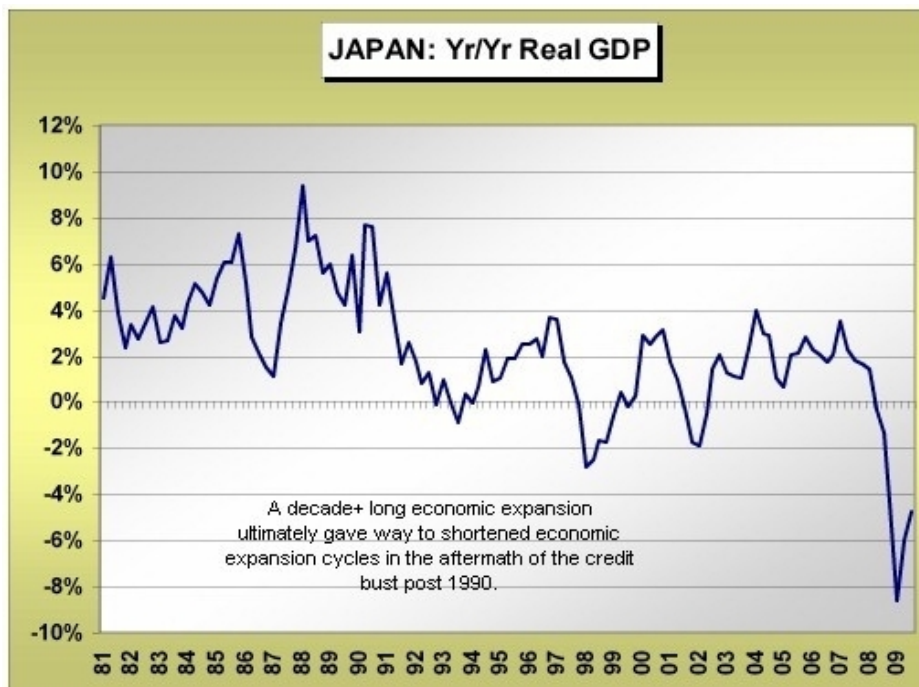
L'ultimo decennio è stato anche il peggiore per la crescita del patrimonio dei risparmiatori. Come mai? Perché i servizi hanno sostituito l'industria? O perché lo scoppio della bolla creditizia ha svalutato gli asset immobiliari e finanziari in proporzioni inedite? E il fatto che si sia trattato del primo decennio negativo per l'S&P500 non è forse sempre riconducibile alla bolla del credito e al suo scoppio?

Potrei andare avanti ancora, ma alla fine i numeri ci raccontano la stessa storia: i cicli del credito sono inizialmente virtuosi finché non giungono ad un punto in cui la leva è estesa oltre il limite.

Senza voler arrivare alle tinte fosche di un melodramma possiamo tranquillamente concludere che il decennio appena trascorso sembra essere stato un momento di cambio di tendenza secolare, senza che ciò abbia attinenza col passaggio dell'economia americana dall'industria ai servizi.

Tutto ciò mi porta a pensare che, **in mancanza di un rinnovato e rinvigorito ciclo del credito, la storia suggerisce che i cicli economici saranno più brevi e più volatili.** Questo porterà il premio al rischio ad aumentare o diminuire?

Diamo uno sguardo alla bolla del credito che ha colpito il Giappone: fino al '92 lo stato nipponico ha goduto di una fase di ciclo economico espansivo, dopo lo scoppio della bolla finanziaria ed immobiliare l'espansione è sostanzialmente terminata e la volatilità economica è sensibilmente aumentata.



Certamente parte della responsabilità negli andamenti che osservate nel grafico che precede sono frutto delle scelte del governo e della banca centrale giapponese. La Fed e il governo americano hanno finora fatto un buon lavoro nel tranquillizzare i mercati sulla ripresa, il fatto è che i mercati hanno 'prezzato' la permanenza degli stimoli a tempo indefinito, mentre tutto lascia pensare che dalla politica di stimoli il governo voglia venirne fuori, e questo spiega il movimento dei mercati nelle ultime settimane.

In effetti è difficile sostenere (in un anno elettorale "mid-term") che l'economia si stia



risanando e al tempo stesso continuare ad erogare 'aiuti' di vario tipo. Il mercato non ti permette a lungo di stampare denaro per erogare stimoli. Questo porta a pensare ad una dismissione regolare degli stimoli stessi, e ad una conseguente operazione di deleveraging globale lenta e progressiva, che rischia di durare anni. Infatti l'interruzione troppo repentina degli aiuti pubblici in Giappone fu la causa della ricaduta in recessione. Se gli attuali governanti ripeteranno gli stessi errori lo vedremo, per ora dobbiamo monitorare le loro azioni, spesso in contrasto con le loro dichiarazioni. Tanto per cominciare presto sapremo il destino della presunta interruzione da parte della Fed della pratica di stampare denaro per comprare MBS (mortgage backed securities, obbligazioni garantite da mutui).

Guardando avanti, che sia per una mancata ripartenza del ciclo del credito o per una prematura rimozione di incentivi e stimoli, credo fermamente che i rischi di una crescente volatilità economica siano reali e importanti nella situazione attuale. E potete chiaramente vedere che nell'esperienza giapponese dal 1990 in avanti tutto il deleveraging, la trasformazione delle banche in zombie, la politica prolungata di tassi a zero, hanno portato una volatilità ciclica sui prezzi dell'equity. In molti sensi gli Stati Uniti stanno percorrendo lo stesso sentiero, ma con qualche importante differenza (che vi ho già evidenziato in un post sul tema "giapponesizzazione"): il Giappone entrò nel periodo di bolla creditizia ed immobiliare con un elevato tasso di risparmio interno. Il tasso di risparmio negli USA ha iniziato ora a salire dopo decenni di compressione. Il Giappone era in forte surplus commerciale, ad oggi gli USA sono ancora in posizione di deficit (da oltre un decennio con un leggero recente miglioramento). Ed infine il Giappone aveva un forte e competitivo settore export, l'export USA c'è, ma certamente soffre di competitività.

Il Giappone e gli USA sono due economie diverse, due diversi sistemi sociali... hanno però in comune una cosa: le decisioni che influenzano il futuro dei mercati economici e finanziari vengono prese da persone.

Dunque prepariamoci a cicli espansivi più brevi, caratterizzati da crescente volatilità, in assenza di un nuovo ciclo del credito. Questo sembra essere il messaggio chiaro che la Storia ci racconta. E neanche tanto a bassa voce.