

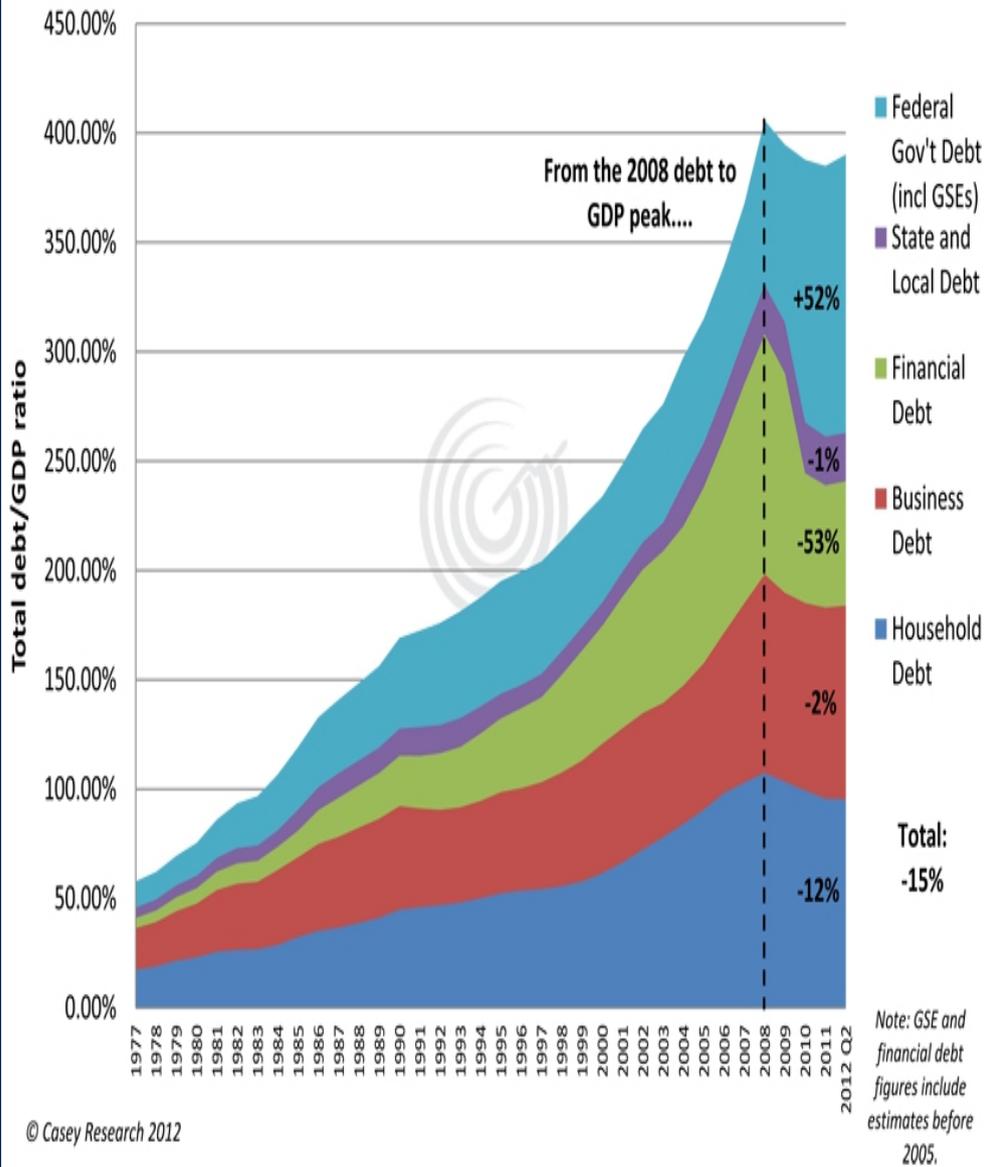
Hot Hot Water (parte 4°)

Sul forum ieri mi è stato chiesto, dopo aver postato il grafico che mostra il deficit federale USA, cosa ne penso della situazione economica USA, e se è sostenibile un rialzo dei mercati nel momento in cui l'economia USA deve rientrare prima o poi dalla propria situazione di deficit strutturale. Essendo gratificante ricevere una domanda cercherò di dare una risposta sempre tenendo presente che le variabili sono moltissime e quindi la mia descrizione non può che essere una parziale ricostruzione della situazione.

Gli Stati Uniti come altri paesi sono immersi in un ciclo del debito che deve necessariamente vedere un suo riassorbimento nel tempo per poter vedere una economia con una crescita maggiormente sostenibile. Il debito complessivo degli USA dopo alcuni anni di discesa sta cominciando a risalire e questo seppure prendiamo in considerazione la doppia contabilizzazione del debito cartolarizzato che dovrebbe essere spurgata dai dati. Mentre il debito privato e finanziario ha avuto una significativa contrazione in questi anni esso è stato compensato dall'aumento del deficit pubblico che ha di fatto consentito all'economia USA di mantenere una crescita ancorché insoddisfacente da un punto di vista macro. Il settore privato ha contratto il debito significativamente anche a causa di una serie di default privati che hanno di fatto reso stagnante il mercato immobiliare mentre quello finanziario anche grazie al meccanismo di salvataggi TARP e ad un mercato obbligazionario avanzato ha avuto modo di ridurre la propria esposizione complessiva su livelli di ripartenza. Il sistema bancario USA sembra quindi pronto per poter riprestare denari sebbene al momento grazie ai tassi bassi le aziende di grandi dimensioni si finanziano sui mercati finanziari mentre le imprese di piccole dimensioni solo ora e solo in alcuni settori sembrano riprendere una domanda di credito comunque in maniera estremamente prudente visto il rischio di consolidamento fiscale statale. Gli USA tra l'altro sono molto più avanti dell'Europa nel deleveraging delle istituzioni finanziarie (vedi grafico pagina seguente) e anche più avanti nell'aver ridotto il debito privato sebbene lo stesso sia ancora molto più elevato negli USA.

Total US Debt/GDP

CASEY RESEARCH.COM

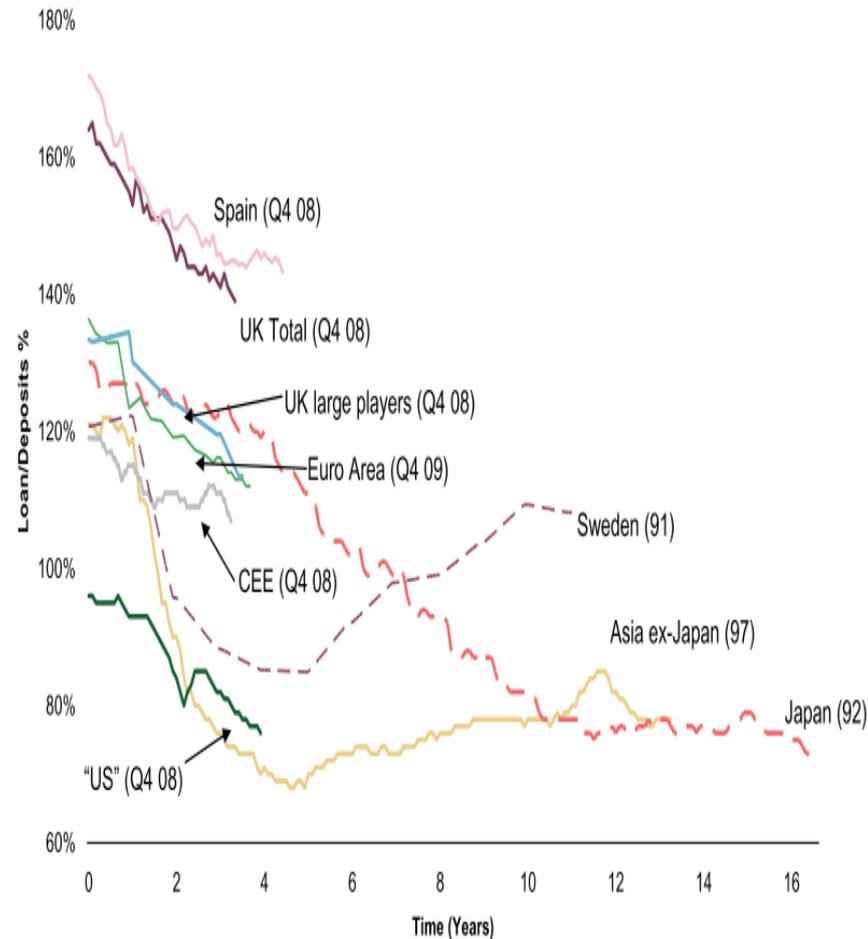


© Casey Research 2012

Our strategic view: we are ~4 years through a ~10 year deleveraging and restructuring process for European Banks.

Banking systems' loan-to-deposit ratios post crises

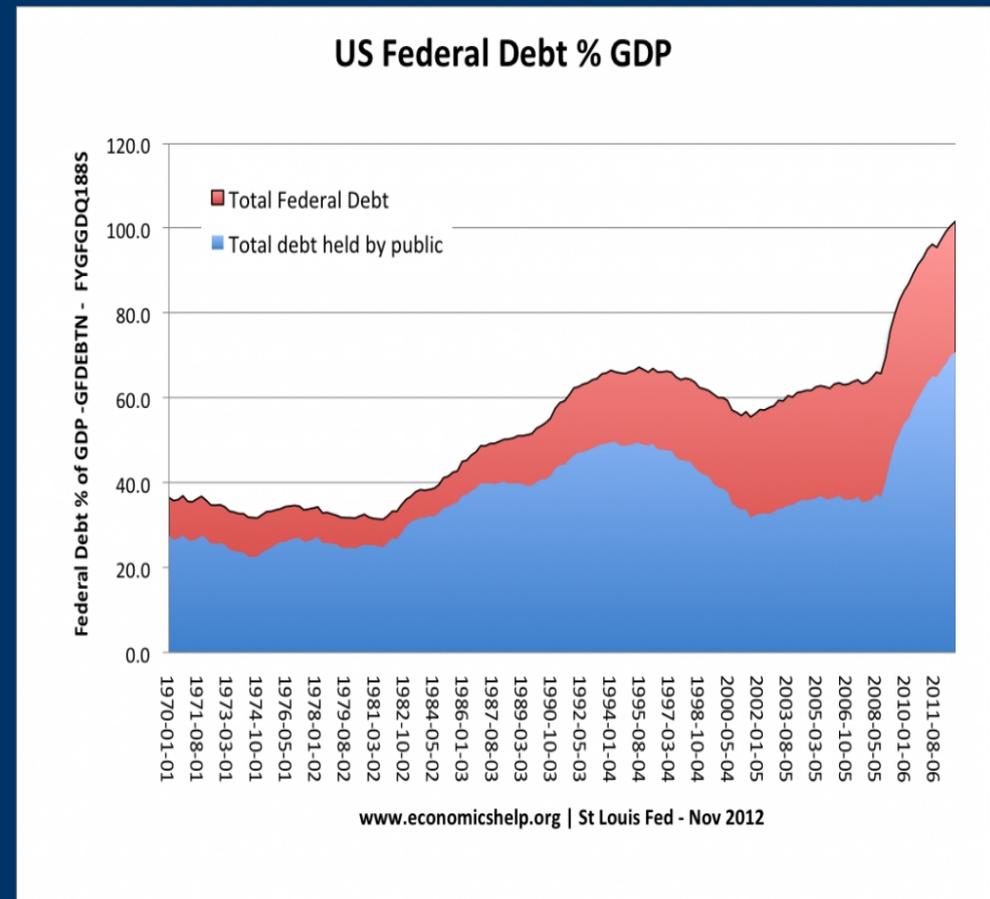
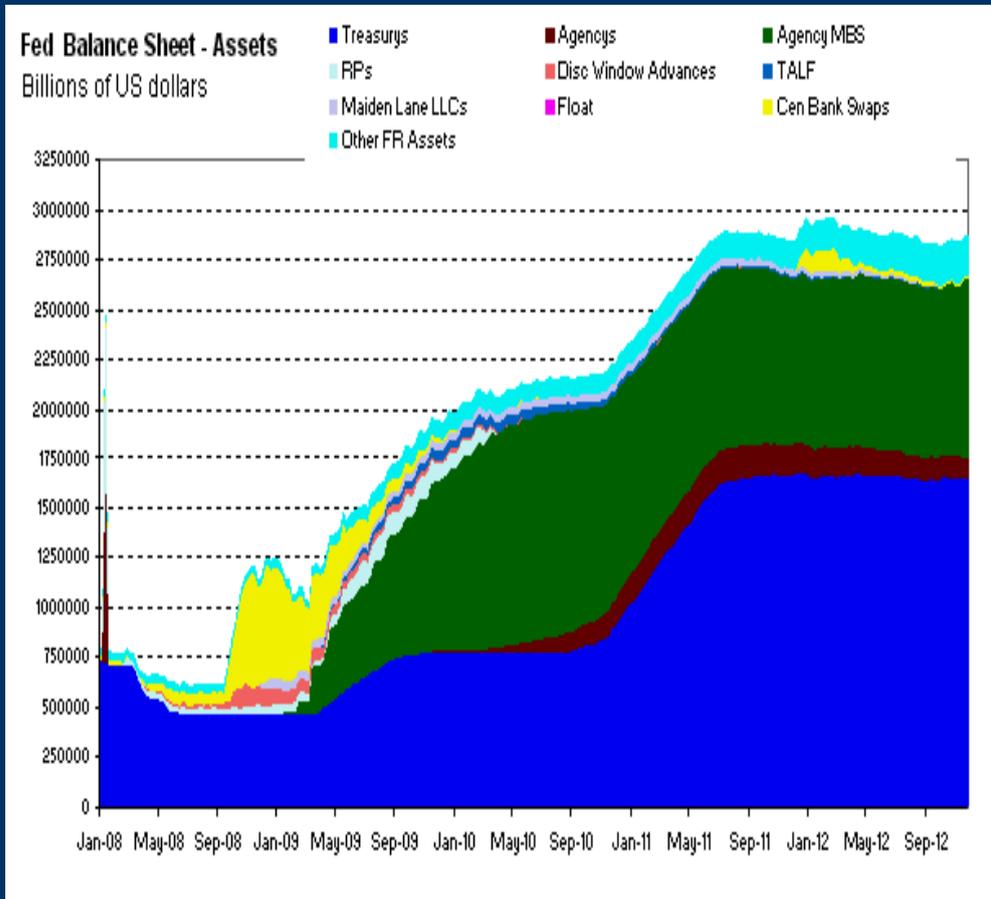
Time (years) following banking crisis



Note: Calculations performed on system loans and deposits of the private sector and as such do not include government or interbank transactions. In the case of the UK, we have prepared two sets of data: one at the UK system level, while the other is based on the average loan to deposit ratio for six key UK banks (RBS, LLOY, NATIONWIDE, HSBC (adj), BARC and SAN UK).

Source: Morgan Stanley Research; AxJ from CEIC and regulatory bodies, European data from ECB and BoE, US data from FDIC

Ma come detto prima mentre l'economia USA ha vissuto un fenomeno di deleveraging nella sua componente privata quella pubblica ha continuato ad espandersi sia in quanto la FED è diventata detentrici di molti asset presenti sui mercati così il bilancio pubblico a causa delle numerosi manovre di stimolo fiscale ed a causa di una diminuzione delle tasse incassate ha visto un peggioramento complessivo dei bilanci che rendono ora il fiscal cliff una componente fondamentale per il ripristino di una traiettoria del debito sostenibile.



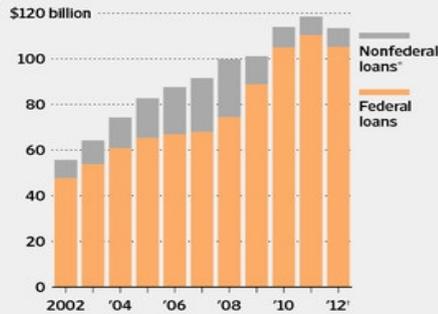
Come si evince dai grafici precedenti lo sforzo dello Stato USA per evitare un avvitamento della crisi è stato incredibile e avrà i suoi effetti nei prossimi anni; il debito pubblico è cresciuto a dismisura soprattutto nella componente degli student loans, che sebbene rispetto agli altri prestiti possono essere rinegoziati in moltissime forme e strutture, non potendo essere facilmente cancellati continuano a crescere a dismisura ed hanno ora superato in termini di livello di insoluti, il picco delle carte di credito insolute. Naturalmente uno studente che va in default per il suo finanziamento per gli studi (e l'85% di questi prestiti è statale) non potrà avere accesso per lungo termine ed altre possibilità di finanziamento o carta di credito e questo in un periodo dove la disoccupazione giovanile è elevata e gli stipendi per i nuovi entranti sempre più bassi. È evidente che è una situazione alquanto difficile e che va monitorata con attenzione perché la dimensione di questa crisi si fa sempre più grande ed ipotizza il futuro di una intera generazione. Inoltre mentre le banche stanno riducendo il debito complessivo fornito alle imprese ed ai privati, per quanto riguarda le imprese sono le piccole imprese a patire maggiormente questa riduzione dei prestiti mentre per le grandi aziende USA il mercato obbligazionario di questi ultimi anni ha permesso di approvvigionarsi di debito a basso costo che però anche in questo caso sta raggiungendo dimensioni preoccupanti. Questo è stato uno degli effetti delle politiche di stimolo monetario della FED che hanno permesso ai mercati obbligazionari di avere accesso a flussi di denari con costi nettamente inferiori a quelli possibili in una situazione di normalità, ma facendo così hanno di nuovo posposto il vero problema della fase economica attuale e cioè l'eccesso produttivo del sistema mondiale riducendo di fatto anche la propensione all'investimento delle imprese a causa di una situazione considerata dai più non ancora risolta e riducendo si in termini assoluti il valore della disoccupazione ma peggiorandone qualità e ritmi di recupero.

Riproduciamo in questa pagina alcuni dei grafici esplicativi di quanto scritto nella pagina precedente ed in particolare:
Nuovi investimenti fissi dalle imprese quotate; livello di delinquenza sul credito USA per tipologia e tipo di disoccupazione per origine oltre a tassi dei corporate bond e emissioni nette.

College Lending Spree

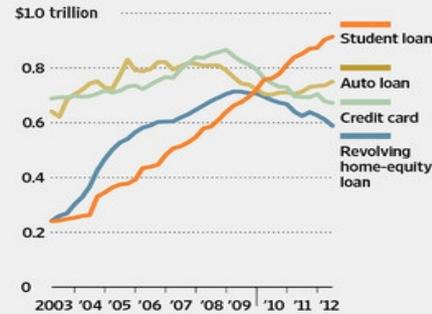
In 2010, the federal government expanded its role in the student-loan market, making only direct loans instead of loan guarantees. Preliminary data show that in academic year 2011-12, it issued 93% of all student loans.

New student loans In constant 2011 dollars



*Includes bank, state and institutional loans †Preliminary Note: New-loan data are for academic years that end in the year labeled Sources: College Board (new loans); Federal Reserve Bank of New York (debt outstanding) The Wall Street Journal

Debt outstanding By type of consumer loan



Anatomy of the Unemployment Rate

(unemployment rate by employment status of previous month)

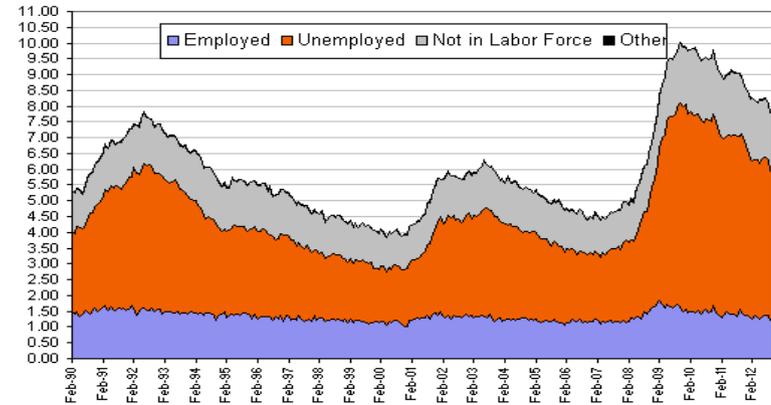
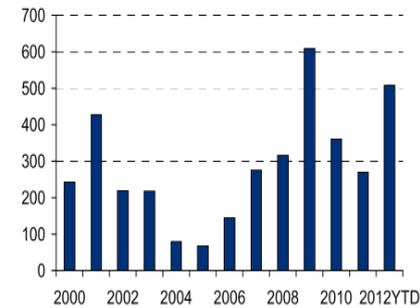


Figure 5. US Inv Grade Bond Yield (%)



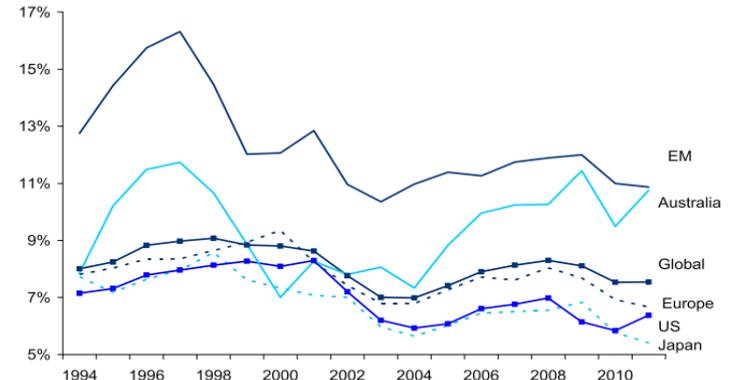
Source: Citi Research, Datastream

Figure 6. Non-fins Inv Grade Net Issuance (\$bn) *



Source: Citi Research, Dealogic *Europe + US

Figure 1. Four Years of QE and Still No Meaningful Increase in New Capex. Listed Company Capex to Sales (Non-Financials)



Source: Factset, Citi Research

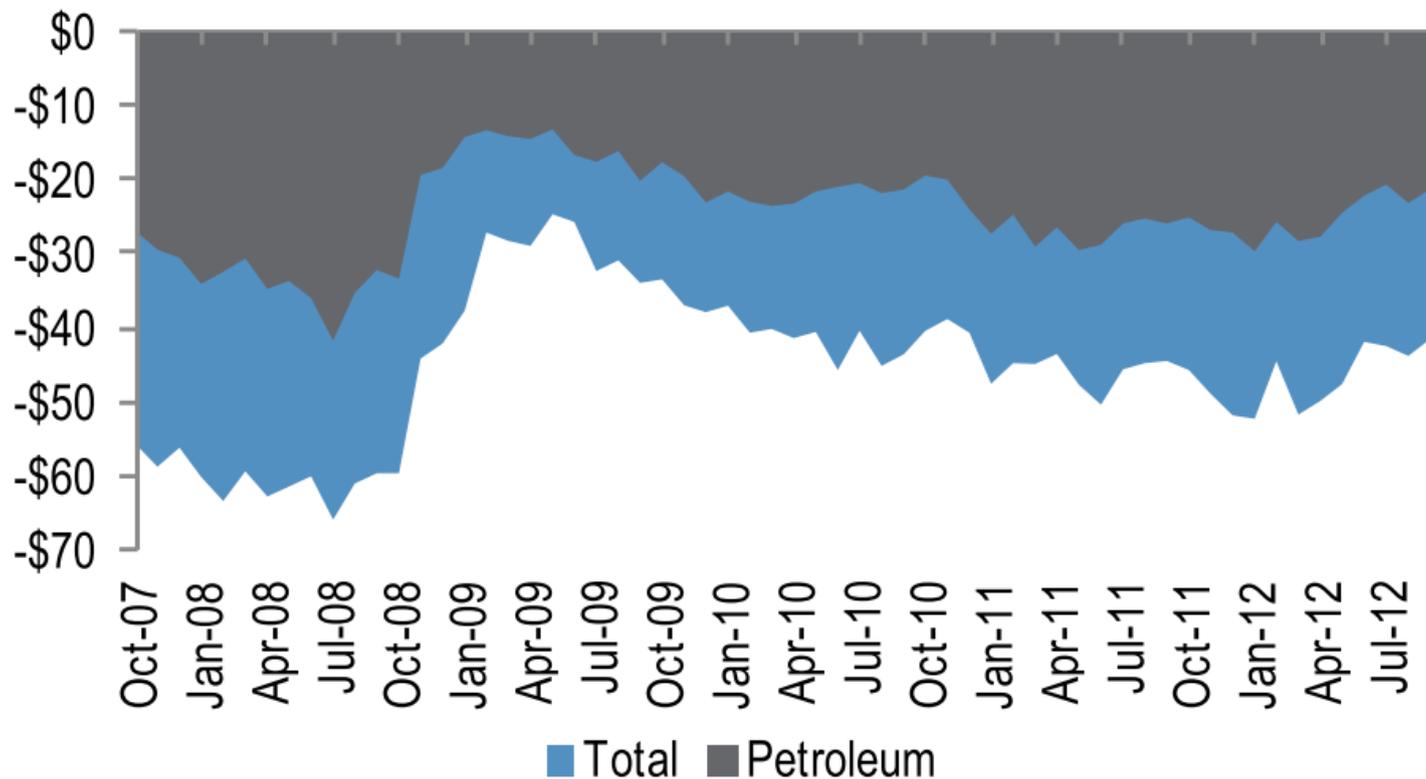
L'economia USA, però, rispetto alle altre economie del globo ha un vantaggio non da poco dato dalle caratteristiche dominanti della stessa, dal fatto di essere valuta di riserva e di poter condizionare con le proprie politiche monetarie buona parte delle politiche degli altri paesi, di avere ancora un gap tecnologico e di iniziativa di impresa rispetto agli altri paesi del globo. Certamente quindi vi sono possibilità di uscita dalla crisi che non sia solo deleveraging e crescita asfittica ma queste modalità sono attualmente incerte e necessitano di conferme.

In primo luogo la bilancia commerciale deficitaria potrebbe essere risolta almeno parzialmente dagli USA attraverso il miglioramento della bilancia commerciale energetica; gli USA stanno implementando le tecnologie necessarie per l'estrazione del shale oil e del shale gas facendone nel giro di pochi anni un esportatore netto. Bisogna tenere conto che però per rendere profittevole questo business necessitano di prezzi elevati del petrolio in quanto i costi estrattivi sono significativi e di flussi di investimenti copiosi al fine di mantenere il tasso di sviluppo attuale. Con questi due parametri la bilancia commerciale potrebbe risentirne positivamente.

La seconda strada è la strada che nessuno vorrebbe veder percorsa ma è comunque possibile anche in relazione a i recenti discorsi tenuti da Obama al congresso; il riposizionamento strategico degli USA sullo scacchiere internazionale vede una fuoriuscita dall'impegno militare in Iraq (già realizzato), un disimpegno afgano ma un riposizionamento strategico sul pacifico (il Pivot sull'Asia) e un progressivo allontanamento dall'Atlantico. Per il momento i toni sono concilianti; il riposizionamento viene evidenziato come conforto agli scambi commerciali fra i vari paesi ma è evidente la necessità di tutelare la forza americana in quell'area. In alcuni porti delle Filippine il traffico navale ed aereo USA è cresciuto del 50% nell'ultimo anno e sebbene il Pentagono stia tagliando le spese militari, questi tagli riguardano più gli uomini che non i servizi di intelligence e lo sviluppo di nuove tecnologie al servizio della "difesa" degli interessi americani.

La bilancia commerciale USA da dei segni di miglioramento e la spesa per il petrolio da importazione sembra in costante calo dalla crisi del 2008.

US trade balance of payments SA (Billion \$)



Source: US Census Bureau, J.P. Morgan Commodities Research

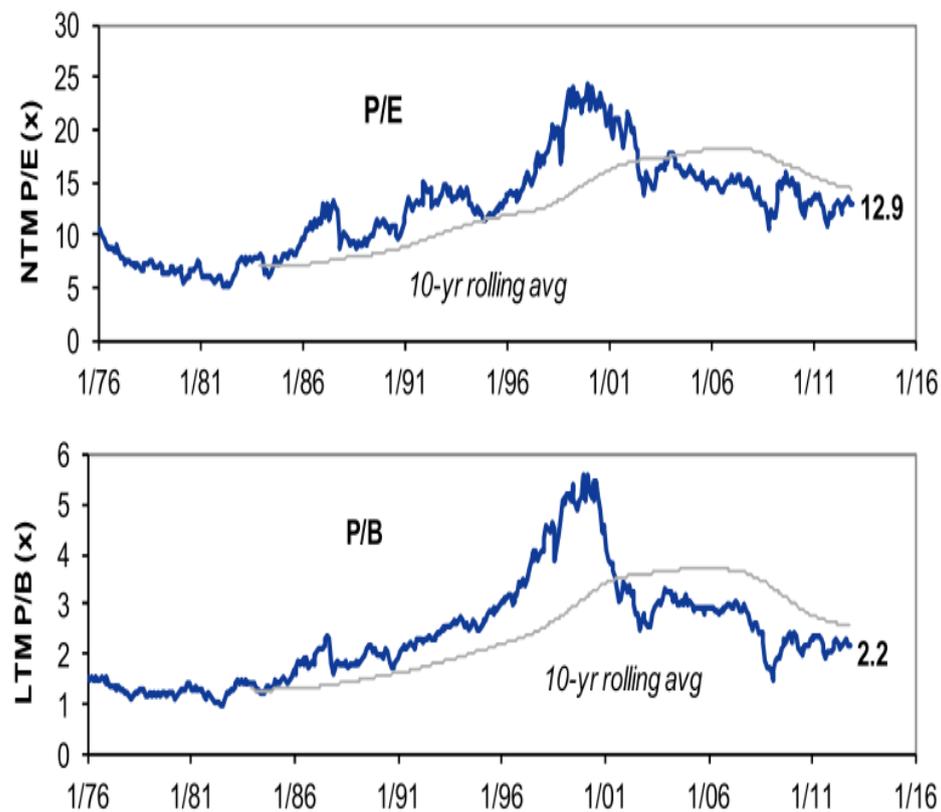
Fatto il quadro macro della situazione andiamo sul quadro micro e dei mercati. I mercati azionari non sono più sui livelli di bolla speculativa come quelli visti nel 2000 e nemmeno sopra quotati come potevano essere nel 2007 ma presentano valutazioni semplicemente in linea con le valutazioni storiche quindi in caso di peggioramento macro a rischio di correzione. Ai lati dei mercati però ci sono impressionanti quantità di liquidità pronta ad essere immessa sui mercati nel caso lo scenario riuscisse ad ottimizzarsi e questo è una grossa spada di Damocle sull'andamento complessivo dei mercati sebbene la stessa al momento sia andata ancora una volta a premiare il debito oltre ogni merito esclusi alcuni debiti sovrani ed alcune situazioni limite. In ogni caso lo spoore (S&P500), cioè l'indice guida del mercato statunitense ha effettuato una correzione importante che ha portato gli oscillatori lenti a raggiungere un punto di minimo importante e da quel minimo hanno rimbalzato con forza. Dal punto di vista grafico sembrerebbe che gli indici hanno ancora spazio per salire ulteriormente sebbene le situazioni passate con letture similari della media lenta potrebbero indicare una ulteriore estensione della correzione prima di una nuova gamba rialzista. Ho postato il grafico di lungo dello spoore giusto per capire che sebbene il macro ed il micro non siano così supportivi l'indice potrebbe terminare quella estensione di prezzo di cui parlo da diverso tempo e in cui siamo immersi oramai da diversi mesi prima di cominciare con la fase di correzione ciclica che vedo come possibile nel 2013 e che avrà connotati più profondi delle correzioni fino ad ora effettuate. Ma ritengo che questo scenario potrebbe avvenire appunto tra il 2013/2014 e non prima, scenario che a questo punto avrebbe caratteristiche più punitive di quello da me preventivato qualche anno fa in quanto in caso di correzione finanziaria in quel periodo evidentemente la credibilità della banca centrale USA potrebbe essere messa in discussione.

S&P 500 Index (SPX) 1416.18 +0.23

www.fullermoney.com 30 Nov 2012

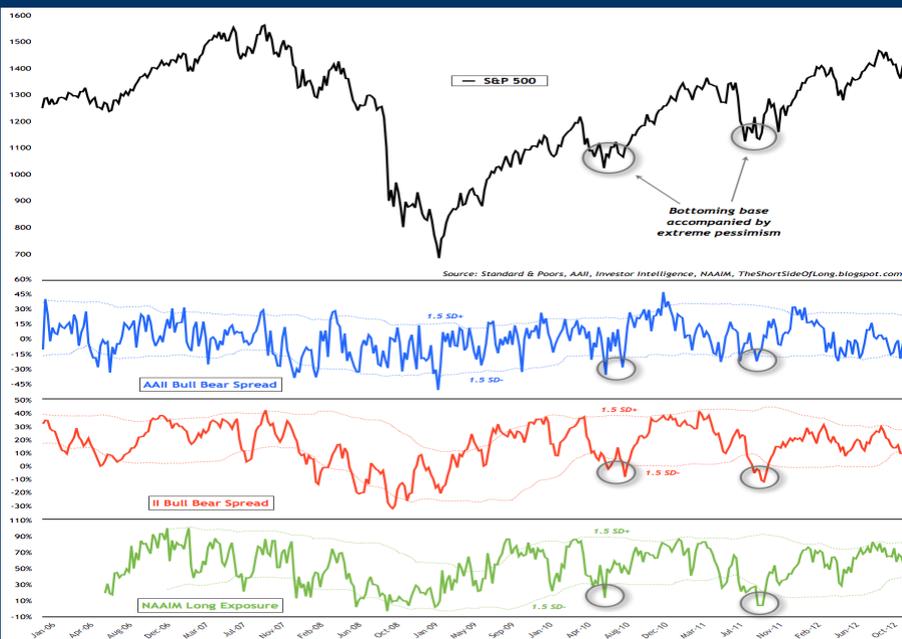
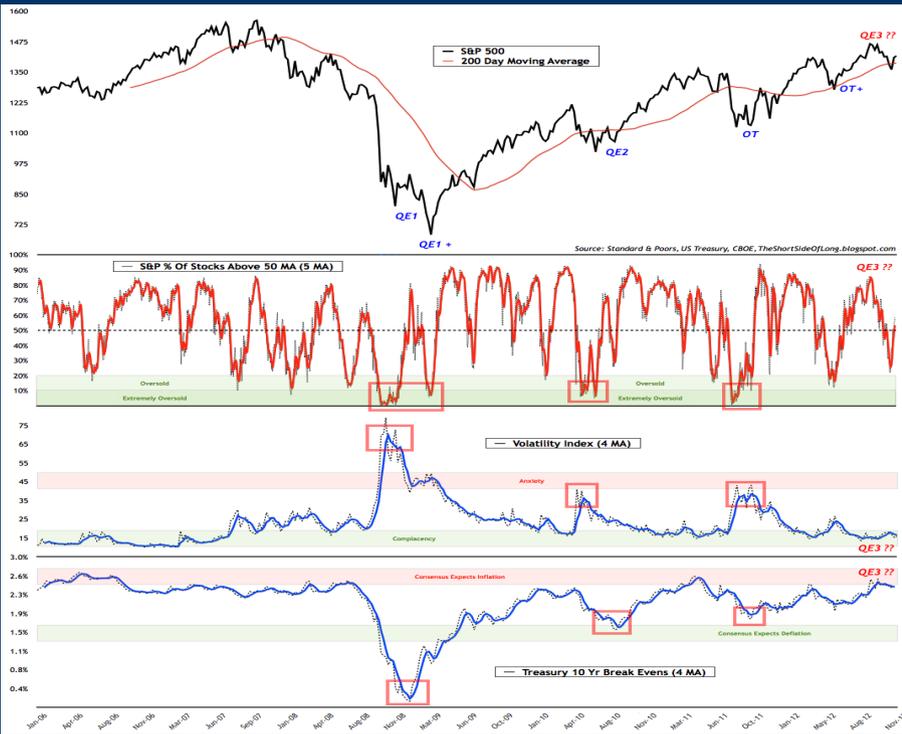


Exhibit 23: Historical NTM P/E and LTM P/B values for the S&P 500
aggregate bottom-up consensus valuation, as of November 29, 2012



Source: Compustat, FactSet, and Goldman Sachs Global ECS Research.

C'è da dire, spostando un po' l'orizzonte più sul breve che la correzione precedente non sembra esaurita nelle sue componenti classiche in quanto sia in termini di volatilità espressa, sia in termini di profondità della correzione essa non è sembrata esprimere tutto il potenziale che la stessa poteva manifestare; sicuramente la possibilità che il fiscal cliff si risolva in un accordo ha giocato a favore del mercato ma come ha detto anche il nostro amico Novenove sul forum la reazione recente ai rumors su un accordo è stata sì positiva ma non entusiasmante segno che per buona parte un accordo sul fiscal cliff è già in buona parte scontato dai mercati mentre è il disaccordo che eventualmente sorprenderebbe i mercati. In ogni caso la bassa presenza di operatori individuali nei movimenti attuali dei mercati mette in discussione anche i modelli matematici che gli stessi mercati propongono come funzionanti sugli stessi e quindi le classiche analisi sia empiriche che matematiche che lo compongono. Al momento secondo me, nelle aspettative dei mercati la fa da padrone l'idea che la FED sostituirà l'operazione Twist in scadenza con una nuova ondata di puro QE ad aumentare i quantitativi mensili di acquisti di asset USA e quindi di liquidità disponibile per gli operatori finanziari in grado di approvvigionarsi sui mercati. I grafici che posto di seguito e sono tratti da un blog molto interessante vogliono essere da conferma a quanto da me detto. Il comportamento dei mercati sembra simile a quello visto a settembre di quest'anno con ancora meno volatilità e pressione ribassista forse dovuta al fatto che anche le aspettative macro sono ora più positive di allora (vedi economic surprise index) sebbene siano da un paio di settimane di nuovo in contrazione anche se per il momento moderata. In ogni caso il comportamento dei metalli industriali e del rame sembra al momento confermare che le aspettative sono di un QE più robusto in quanto gli stessi pur in presenza di mercati emergenti in recupero solo discreto stanno correndo forte sulle aspettative di uno stimolo monetario più positivo per le materie prime industriali.



Conclusioni

Se già fare commenti sul breve è difficile sul lungo l'esercizio risulta ancora più complicato perché le variabili di analisi si moltiplicano. In ogni caso io ritengo che siamo ancora immersi in una fase di estensione dei mercati che sebbene abbia avuto un fenomeno correttivo che poteva segnare la fine della stessa in realtà la minore intensità dello stesso movimento ne ha di fatto limitato al momento i target potenziali e ha dato il la ad un recupero fondato sulle aspettative sia della risoluzione del fiscal cliff ma anche sul potenziale sviluppo di un nuovo QE da parte della FED a dare ulteriore linfa ai mercati (sebbene per dicembre la linfa in arrivo dovrebbe essere parecchia soprattutto da metà mese.) Se il mercato volesse fare come in settembre si potrebbe dire che il rally attuale potrebbe esaurirsi con il meeting della FED o poco dopo appunto grazie alle nuove infusioni di liquidità previste (fino a Natale o fine anno). In ogni caso il consolidamento fiscale USA, la poca determinazione monetaria degli emergenti e le difficoltà di crescita dell'Europa dovrebbero essere tutti dei limiti feroci alla crescita che potrebbero compromettere nel medio termine lo scenario di fiducia nelle banche centrali e quindi causare un nuovo e più profondo fenomeno correttivo sui mercati. Naturalmente i tempi di questo sviluppo non potranno essere quelli naturali dei mercati ma bensì quelli artificiali legati agli stimoli messi in piedi e quanto il mercato crederà agli stessi.

Appendix

Un recentissimo articolo del NYTimes ha evidenziato con una serie di grafici la struttura fiscale e della tassazione USA rendendo quindi l'analisi del fiscal cliff e delle sue ramificazioni più interessante e completo: questo è il link all'articolo ma ve ne posto un paio assolutamente da considerare:

<http://www.nytimes.com/interactive/2012/11/30/us/tax-burden.html?ref=us>

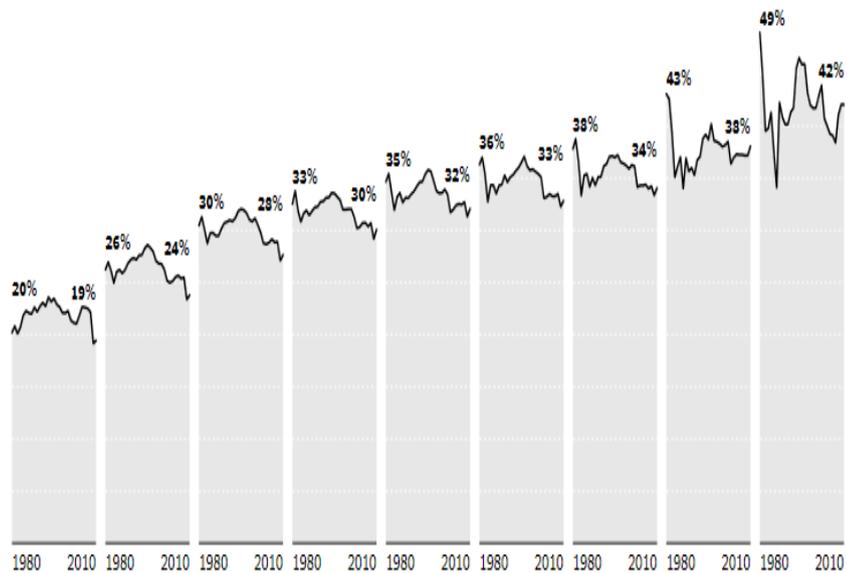
Nel primo caso abbiamo la tassazione complessiva per livello di reddito e da quello è evidente che dal 1980 ad oggi la tassazione è diminuita maggiormente per i produttori di reddito più alto sebbene da livelli più alti rispetto ai livelli di reddito basso e questa riduzione, sebbene in termini minori rispetto a quelli assoluti, è diminuita decisamente anche in termini percentuali a favore dei redditi elevati.

Il secondo grafico è una rappresentazione della progressività di imposta che esiste anche negli USA come in tutti i paesi con un sistema capitalistico ma che nel corso degli ultimi anni ha visto ridurre la stessa a causa delle riduzioni fiscali effettuate nel tempo, e solo la crisi ha ridotto parzialmente questa differenza a causa delle riduzione del reddito da investimento.

\$0-25k \$25-50k \$50-75k \$75-100k \$100-125k \$125-150k \$150-200k \$200-350k \$350k+

Tax rates have fallen for most Americans, especially high earners.

Share of yearly income paid in federal, state and local taxes, by income bracket.

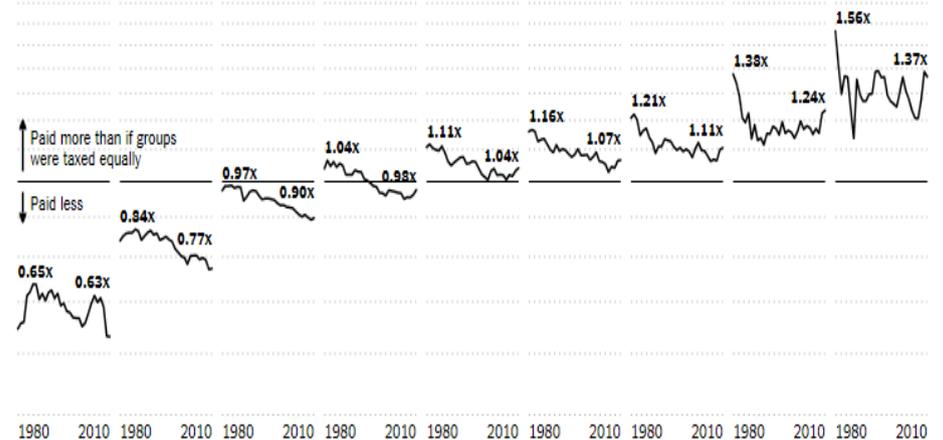


Average tax rates were lower for every income group in 2010 compared with 1980, but rates fluctuated during the intervening decades. Savings from federal income tax cuts in 1981 and 1986, under President Ronald Reagan, eroded as other taxes increased. New federal cuts in 2001 and 2003, under President George W. Bush, again reduced the total tax burden. Tax revenues rose in 2010 as the economy recovered from the recession.

\$0-25k \$25-50k \$50-75k \$75-100k \$100-125k \$125-150k \$150-200k \$200-350k \$350k+

But the distribution of the tax burden has become less progressive.

Ratio of each group's share of taxes paid to its share of the nation's income.



In a progressive system, upper-income households pay a larger share of taxes than their share of income, while the opposite is true for lower-income households. Over the last three decades, taxation in the United States became less progressive.

Households earning more than \$350,000 paid 20 percent of the nation's taxes in 2010, 1.37 times their share of total income, while in 1980, those households paid taxes equaling 1.56 times their share of income. The change was larger before the recession, which reduced investment income, as in past recessions.