



## **Il punto sui mercati finanziari**

**Giugno 2010**

# Indice

---

## I mercati azionari nella prima parte dell'anno

*Un inizio d'anno sottotono*

*Un'Europa a due velocità*

*Un'altalena "prevedibile"*

## Il problema del debito pubblico in Europa

*Il declino dell'euro*

*Le dimensioni del problema*

*Le interconnessioni: forza o debolezza?*

## Una nuova crisi sistemica?

*Come la crisi finanziaria USA è diventata globale*

*Come la crisi dei PIIGS potrebbe divenire globale*

## I rischi sulla crescita globale

*Chi ha veramente in mano il futuro della crescita globale?*

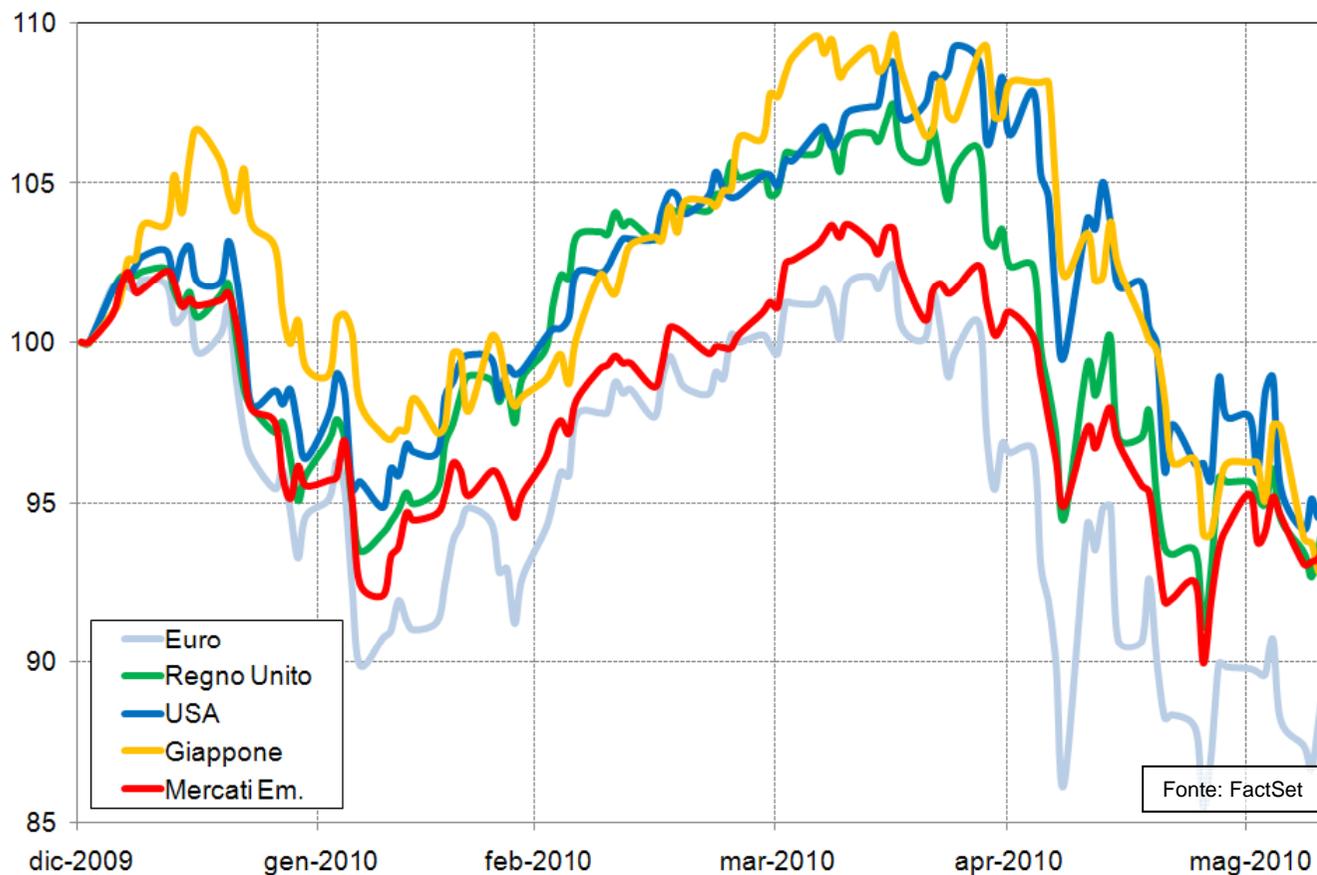
*Le previsioni di crescita aggiornate*

## Conclusioni

*L'altalena continuerà*

### I principali indici azionari internazionali da inizio anno ad oggi

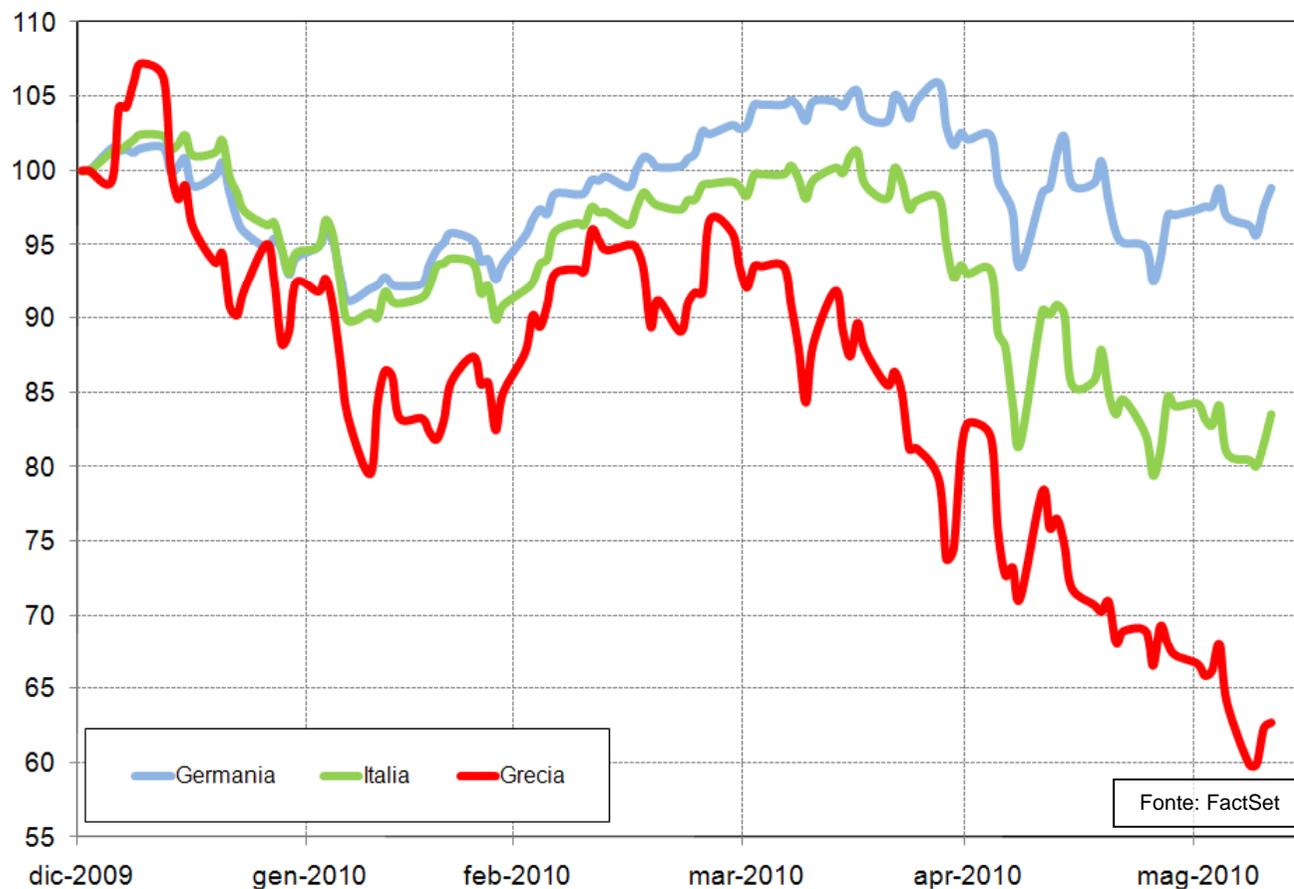
(Indici MSCI dati in valuta locale base 100 al 31-12-2009)



Questa prima parte dell'anno non è stata particolarmente brillante per alcun mercato azionario se si guarda alle performance misurate in valuta locale. Questo vale soprattutto per l'indice dell'Area euro che, come era logico aspettarsi, ha sofferto più degli altri l'acuirsi della crisi di fiducia nel debito sovrano di alcuni paesi del Vecchio Continente. L'indice MSCI Euro è stato così spinto al ribasso dal contributo di quei paesi che la stampa anglosassone, senza particolare riguardo, indica con l'acronimo PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna). Pur non apprezzandola, data la diffusione raggiunta dalla sigla, ne faremo uso anche noi nel seguito.

### I mercati di Germania, Italia e Grecia

(Indici MSCI dati in euro base 100 al 31-12-2009)



del mese di aprile il mercato tedesco stava accumulando un discreto progresso. La fase più acuta della crisi ha poi risucchiato anche l'indice della borsa di Francoforte in un ribasso di una certa robustezza e durata, senza peraltro condurlo ad accusare una perdita paragonabile a quelle che si sono invece osservate nel medesimo periodo nei paesi considerati più a rischio.

Nel grafico si può anche osservare il pesante andamento del listino greco che, lasciando sul terreno oltre il 35% da inizio anno, costituisce l'esempio più rappresentativo dell'impatto della crisi dei PIIGS sui listini azionari.

L'indice italiano si colloca fra la formica tedesca e la cicala greca. Questa collocazione ci sembra ben esprimere i timori di coinvolgimento del nostro paese nella crisi di fiducia, ma anche i distinguo sulla base dei quali si sono mossi i mercati in questi mesi.

In Europa si è marciato a due velocità: in Germania, grazie alla solidità dei conti pubblici, il mercato non ha subito oscillazioni rilevanti nei primi quattro mesi dell'anno, anzi, verso la fine

## I mercati azionari nella prima parte dell'anno

*Un'altalena "prevedibile"*

10 motivi per comprare azioni	10 motivi per non comprare azioni
L'economia mondiale sta crescendo ad una velocità notevole, impensabile anche solo poche settimane fa.	La disoccupazione tarda a diminuire, siamo in presenza di una jobless recovery, la cui solidità è tutta da dimostrare.
La crescita dei paesi emergenti è ritornata agli sbalorditivi livelli pre-crisi e, per la prima volta, il peso di queste economie è tale da poter contribuire significativamente alla ripresa globale.	L'abnorme crescita del debito pubblico in tutti i paesi sviluppati definisce i contorni di uno scenario futuro di grandi incertezze quali ad esempio la tenuta della coesione nell'area euro e il mantenimento della fiducia nei grandi debitori quali USA e Giappone.
La temuta depressione è stata evitata.	I bilanci di molte banche, per quanto decisamente migliori di un anno fa, contengono ancora attività potenzialmente pericolose.
Anche la temuta deflazione è stata evitata.	Un po' ovunque il populismo e la demagogia si stanno rivelando ottime ricette politiche per gestire la crisi, ma difficilmente questi orientamenti riformeranno in modo efficiente il sistema economico e finanziario.
L'inflazione rimarrà a lungo sotto controllo, grazie al forte sottoutilizzo della capacità produttiva e all'elevata disoccupazione, determinando un ambiente favorevole all'investimento in azioni.	Quella che si è abbattuta sull'economia mondiale non era una crisi finanziaria accompagnata da un credit-crunch disastroso? Al momento i fallimenti osservati non sono stati significativamente superiori a quelli verificatisi nel corso delle precedenti recessioni: forse manca ancora qualche nome all'elenco delle vittime della crisi ...
Il trend di medio termine di tutti i mercati azionari è inequivocabilmente orientato al rialzo.	E' vero che le quotazioni azionarie non sono eccessive, ma è anche vero che la sottovalutazione è stata completamente riassorbita: la guerra lampo dei rialzisti è finita, ora si è passati in trincea e l'avanzata sarà lenta e contrastata.
I profitti aziendali cresceranno notevolmente nel corso del 2010, sospinti dalla crescita economica ed amplificati dai drammatici tagli occupazionali effettuati dalle aziende.	La coesione fra i grandi della terra, che ha permesso scelte rapide ed efficaci nei momenti più gravi della crisi, è ora venuta meno, lasciando spazio ai particolarismi.
Le valutazioni dei titoli azionari, nonostante il rialzo dai minimi sia stato considerevole, non appaiono irragionevoli.	Il mercato immobiliare negli USA non si è ancora stabilizzato.
Le alternative all'investimento azionario offrono rendimenti troppo modesti (titoli di Stato) o non remunerano adeguatamente il rischio (obbligazioni corporate)	E' vero che le economie emergenti sono eccezionalmente toniche, ma non sono ancora del tutto autosufficienti.
Ancora molti portafogli risultano fortemente sottopesati in azioni: una grande massa di liquidità è dunque potenzialmente pronta ad entrare sui mercati.	Turbamenti esogeni negativi potrebbero, da un momento all'altro, provenire da tensioni geopolitiche.

Tabella tratta da un articolo a firma O. Lenci e S. Olivero, pubblicato su Milano Finanza del 13-02-2010

Che il 2010 potesse rivelarsi eccezionalmente altalenante l'avevamo già intuito a febbraio, quando abbiamo pubblicato, a corredo di un nostro articolo, la tabella che riproduciamo in pagina. Attraverso queste tesi contrastanti non volevamo esimerci dall'esprimere un giudizio sui mercati azionari, né

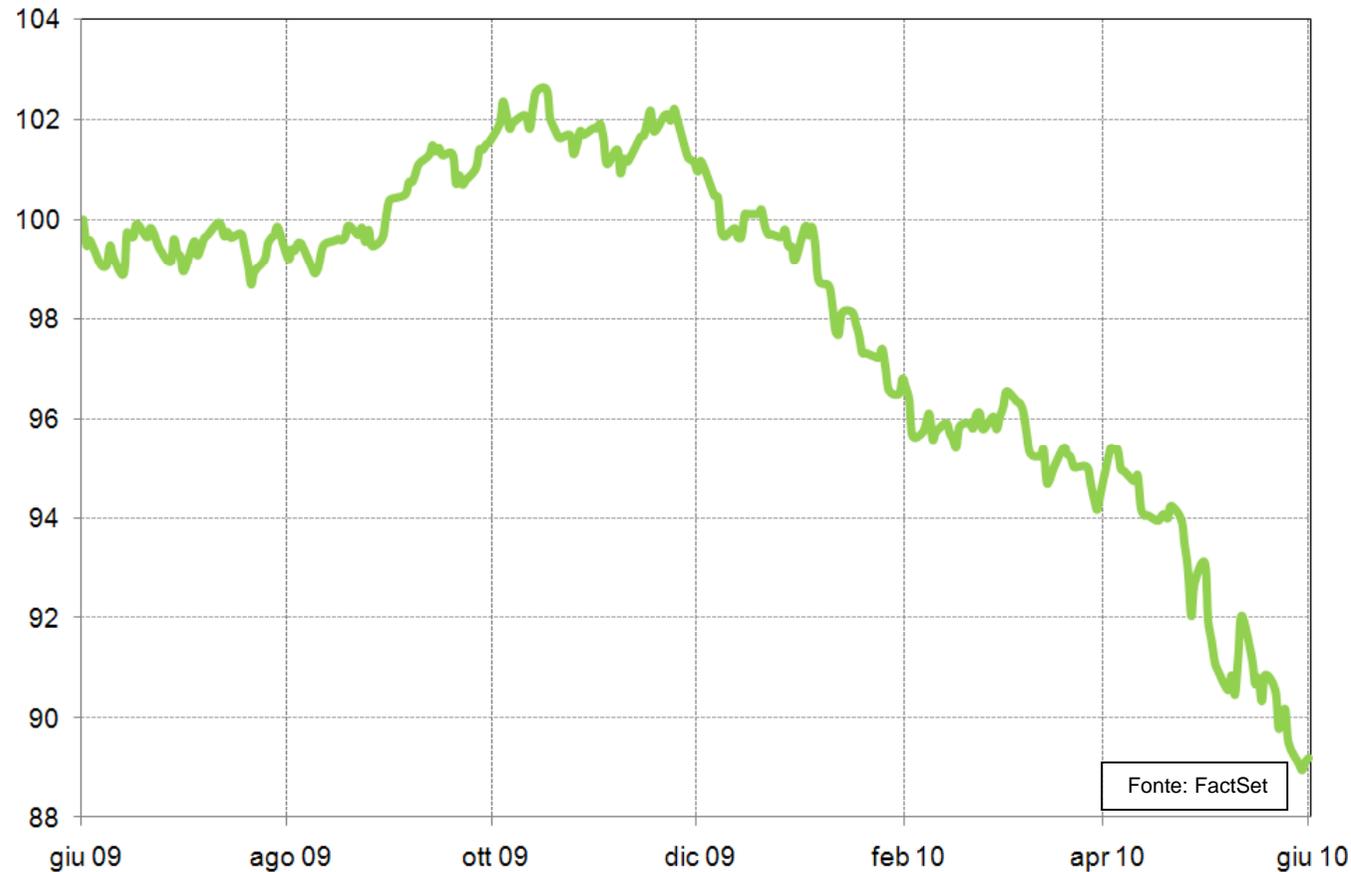
tantomeno proporre l'ovvia constatazione che, relativamente alla congruità delle valutazioni azionarie, possono esistere opinioni assai divergenti.

La peculiarità della situazione dei mercati finanziari che volevamo enfatizzare attraverso le dieci tesi a favore e le dieci contrarie consisteva nel fatto che buona parte degli osservatori, ottimisti o pessimisti che fossero, avrebbero dovuto ammettere la veridicità di ciascuna delle affermazioni elencate.

La nostra conclusione era che, l'alternanza di rialzo e ribasso, che normalmente caratterizza il mercato azionario, in presenza di ragioni così forti a favore sia dell'orientamento rialzista sia di quello ribassista avrebbe potuto assumere nel corso dell'anno toni estremi.

I primi mesi del 2010 hanno confermato le nostre attese.

### Tasso di cambio effettivo dell'euro



Oltre che sugli indici azionari, la crisi dei PIIGS si è abbattuta, come prevedibile, sui titoli di Stato e sul tasso di cambio dell'euro.

La figura rappresenta il **tasso di cambio effettivo dell'euro**, una media ponderata dei tassi di cambio bilaterali dell'euro rispetto alle valute dei 21 principali partner commerciali dell'Area dell'Euro.

L'indice viene elaborato dalla BCE e costituisce la miglior misura della forza/debolezza della moneta.

Come si può osservare, la crisi dei PIIGS ha avuto un notevole impatto sulla forza della moneta unica che, rispetto ai massimi di fine 2009, è arrivata a perdere oltre il 13%.

Osservando alcuni dei più rilevanti cambi bilaterali, da inizio anno l'euro si è deprezzato del 19% contro il dollaro USA, del 21% contro lo Yen giapponese, del 7% contro il Franco svizzero e dell'8% contro la Sterlina inglese.

## Il problema del debito pubblico in Europa

### Le dimensioni del problema

#### PIL, deficit/surplus e debito dei PIIGS dal 2006 al 2009

##### Italia

	PIL (Mln €)	Deficit (-) Surplus (+)		Debito	
		Mln €	% PIL	Mln €	% PIL
2006	1.485.377	-49.403	-3,3%	1.582.081	106,5%
2007	1.546.177	-23.191	-1,5%	1.599.755	103,5%
2008	1.567.851	-42.575	-2,7%	1.663.452	106,1%
2009	1.520.870	-80.800	-5,3%	1.760.765	115,8%

Fonte: Eurostat

##### Spagna

	PIL (Mln €)	Deficit (-) Surplus (+)		Debito	
		Mln €	% PIL	Mln €	% PIL
2006	984.284	19.847	2,0%	389.507	39,6%
2007	1.052.730	20.066	1,9%	380.660	36,2%
2008	1.088.052	-44.260	-4,1%	432.233	39,7%
2009	1.051.151	-117.630	-11,2%	559.650	53,2%

Fonte: Eurostat

##### Grecia

	PIL (Mln €)	Deficit (-) Surplus (+)		Debito	
		Mln €	% PIL	Mln €	% PIL
2006	210.459	-7.496	-3,6%	205.738	97,8%
2007	226.437	-11.478	-5,1%	216.731	95,7%
2008	239.141	-18.303	-7,7%	237.252	99,2%
2009	237.494	-32.342	-13,6%	273.407	115,1%

Fonte: Eurostat

Nel corso del 2009 il PIL di gran parte dei paesi ha subito una drastica contrazione da cui è inevitabilmente derivata una riduzione delle entrate fiscali. A ciò si deve aggiungere un generalizzato incremento della spesa pubblica, destinata a sostenere l'economia nel momento più drammatico della recessione e, là dove si è reso necessario, a tamponare le falle apertesi nel sistema bancario.

L'azione congiunta di questi elementi ha determinato un generalizzato incremento del deficit di bilancio e del debito pubblico dei vari paesi, sia in termini assoluti sia in relazione al PIL. In Europa nessun paese è sfuggito a questa dinamica e i bilanci pubblici si sono generalmente deteriorati: ovviamente quelli che versano nelle condizioni più delicate sono oggi i bilanci dei PIIGS, divenuti l'incubo dei mercati finanziari.

##### Portogallo

	PIL (Mln €)	Deficit (-) Surplus (+)		Debito	
		Mln €	% PIL	Mln €	% PIL
2006	155.446	-6.092	-3,9%	100.522	64,7%
2007	163.052	-4.218	-2,6%	103.702	63,6%
2008	166.463	-4.705	-2,8%	110.377	66,3%
2009	163.891	-15.426	-9,4%	125.910	76,8%

Fonte: Eurostat

##### Irlanda

	PIL (Mln €)	Deficit (-) Surplus (+)		Debito	
		Mln €	% PIL	Mln €	% PIL
2006	176.759	5.221	3,0%	44.059	24,9%
2007	189.751	261	0,1%	47.410	25,0%
2008	181.816	-13.198	-7,3%	79.859	43,9%
2009	163.543	-23.350	-14,3%	104.667	64,0%

Fonte: Eurostat

### Non solo PIIGS: l'esplosione del deficit in alcuni paesi dell'Area Euro

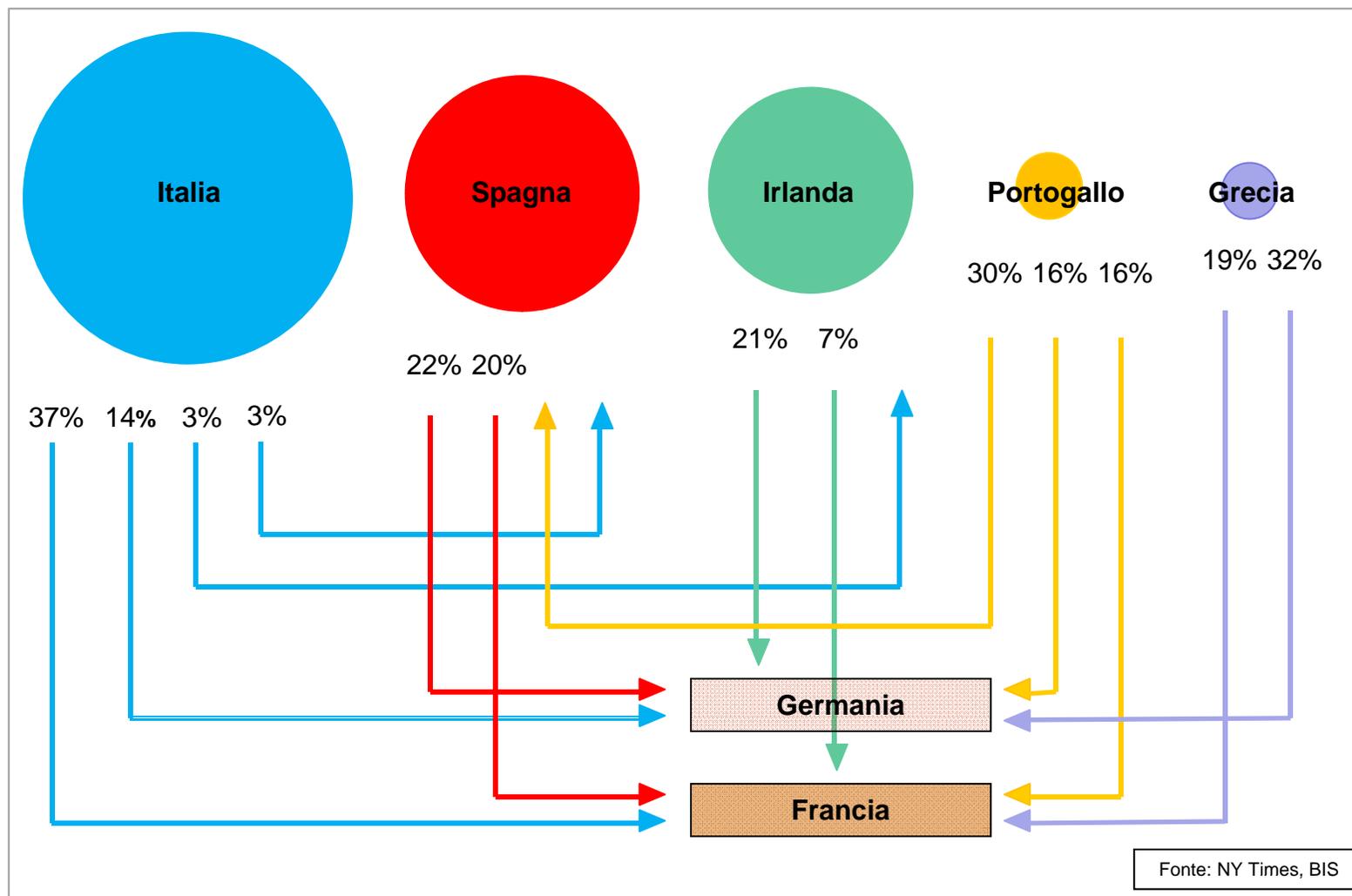
Dati in % del PIL, deficit (-), surplus (+)



E' fuori discussione che la Grecia, senza l'intervento dell'Unione, sarebbe stata destinata ad una rapida bancarotta; è però altrettanto acclarato che la situazione degli altri PIIGS non è assolutamente paragonabile a quella greca: i livelli di debito e deficit raggiunti da questi paesi non sono certamente sostenibili, ma neppure da collasso finanziario immediato. Stupisce quindi l'accanimento con cui il debito pubblico dei paesi europei "deboli" sia stato attaccato, tanto da costringerli ad anticipare in fretta e furia drastiche politiche di *exit strategy* per tranquillizzare gli investitori.

Tutto questo mentre gli USA, i cui rapporti deficit/PIL e debito/PIL somigliano molto a quelli spagnoli, si concedono ancora il lusso di un ultimo *stimulus plan*.

### I principali detentori del debito pubblico dei PIIGS



Abbiamo realizzato la figura della pagina precedente sulla base di un'analoga immagine pubblicata dal New York Times a maggio di quest'anno su dati della Bank for International Settlements. I PIIGS sono rappresentati da cerchi di dimensioni proporzionali al proprio debito pubblico e le frecce muovono da ciascun debitore verso i suoi principali creditori. La percentuale, leggibile nel punto in cui la freccia parte, indica la quota di debito di quel paese detenuta dal paese verso cui la freccia è diretta. Come si vede i PIIGS sono reciprocamente legati da rapporti di debito/credito e, cosa assai più importante, **Francia e Germania detengono una quota relevantissima del debito dei paesi europei a rischio.**

Negli attivi delle istituzioni finanziarie tedesche, infatti, sono presenti più di 700 miliardi di dollari di debito pubblico dei PIIGS, mentre alla Francia, con oltre 900 miliardi, spetta il non invidiabile primato di loro principale creditore. Complessivamente più del 40% del debito dei PIIGS è detenuto da Francia e Germania, quota che sale al 52% se si tiene conto anche del debito detenuto dal Regno Unito.

La situazione testimoniata dalla figura è il prodotto del tutto naturale dell'avvento dell'unità monetaria: una volta abbandonate le monete nazionali il rischio di cambio è svanito, cosicché le banche, le assicurazioni ed ogni altro tipo di istituzione dell'area euro hanno iniziato ad investire in titoli denominati nella nuova valuta "domestica".

Ma l'aspetto più rilevante della figura, alla luce dell'attuale crisi, è che il venire meno di un PIIGS (il suo default o la sua uscita dalla moneta unica) avrebbe conseguenze drammatiche per le due economie più forti dell'area euro. Il caso più eclatante è quello che unisce l'Italia alla Francia: il 37% del debito italiano (oltre 500 miliardi di dollari) è in mani francesi, ossia l'esposizione del sistema finanziario transalpino verso l'Italia ammonta a circa il 20% del PIL della Francia. **Non stupisce quindi che il Presidente Sarkozy, nel corso della riunione straordinaria dell'8 maggio convocata per adottare provvedimenti di contrasto agli attacchi speculativi contro il debito pubblico dei PIIGS, si sia schierato su posizioni vicine a quelle italiane, soprattutto nel caldeggiare l'intervento della BCE sul mercato secondario delle obbligazioni.** La BCE, infatti, è l'unica istituzione che sarebbe in grado di contrapporsi ad un attacco speculativo contro un debito pubblico delle dimensioni di quello italiano.

**Non vi è dubbio che la tenuta dell'euro si fonda oggi anche sull'impossibilità per le due principali economie dell'area di sganciarsene senza subire pesanti danni.**

Una nota positiva che riguarda l'Italia è che il nostro paese non è significativamente esposto verso gli altri paesi a rischio. A parte qualche posizione marginale (che per semplicità espositiva non abbiamo riportato in figura) il nostro sistema finanziario non ha tra i suoi attivi titoli di debito degli altri PIIGS. Sulla base dei dati riportati dal New York Times l'esposizione complessiva del sistema finanziario italiano verso i paesi a rischio dell'area euro ammonterebbe (Italia esclusa) a circa 63 miliardi di dollari. Per quanto ovvio ricordiamo invece che il nostro sistema finanziario è pesantemente esposto sul debito pubblico italiano.

## Una nuova crisi sistemica? Come la crisi finanziaria USA è divenuta crisi economica globale

1. Negli anni il sistema bancario USA aveva notevolmente allentato i parametri prudenziali per la concessione dei mutui ipotecari. A questo allentamento aveva contribuito in maniera sostanziale il ricorso alla cartolarizzazione che permetteva alla banca erogatrice di disfarsi rapidamente del rischio di credito. Il calo dei prezzi immobiliari negli USA, unitamente alle prime avvisaglie di crescita del tasso di insolvenza sui mutui, determinò, tra il 2007 e il 2008, il crollo dei prezzi degli strumenti finanziari attraverso i quali erano stati cartolarizzati i mutui.

2. Rapidamente si “scoprì” che questi strumenti finanziari, ben presto ribattezzati *titoli tossici*, erano presenti non solo fra gli attivi delle banche USA, ma anche fra quelli di molte banche europee (Svizzera, Germania e Gran Bretagna erano i paesi più esposti). Solo le banche asiatiche e italiane sembrarono sin da subito estranee alla crisi. La solvibilità del sistema bancario internazionale iniziò ad essere messa in discussione ed i tassi interbancari iniziarono a crescere in tutto il mondo.

3. La crisi di fiducia raggiunse il culmine con il fallimento di Lehman Brothers, quando i tassi interbancari toccarono picchi eccezionali. Le banche di tutto il mondo iniziarono a dubitare l'una dell'altra: smisero di prestarsi vicendevolmente denaro e bloccarono le erogazioni a famiglie e imprese. Si realizzò così un disastroso *credit crunch* (stretta creditizia). Senza il sistema finanziario che la sosteneva, l'economia reale, già provata dal calo del mercato immobiliare, precipitò in una profonda recessione globale.

Lo scopo dello schema che proponiamo non è certamente quello di offrire un'analisi esauriente della crisi dei mutui sub-prime e della sua evoluzione. Vorremmo solo sottolineare come la cinghia di trasmissione della crisi, dalla finanza all'economia reale, sia stata la fiducia.

Venuta meno la fiducia nella tenuta del sistema finanziario (e soprattutto bancario), abbiamo assistito ad una imponente stretta creditizia da cui è derivata quella che passerà alla storia come la “grande recessione”.

Non crediamo, ne parleremo nel seguito, che le manovre di austerità di bilancio messe in atto dai PIIGS per riconquistare la fiducia dei mercati possano influire negativamente sulla crescita economica globale e, probabilmente, nemmeno su quella europea. **Dunque, temere che dalla crisi del debito dei PIIGS possa nascere una nuova recessione, o comunque un drastico ridimensionamento nelle prospettive di crescita globali, significa temere che si ripeta un meccanismo simile a quello che si è scatenato con il fallimento di Lehman Brothers.**

I titoli del debito pubblico dei paesi PIIGS e, a seguire, le obbligazioni bancarie ed i titoli corporate di tali paesi, sono presenti in molti portafogli, non solo in Europa, e sono quindi, da questo punto di vista, simili ai “titoli tossici” che scatenarono la precedente crisi.

La similitudine finisce qui poiché, a nostro giudizio, per quanto le finanze pubbliche di alcuni paesi europei non brillino per solidità, non ci sembra proponibile il raffronto fra un mutuo sub-prime ed un titolo di Stato emesso da un paese dell'area euro.

Il mercato però, ancora memore del recente temuto collasso, ha i nervi a fior di pelle ed ha già dimostrato con i forti ribassi di maggio che potrebbe perdere la fiducia nei PIIGS innescando una reazione a catena che potrebbe far precipitare la situazione verso scenari simili a quelli del fallimento di Lehman Brothers. I cali osservati nel mese di maggio sono stati almeno temporaneamente arginati da due decisioni essenziali: da un lato l'intervento della BCE che (con una scelta di portata storica) ha adottato la decisione, già messa in atto, di acquistare sul mercato secondario titoli di Stato e obbligazioni emesse nei paesi membri; dall'altro lato la costituzione dell'European Financial Stability Facility (EFSF), un “veicolo” garantito da tutti i paesi dell'Unione e dotato di rating AAA attraverso il quale raccogliere fondi (fino a 440 miliardi di euro) da destinare ai paesi in difficoltà. All'EFSF si dovrebbe affiancare il Fondo Monetario Internazionale, che ha messo a disposizione altri 200 miliardi di euro. Segnaliamo inoltre un altro importante sostegno che è stato offerto dalla Cina (un forte investitore in attività denominate in euro) che ha ribadito la propria fiducia nei confronti dell'euro e del debito pubblico dei PIIGS, smentendo l'intenzione di voler ridurre la propria esposizione su tali attività.

Dunque un po' di calma dovrebbe essere tornata: quali shock potrebbero far nuovamente precipitare la situazione?

Abbiamo trovato cinque risposte a questa domanda: probabilmente non sono esaustive, ma ci sembra raccolgano una significativa casistica delle paure che serpeggiano in questi giorni fra gli operatori.

### 1. Un atto unilaterale attraverso il quale uno dei PIIGS dichiara il proprio default o l'uscita dall'euro

E' questa l'ipotesi più temibile, poiché a nostro giudizio determinerebbe il crollo della fiducia in tutti gli altri paesi a rischio e, a cascata, verso l'intera area euro. Le interrelazioni fra i diversi paesi fungerebbero da sistema di propagazione della crisi all'interno dell'area euro e poi al di fuori di essa, **generando un meccanismo simile a quello determinato dal fallimento di Lehman Brothers**. Riteniamo che le probabilità di un evento di questo genere siano scarse, almeno sino a quando questi paesi avranno bisogno del mercato (o degli aiuti degli altri paesi dell'Unione) per finanziare i loro ingenti deficit di bilancio.

### 2. L'abbassamento del rating di un PIIGS

Questo evento è forse il più probabile fra quelli che abbiamo preso in considerazione, ma è anche quello più innocuo (almeno se riferito a quei paesi già da tempo nel mirino delle agenzie di rating). I mercati si sono oramai abituati a queste “sorprese” e la BCE, comprando titoli sul secondario, dovrebbe limitare gli effetti di uno shock di questo genere. **Il declassamento che senza dubbio creerebbe più confusione sul mercato sarebbe quello del debito pubblico italiano**, relativamente al quale occorre sottolineare non esiste al momento nessuna ipotesi. Il declassamento del debito pubblico italiano, a causa delle sue dimensioni e delle sue interrelazioni (soprattutto con la Francia, ma anche con la Germania), potrebbe aprire un varco per un ritorno in forze della speculazione. **In quel caso il rischio di una crisi sistemica sarebbe concreto** e molto dipenderà dalle risposte che sapranno dare la BCE, il nostro governo e i paesi dell'Unione.

### 3. L'annuncio della BCE di un'interruzione della propria politica di acquisto di titoli obbligazionari sul mercato secondario

Gli effetti sarebbero devastanti, ma le probabilità di un evento del genere ci paiono praticamente nulle, poiché, ad oggi, è difficile immaginare le ragioni di un provvedimento del genere prima della fine della crisi.

### 4. Un ripensamento della Cina in merito alla volontà di conservare i propri attivi in euro

Un ripensamento cinese, o comunque dichiarazioni meno favorevoli all'euro di quelle recentemente rilasciate, avrebbe effetti molto gravi. Non riusciamo però ad immaginare quale convenienza potrebbe trarre la Cina da una marcia indietro che avrebbe effetti molto pesanti sulla stabilità dei mercati finanziari.

### 5. Un atto unilaterale attraverso il quale uno o più paesi “forti” dell'Unione si sganciano dall'euro, per ritornare alle valute nazionali o creare un euro di “serie A”

Questo caso è simile al primo negli effetti, ma non nella causa. Se nel primo, infatti, l'Europa si troverebbe spaccata in due per la defezione di un paese “debole”, in questo caso la spaccatura verrebbe determinata da uno o più paesi “forti”. Anche questo caso sembra improbabile, viste le profonde interrelazioni esistenti fra i paesi dell'Unione che abbiamo descritto. Nutriamo anche qualche dubbio circa le possibilità che un evento di questo genere possa innescare una crisi sistemica o se, invece, ne determinerebbe una molto grave, ma regionale (quella dei PIIGS abbandonati a loro stessi).

In maggio, con l'estensione dei ribassi dai mercati azionari dei PIIGS a quelli che in un primo tempo ne erano stati esenti, si è concretizzata sui listini la paura che la crescita globale, sino a quel momento rivelatasi vigorosa e superiore alle attese, potesse rallentare significativamente o, addirittura, precipitare in un drammatico *double-dip* (ossia una seconda recessione a breve distanza da quella del 2008-2009).

**La crisi dei PIIGS potrebbe determinare un mutamento radicale delle prospettive di crescita globali, ma solo, come detto, a condizione che diventi una crisi finanziaria sistemica, capace di innescare un blocco del sistema bancario paragonabile a quello scatenato dal fallimento di Lehman Brothers.** Abbiamo illustrato nelle pagine precedenti a quali condizioni ciò si potrebbe realizzare.

Diversamente, la crisi finanziaria dei paesi deboli dell'area euro potrà solo esercitare un effetto restrittivo sulla loro stessa crescita, in conseguenza delle drastiche politiche di taglio della spesa messe in atto per assecondare l'ossessione per la sostenibilità del debito pubblico manifestata in questi mesi dai mercati. Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna rappresentano, secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, appena il 5,5% del PIL mondiale del 2009 (calcolato a parità di potere di acquisto) e il loro rallentamento non può incidere sulla crescita globale.

Qualche effetto più visibile sulla crescita, invece, potrebbe averlo il "contagio" del virtuosismo a paesi che, almeno per ora, non ne avrebbero alcun bisogno: il recente piano di austerità tedesco ne potrebbe essere un esempio. Si parla peraltro di un rallentamento della crescita attesa e non di una nuova recessione locale: il contesto di robusta crescita globale in cui i paesi europei stanno riducendo la spesa pubblica dovrebbe infatti alleviarne gli effetti. L'impatto sulla crescita delle politiche fiscali restrittive sarà inoltre alleviato dall'effetto espansivo del deprezzamento dell'euro.

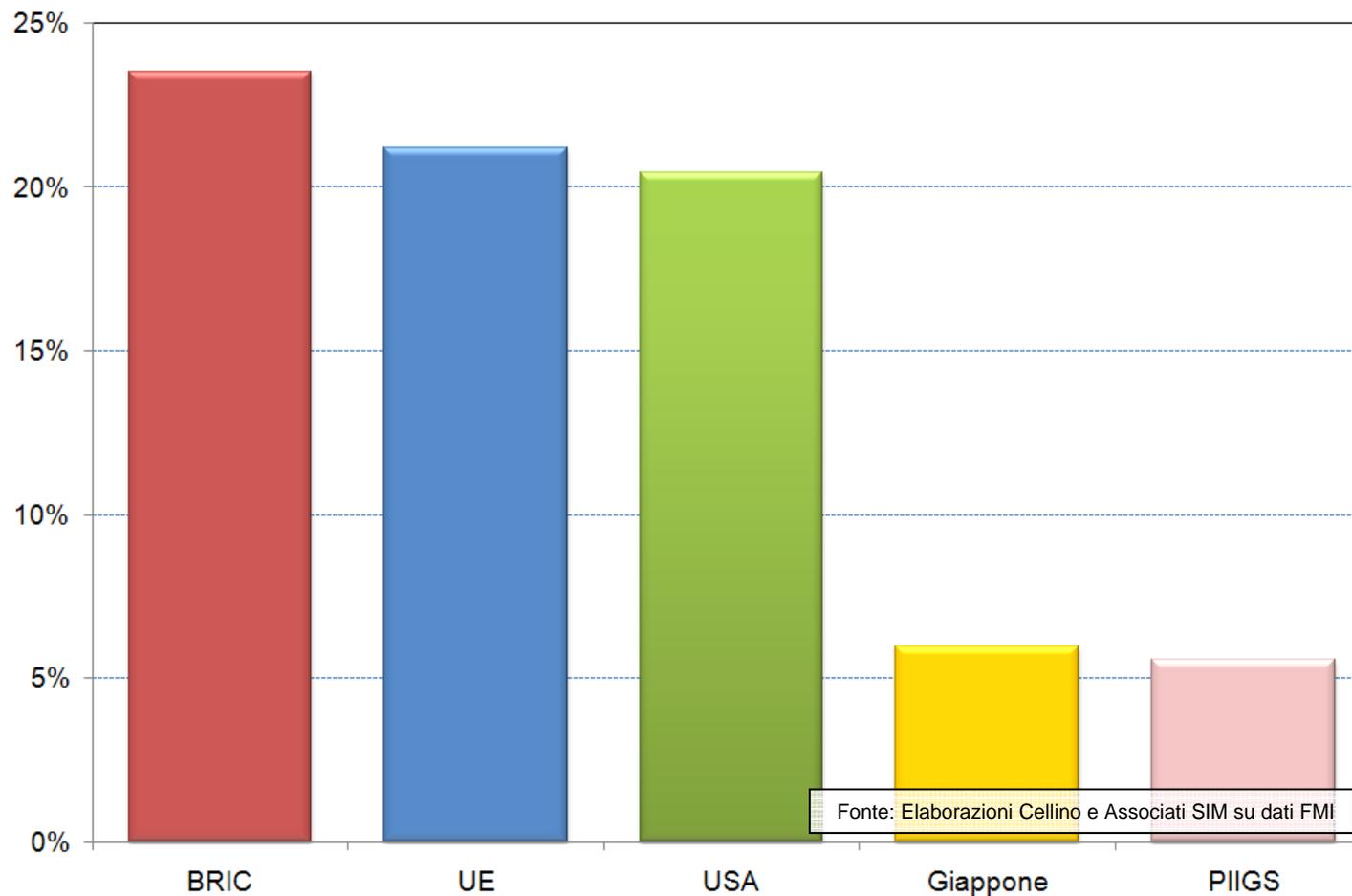
Ben diversa la rilevanza di Brasile, Russia, India e Cina, anch'essi sovente indicati con un acronimo (BRIC): **i quattro Paesi Emergenti più grandi e dinamici del globo hanno prodotto, sulla base delle già citate stime del Fondo Monetario Internazionale, il 23,5% del PIL mondiale 2009.** I tassi di crescita attesi per queste economie sono straordinari, come straordinari sono stati i ritmi a cui hanno ripreso a crescere in questi ultimi trimestri: **le locomotive dell'attuale congiuntura sono i paesi BRIC e gli USA.**

**E' di un possibile rallentamento dei BRIC o degli USA che il mondo deve avere paura, non certo di quello dei PIIGS.** Del resto se i PIIGS fossero così determinanti, nessuno si sarebbe permesso di chiamarli così ...

Non è un caso, forse, che Nuriel Roubini si sia occupato relativamente poco della crisi del debito europeo: l'attenzione del più ascoltato ed autorevole economista "pessimista" è oggi rivolta al rischio di surriscaldamento delle economie di Brasile, India e Cina. E' in quella direzione che Roubini sta cercando, ci auguriamo senza successo, le cause del tracollo prossimo venturo.

### L'incidenza del PIL di alcuni paesi, singoli e aggregati, sul PIL mondiale

(dati riferiti al 2009 sulla base della parità del potere d'acquisto)



### Il contributo dei Paesi Sviluppati ed Emergenti alla crescita globale

(stime sulla base della parità del potere d'acquisto)

	Contributo alla crescita globale del PIL nel 2010	Contributo alla crescita globale del PIL nel 2011
<b>Paesi Sviluppati (a)</b>	<b>1,25%</b>	<b>1,28%</b>
di cui USA	0,63%	0,52%
di cui UE (ex PIIGS)	0,17%	0,32%
di cui Giappone	0,11%	0,12%
di cui PIIGS	0,05%	0,07%
<b>Paesi Emergenti (b)</b>	<b>2,93%</b>	<b>2,98%</b>
di cui BRIC	1,98%	1,89%
<b>Totale (a) + (b)</b>	<b>4,18%</b>	<b>4,26%</b>

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FMI

Negli anni '90, circa il 60% della crescita globale era spiegato dalla crescita delle economie sviluppate, mentre quelle in via di sviluppo vi contribuivano per il restante 40%. La tabella e il grafico della pagina precedente illustrano l'incredibile ribaltamento che si è realizzato negli ultimi 20 anni fra economie avanzate ed economie in via di sviluppo. Nel corso dell'attuale decennio il rapporto si è ribaltato ed è in costante riduzione, tanto che il contributo delle economie avanzate alla crescita globale del 2010-2011 sarà, nelle previsioni del Fondo Monetario Internazionale, inferiore al 30%.

Questa tabella ha lo scopo di illustrare un fenomeno di portata storica che è in via di realizzazione, ma di cui non deve essere sopravvalutata la portata.

**Infatti, la crescita dei Paesi Emergenti è sì straordinariamente robusta e determinante, ma non è autosufficiente.**

Questi paesi crescono, soprattutto, grazie ai consumi dei paesi ad economia avanzata (principalmente gli USA) che assorbono una grandissima parte della loro produzione. Il prossimo passo, molto importante, che queste economie dovranno realizzare, e in parte stanno già realizzando, consiste nella formazione di una robusta classe media che, disponendo di un adeguato potere d'acquisto, incrementi i consumi interni riducendo la dipendenza dalle esportazioni.

In ogni caso ci sembra di potere affermare che, nonostante le precisazioni in merito alla dipendenza della crescita dei Paesi Emergenti dai consumi di quelli sviluppati, il contributo dei PIIGS alla crescita globale sia davvero trascurabile.

L'osservazione a nostro giudizio più importante che deriva dalla lettura della tabella è che potremmo essere prossimi ad un mutamento della struttura economica globale e che, finalmente, all'inossidabile locomotiva USA potrebbe essersi affiancato un nuovo potente motore per la crescita globale.

Ciò che dispiace è che, contrariamente agli auspici che avevano accompagnato la nascita dell'euro, quel motore non sia l'Europa.

### Il tasso di crescita del PIL secondo le stime e le previsioni del Fondo Monetario Internazionale

	Area Euro	USA	Gran Bretagna	Giappone	Paesi Emergenti	Mondo
2009	-4,1%	-2,4%	-4,9%	-5,2%	2,4%	-0,6%
2010 (previsioni 10-2009)	0,3%	1,5%	0,9%	1,7%	5,1%	3,1%
2010 (previsioni 04-2010)	1,0%	3,1%	1,3%	1,9%	6,3%	4,2%
2011 (previsioni 04-2010)	1,5%	2,6%	2,5%	2,0%	6,5%	4,3%

Fonte: Elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FMI

Nel corso dei primi mesi del 2010 la crescita si è rivelata superiore alle attese, tanto da indurre gran parte degli economisti (in questa tabella si osservano le previsioni del FMI) a rivedere al rialzo le attese per l'intero anno. Così la crescita del PIL mondiale prevista per l'anno in corso è ora superiore al 4%, un livello estremamente soddisfacente, che dovrebbe addirittura leggermente migliorare nel 2011. Le revisioni al rialzo hanno comunque interessato tutte le principali aree e paesi, anche se il miglioramento sarà più lento in Europa, dove ancora nel 2011 il PIL è visto in progresso in misura inferiore al potenziale. Molto bene invece gli USA che, se rispetteranno le previsioni del +3,1%, rivedranno già a fine anno livelli di prodotto pari a quelli pre-crisi, per poi rallentare leggermente il passo della crescita nel corso del 2011. Complessivamente non si registrano nelle previsioni del FMI timori di rallentamento né tantomeno di un *double dip*.

## Conclusioni

*L'altalena continuerà*

10 motivi per comprare azioni

10 motivi per non comprare azioni

1) .....	1) .....
2) .....	2) .....
3) .....	3) .....
4) .....	4) .....
5) .....	5) .....
6) .....	6) .....
7) .....	7) .....
8) .....	8) .....
9) .....	9) .....
10) .....	10) .....

Concludiamo da dove eravamo partiti: la tavola dei dieci motivi per comprare e dei dieci motivi per non farlo. La chiave di lettura del mercato che ne scaturisce, infatti, ci sembra ancora attuale. In queste ultime settimane i riflettori sono puntati inequivocabilmente sulle ragioni del pessimismo e i mercati non hanno altra scelta che scontarne la portata recessiva nei prezzi di azioni ed obbligazioni. Il processo è evidentemente ricorsivo, poiché la discesa del mercato alimenta e rafforza la verosimiglianza delle tesi negative.

Come abbiamo avuto occasione di spiegare, a certe condizioni la crisi attuale potrebbe divenire sistemica e vanificare, una dopo l'altra, le ragioni dell'ottimismo. A quel punto il mercato non avrebbe più freni.

Ma se questo non accadrà, la robusta crescita economica, la forza dei profitti aziendali, le valutazioni a sconto delle azioni, l'abbondante liquidità e le restanti buone ragioni per acquistare azioni, presto o tardi, riappariranno agli

occhi degli operatori, favorendo un robusto rimbalzo e, una volta svanite le preoccupazioni sul debito sovrano europeo, uno stabile recupero dei mercati.

Prima che prenda il sopravvento una tendenza stabile potrebbero però rendersi necessarie più fasi alterne.

**Sarà dunque ancora la volatilità a dominare i listini, in una sequenza di pronunciati cambiamenti di clima.**

La virtù che farà la differenza sarà, come già scrivevamo a febbraio, la **coerenza**, ossia la capacità di non farsi trascinare dagli alterni umori dei mercati con il rischio di compiere sistematicamente scelte sbagliate.

Oggi invitiamo anche alla **cautela**: in base alle considerazioni sin qui svolte, infatti, le probabilità di una degenerazione sistemica della crisi del debito europeo, per quanto modeste, non sono comunque trascurabili e la gestione di un portafoglio non potrà non tenerne conto. Un altro fattore da seguire con attenzione è la crescita dei Paesi Emergenti che, come detto, costituisce il principale motore dell'attuale fase di ripresa economica.

Per quanto riguarda le indicazioni di investimento confermiamo in tutto quelle fornite a gennaio. Vorremmo solo fare una piccola postilla ai suggerimenti forniti in relazione al portafoglio azionario internazionale, per il quale, come si ricorderà, si era suggerito di sovrappesare la **Germania** e gli **USA**. Oggi, confermando le indicazioni di gennaio, ci sentiamo di suggerire una posizione quantomeno neutrale sull'azionario **Italia**, da gestire con grande flessibilità e prudenza, visti i rischi ancora presenti e sui quali ci siamo diffusamente espressi nelle pagine precedenti. Al di là dei rischi, però, è innegabile che, qualora si dovesse intravedere la fine della crisi dei PIIGS, il nostro mercato avrebbe ottime possibilità di sovraperformare.

La presente pubblicazione è stata prodotta dall'Ufficio Studi della Cellino e Associati SIM S.p.A. nell'ambito della propria attività di ricerca in materia di investimenti, è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita a titolo meramente informativo. Essa non costituisce attività di consulenza da parte della Cellino e Associati SIM S.p.A. né, tantomeno, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari. I dati utilizzati per l'elaborazione delle informazioni ivi riportate sono di pubblico dominio e sono considerati attendibili, tuttavia la Cellino e Associati SIM S.p.A. non è in grado di assicurarne l'esattezza. Tutte le informazioni riportate sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili, ma sono suscettibili di variazioni anche senza preavviso in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. I dati per i quali non è indicata una fonte sono frutto di valutazioni effettuate dalla Cellino e Associati SIM S.p.A. Si declina ogni responsabilità per qualsivoglia informazione esposta in questa pubblicazione. Si invita a fare affidamento esclusivamente sulle proprie valutazioni delle condizioni di mercato nel decidere se effettuare un'operazione finanziaria e se essa soddisfa le proprie esigenze. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa. La Cellino e Associati SIM S.p.A., suoi soci, amministratori o dipendenti possono detenere ed intermediare titoli delle società menzionate e, più in generale, possono avere uno specifico interesse e/o un conflitto di interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto della pubblicazione.

La Cellino e Associati SIM S.p.A. è un soggetto autorizzato dalla Consob alla prestazione dei servizi di investimento di cui al Testo Unico della Finanza.