



LA ROSA DEI VENTI

OTTOBRE 2013

The show must go on!

*
AZIMUT
WEALTH MANAGEMENT.

Politica e Mercati

Gli ultimi mesi sono stati caratterizzati da molti eventi politici importanti, veri e propri banchi di prova per l'andamento e la tenuta dei mercati, fatti che hanno confermato come in Europa il rischio sistemico del mercato si sia ridotto rispetto a un anno fa mentre negli Usa i possessori del reddito fisso faranno bene ad essere pronti a quando gli stimoli monetari della Fed verranno meno.

Si è tanto parlato di un ritorno della liquidità sui mercati azionari europei negli ultimi mesi che ha determinato un miglioramento della performance relativa delle borse europee rispetto al resto del mondo, movimento che dovrà essere "testato" dopo la notizia positiva dell'accordo sul tetto del debito americano. I flussi d'investimento sono un elemento importante da monitorare per cogliere il momentum dei mercati ma una strategia di medio lungo termine non può prescindere dalle determinanti macroeconomiche e degli utili.

I flussi d'investimento in cerca di remunerazione: è il turno dell'Europa?

Dal mese di luglio la borsa italiana ha iniziato a sovraperformare il mercato europeo grazie al peso che il settore finanziario ha nell'indice e, soprattutto, al miglioramento della fiducia verso i paesi periferici europei.



Ma l'Europa non è solo Italia e presenta un panorama molto diversificato con le borse dei singoli paesi che hanno valutazioni e momentum differenti l'uno dall'altro, un contesto in cui una buona *attività di selezione* può davvero produrre valore aggiunto in un portafoglio ben strutturato e diversificato. Negli ultimi anni gli indici azionari "periferici" in Europa hanno forse scontato il peggio, fino a prendere in considerazione anche una possibile disintegrazione della moneta unica, con la conseguenza di aver sottoperformato le borse core europee e le altre borse occidentali, come quella

americana per esempio. E' vero che l'economia dei paesi periferici deve recuperare un gap di crescita molto importante rispetto alla Germania e agli Usa ma è anche vero che le borse di questi paesi non hanno beneficiato finora della grande liquidità immessa sui mercati dalle Banche Centrali.

Dopo anni di accumulo sui mercati emergenti, i forti deflussi della scorsa estate da questi paesi hanno trovato una borsa americana un po' cara, motivando quindi la ricerca di quelle aree e di quei settori rimasti più indietro, come appunto l'area Euro ed il settore finanziario. Con tassi d'interesse praticamente a zero la liquidità in questo momento è alla ricerca di buone occasioni sui mercati e sembra che in quelli azionari Europei possa ritrovare interessanti opportunità.

La politica: il ruolo della Germania in Europa

E' opinione ormai condivisa dai principali economisti che le politiche fiscali restrittive imposte in questi anni ai paesi periferici abbiano ridotto la domanda interna. L'effetto collaterale è stato una disoccupazione in aumento in tutti i paesi periferici con la conseguenza di aggravare la recessione e di rendere necessarie sempre nuove manovre restrittive per contenere i deficit pubblici. I recenti dati macroeconomici stanno mostrando una ripresa degli indici manifatturieri e della produzione industriale ma ciò potrebbe essere dovuto più all'effetto traino di ricostituzione delle scorte da parte delle aziende che ad un reale aumento della domanda, tale da essere sufficiente a migliorare l'occupazione. In Europa la *"situazione attuale è complessa"* secondo George Soros che ha sottolineato che vi è ancora troppa incertezza sul ruolo che la Germania può avere in concreto per l'integrazione economica europea.

Secondo Soros *"quello che deve essere fatto viene direttamente dall'analisi di quanto è successo"*. Il debito pubblico che oggi lega le mani degli Stati è figlio del debito privato che anche banche tedesche hanno contribuito ad alimentare. Paesi come la Spagna hanno affrontato una bolla immobiliare che ha provocato un boom economico effimero e un rialzo dell'inflazione che non ha fatto altro che peggiorare la competitività del paese. Nel frattempo la Germania ha continuato ad investire il proprio surplus commerciale prestando al settore privato spagnolo; contemporaneamente ha portato avanti, in tempi di crescita economica, riforme strutturali per contenere l'inflazione e il costo del lavoro. In un contesto di cambi fissi come l'Euro è come se la Germania avesse svalutato aumentando sempre di più il proprio surplus commerciale nei confronti del resto dell'Europa. Quando per colpa della crisi internazionale i flussi d'investimento verso la Spagna si sono invertiti, la bolla immobiliare è scoppiata e il sistema bancario ha aumentato le sofferenze. Lo Stato spagnolo è stato costretto ad intervenire proprio nel momento in cui i propri titoli di Stato venivano venduti per la fuga dei capitali, in un circolo vizioso che ha fatto aumentare i tassi d'interesse e il costo del debito pubblico. *Il debito privato in questo modo si è trasformato in debito pubblico.*





Per fortuna la Germania, che finora ha fatto da traino all'Europa, ha tutto l'interesse ad intervenire per consolidare l'Unione Europea. Come abbiamo detto sopra, il sistema economico tedesco è basato più sulle esportazioni che sui consumi interni e la maggior parte delle esportazioni avviene all'interno dell'area euro.

Senza voler parlare di "complotto internazionale", è un dato inconfutabile che la Germania, così come molti altri paesi dell'area Euro, presenti una popolazione con età media sempre più elevata, in un trend crescente. La relazione fra popolazione più anziana e dinamica dei consumi in diminuzione è altrettanto dimostrabile. La grande capacità dei tedeschi è sempre stata però quella di credere nella qualità della loro produzione, basata su forti investimenti in ricerca e sviluppo. L'elevata capacità produttiva della loro industria si è scontrata fin dai primi anni novanta del secolo scorso con una potenzialità di assorbimento interno in diminuzione, per il legame fra età anagrafica e propensione al consumo della popolazione. Da qui la ricerca di nuovi mercati di sbocco delle loro merci che, con l'avvento dell'Euro, ha generato un potere di acquisto più elevato di quanto avrebbero potuto in precedenza detenere gli spagnoli, italiani, greci e diversi altri con le loro più deboli monete. Quello che è mancato appunto (e che tuttora manca) è il riequilibrio fiscale fra paesi con surplus commerciale a favore di quelli in deficit.

A causa di un mancato coordinamento delle politiche economiche a livello europeo la Germania, nei primi 13 anni di vita dell'Euro ha generato un'inflazione di circa 25 punti percentuali, grazie anche a politiche di contenimento della crescita dei salari, mentre i paesi periferici come l'Italia e la Spagna hanno visto aumentare i prezzi in maniera molto più veloce (39 per cento e 47 per cento); se ci dovesse essere un ritorno alle valute nazionali la Germania vedrebbe rivalutare probabilmente la propria divisa del differenziale tra il proprio tasso d'inflazione e quello dei paesi periferici.

Il dibattito sull'austerità continua

Il dibattito politico sull'austerità e su eventuali politiche alternative è ormai in corso da tempo ed è possibile pensare che siamo solo all'inizio di una dialettica che ci porterà l'anno prossimo alle elezioni europee. I partiti euroscettici sono in crescita in gran parte dell'Europa e spesso il malcontento sull'austerità ha portato molti governi europei a cambiare maggioranza. Se non ci sarà una vera ripresa economica è possibile che le formazioni euroscettiche cresceranno ulteriormente e allora tutti i nodi non potranno che venire al pettine. Per questo motivo la Germania deve agire subito per persuadere gli euroscettici che i benefici di rimanere nell'Euro, in maniera condivisa da tutti, possano essere superiori ai benefici di un'uscita disordinata ed incerta nei risultati.

L'aereo dell'Euro è ormai decollato ed è inutile domandarsi adesso se conviene scendere dall'aereo (uscire dall'Euro), forse sarebbe meglio chiedere al pilota (la Germania) di cambiare rotta (accettare gli Eurobond).

La Fed: troppa protezione può far male?

La politica ha dominato anche gli avvenimenti economici degli ultimi mesi in Usa. I ritardi sull'accordo tra repubblicani e democratici per l'innalzamento del tetto del debito hanno indubbiamente avuto i loro effetti. Uno di questi è l'aspettativa dei mercati per un rinvio a tempo indeterminato del tapering (riduzione dell'immissione di liquidità nel sistema) perché la Fed non potrà contare su dati macro affidabili vista la chiusura forzata degli uffici statistici; questa aspettativa si è rafforzata dopo la nomina della Yellen che è favorevole a un aumento della crescita economica attraverso un incremento dell'inflazione. Il fatto che la Fed adesso si trovi probabilmente a dovere procrastinare ulteriormente l'inizio della riduzione degli acquisti di titoli piace tantissimo ai mercati. **Il paradosso è che fino a quando i mercati confidano nella "protezione della Fed" i rialzi saranno alimentati sia dalle buone sia dalle cattive notizie perché le prime avviano l'economia verso la ripresa e le seconde prolungano l'azione espansiva delle Banche Centrali!**

In un contesto di calma "indotta" cosa fare sui portafogli

Gli investitori "finanziari" hanno la percezione che il punto di minimo del ciclo economico sia alle spalle (forse però questo aspetto è meno vero per molti operatori economici e molte famiglie...). Anche se questo non significa che nel breve termine ci si possa aspettare una forte ripresa del ciclo economico, quello che influenza il sentiment dei mercati sono le prospettive, percepite in miglioramento, anche e soprattutto nell'area Euro periferica e non nella sola Germania.

Inoltre, **la liquidità delle Banche Centrali continuerà a rimanere abbondante sul mercato: tutti i "grandi stampatori" di moneta del mondo (quelli ufficiali), ad iniziare dalla Fed, hanno davanti poche alternative per invertire nel breve termine questa tendenza. Sicuramente tutto ciò prima o poi finirà ma nel frattempo i mercati finanziari, i veri utilizzatori di questo credito facile e a basso prezzo, continueranno a sfruttare a loro vantaggio questa abbondante liquidità, come mostra la reazione dei mercati azionari ed obbligazionari alla notizia del rinvio del "tapering"**. Entrambi questi aspetti sono secondo noi favorevoli agli investimenti almeno, presumibilmente, per i prossimi mesi.

Ricordiamo, infine, che siamo in una fase statisticamente favorevole di stagionalità positiva ma è essenziale affrontarla con prodotti che pongano la massima attenzione al controllo del rischio e della qualità degli asset. Infatti, **la relativa calma indotta dalle Banche Centrali non deve farci dimenticare che gli asset non sono tutti uguali**. Le aziende sono poco indebitate e ricorrono al debito solo per ottimizzare la propria posizione finanziaria. L'azionario o forme ibride di debito «azionario» rimangono la strada migliore per incrementare il rendimento di un portafoglio e le cedole potenzialmente distribuibili in un contesto di tassi di interesse bassi con tendenza nel medio termine al rialzo.



Disclaimer

La presente pubblicazione è distribuita da Azimut Wealth Management. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Azimut Wealth Management non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Azimut Wealth Management declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Azimut Wealth Management né alcuna società appartenente al Gruppo Azimut potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

Azimut Wealth Management ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Azimut Wealth Management può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione Azimut Wealth Management sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.