

# LA ROSA DEI VENTI

1 OTTOBRE 2015

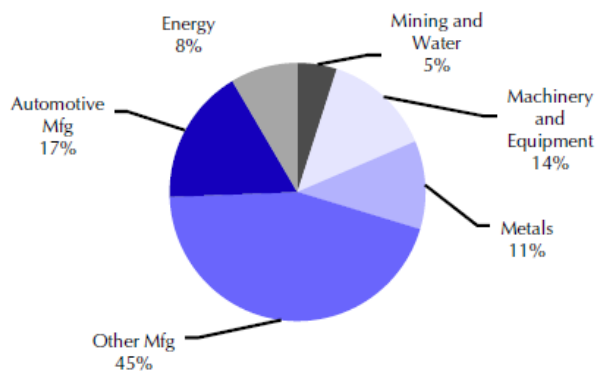
## VIVERE IN UN MONDO GLOBALE...

... dagli effetti concatenati. Così ci verrebbe da commentare il recente “diesel-gate” che ha visto il colosso mondiale delle automobili Volkswagen frantumare in un sol colpo una reputazione pluridecennale. Da questo “inciampo” di immagine subito dalla sempre perfetta Germania, una piccola soddisfazione potrebbe anche manifestarsi nei retro pensieri di noi italiani (ma non solo), più volte feriti nel nostro orgoglio nazionale da piccoli e grandi esempi di cadute, colpose o dolose (o demenziali dalle tragiche conseguenze se pensiamo all'affondamento della nave da crociera Concordia) che da sempre caratterizzano la nostra storia.

I legami, le relazioni economiche, politiche e sociali del mondo d'oggi non ci consentono però di disinteressarci né tanto meno compiacerci delle disgrazie che accadono ai nostri vicini. Anche se è ancora prematuro poter calcolare quante minori vendite subirà la Volkswagen a seguito del recente scandalo, è certo però che tale caduta economica non riguarderà solamente il colosso tedesco. Si calcola infatti che solo la piccola-media impresa italiana presenti un fatturato di componentistica utilizzata dalle automobili “del popolo” che varia dai cinque ai sei miliardi di euro.

I numeri aumentano ovviamente di molto se ricomprendiamo anche le forniture delle altre imprese tedesche ed europee, tale da far ritenere certo un impatto negativo della vicenda sull'intera economia europea se non globale.

CHART 1: SHARES OF GERMAN INDUSTRIAL PRODUCTION



Sources – Bloomberg, Capital Economics

Possiamo poi noi europei basare la nostra aspettativa di ripresa economica solo sul contributo dato dalle esportazioni che hanno beneficiato dell'euro debole? Sarebbe come provare ad ipotizzare il futuro guardando nello specchietto retrovisore.

La debolezza della nostra divisa la si legge anche come forza di quella statunitense che qualche effetto di rallentamento sulle esportazioni della corporate America lo sta producendo.



La bassa componente export sul PIL degli Stati Uniti, inferiore al 15%, farebbe ritenere abbastanza marginale la dipendenza economica dalla variabile valutaria. Questo però in un'economia che può basare la propria forza sulla domanda interna. Negli Stati Uniti, dove gli occupati stanno aumentando di numero ma non di qualità di lavoro e dove l'aumento dei redditi è contenuto (con tutto vantaggio per i margini delle imprese), è possibile immaginare che i consumi rimarranno tutto sommato modesti. E allora le scelte delle multinazionali americane che hanno risposto positivamente alla richiesta di ristabilire o rafforzare le basi produttive precedentemente dislocate all'estero, con tutto vantaggio per l'occupazione interna, rimpiangeranno il calo dei fatturati dovuto anche ad un dollaro più forte, incrementando così le lamentele al proprio Governo per ottenere una divisa più competitiva.

## Un vento freddo da oriente

Il terzo trimestre del 2015 si è chiuso accentuando le preoccupazioni sui mercati finanziari che già il secondo aveva fatto emergere. Ma la sostanziale differenza è il mutamento delle caratteristiche di fondo che ne hanno generato la volatilità.

Nella tarda primavera a scatenare le incertezze contribuì il rialzo dei tassi di interesse del mondo obbligazionario che scontavano una accelerazione reflazionistica del ciclo economico, negli Stati Uniti ed in Europa in particolare, che rafforzavano le aspettative per il primo rialzo dei tassi da parte della Fed. Quindi il rialzo dei tassi era il costo (pur modesto) che comprovava però un clima economico più forte dei paesi sviluppati.

In estate però questa convinzione si è un po' modificata. Da tempo i mercati emergenti stavano soffrendo il crollo dei prezzi delle materie prime, aggravato da un peggioramento dei conti con l'estero dovuto ad un dollaro forte. La svalutazione del cambio da parte della Cina, deciso l'agosto scorso, ha fatto improvvisamente prendere consapevolezza al mondo sulla reale forza del colosso asiatico. Di conseguenza il malumore percepito sui mercati emergenti, a quel punto esteso anche alla Cina, ha influenzato il clima di fiducia dei mercati sviluppati.



## Il salvadanaio cinese si è rotto

Anche dalla lettura di come vengono utilizzate le riserve in valuta della Cina, possiamo trovare un filo diretto con gli Stati Uniti. La People's Bank of China detiene fra le più importanti riserve valutarie al mondo (un "salvadanaio" che valorizzava 3,56 Triliardi di usd a fine agosto 2015). La priorità di stabilizzare il renminbi ed i mercati finanziari azionari, scossi dal deprezzamento della moneta cinese annunciata a sorpresa l'undici agosto, sta facendo ridurre tali riserve, prevalentemente tramite la vendita dei titoli di Stato USA detenuti. Questo spiega così, almeno in parte, l'atteggiamento prudente della Fed, che non vuole rafforzare ulteriormente il dollaro, per non trovarsi un importante detentore del proprio debito nella necessità di liquidarlo forzatamente.

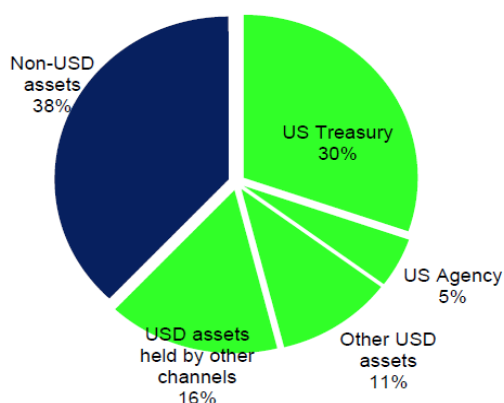
Questi fattori internazionali hanno motivato il rinvio (ennesimo) da parte della Fed al rialzo dei tassi, pur in presenza di un contesto economico interno che ne avrebbe permesso l'implementazione. Le indecisioni di comunicazione da parte della Banca Centrale americana hanno confuso ulteriormente il quadro.

## Mors tua ... "mors" mea!

Nella mente degli investitori appaiono ora due importanti domande: l'attuale correzione è appunto solo tale o sta celando qualche cosa di più serio? E i vari problemi emersi dalla Cina, dalla Volkswagen, da Glencore sono casi isolati o celano qualche cosa di più sistemico?

Per ora possiamo dire che l'economia dei mercati sviluppati è sicuramente più tonica rispetto a quella dei principali paesi così detti emergenti. Nel mondo globalizzato di oggi però, a differenza del passato, il rallentamento economico di un'area rischia fortemente di estendersi anche a quella vicina.

Figure 3: Composition of China's official FX reserves



Source: US Treasury, IMF, SAFE, UBS estimates



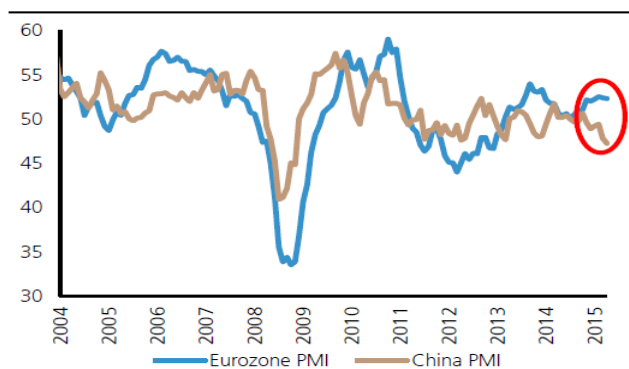
Dal grafico allegato si evince come siano strettamente correlate l'area Euro con quella cinese, almeno dal punto di vista della fiducia delle imprese testimoniata dall'indice dei direttori degli acquisti (PMI). Che i mercati sviluppati non risentiranno del rallentamento della domanda aggregata proveniente dei Paesi emergenti sarà il punto più delicato da monitorare.

## Il "super ciclo" finanziario

Il «super ciclo» dei mercati finanziari mostra qualche segnale di stanchezza. Finora le politiche monetarie ultra espansive delle Banche Centrali hanno contribuito positivamente a questa tendenza ma ora dovrebbero essere i dati economici a sostenere i listini. In realtà l'incisione della Fed ad alzare i tassi, oltre alle conseguenze geopolitiche di tale decisione, mostra qualche dubbio sulla stessa forza dell'economia americana.

Gli indici azionari di US, Europa e Giappone hanno rotto con forza le medie a 200 gg mentre i mercati emergenti sono da tempo in bear market. Occorre verificare un rientro di questi livelli per ipotizzare una continuità del trend.

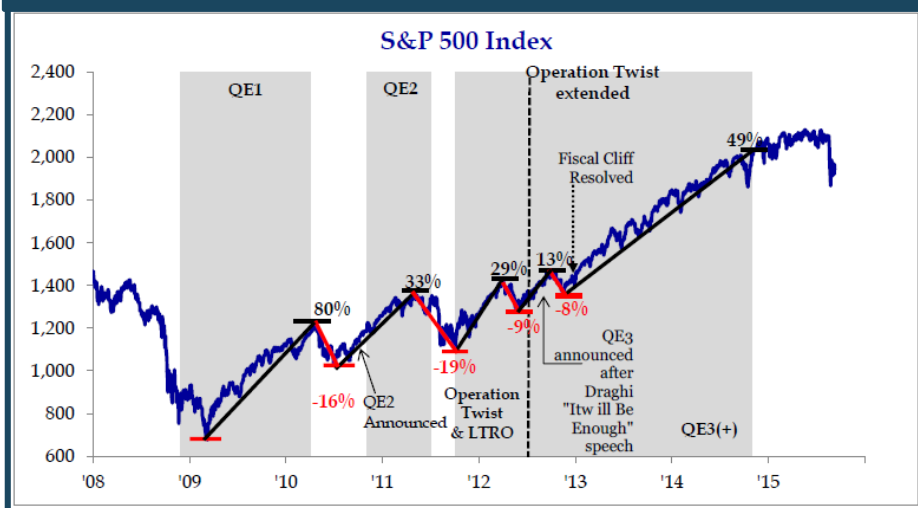
Figure 28: Chinese vs. Eurozone Manufacturing PMIs



Source: Haver, Markit, UBS European Equity Strategy

Il vecchio adagio, un po' cinico ed egoista di "mors tua vita mea" andrebbe interpretato, nel mondo di oggi, come "mors tua...mors mea".

### QE e andamento S&P 500





## La “trappola dei tassi zero”

Siamo entrati nel quarto trimestre dell’anno, solitamente favorevole, come stagionalità, ai mercati finanziari. Lo riteniamo determinante, come una sorte di spartiacque, per verificare quale tendenza potranno prendere le economie e, di conseguenza, i mercati finanziari. Sarà fondamentale assistere alla qualità dei dati macro economici ed alla reporting delle aziende che usciranno nelle prossime settimane per poter assistere alla proiezione del film che avevamo davanti nella prima parte di quest’anno, quello che vedeva un’economia (dei mercati sviluppati) in moderata ripresa economica e che doveva affrontare il rialzo dei tassi (comunque modesto per la bassa inflazione attesa) come male minore, compensato però da una maggior forza economica e maggior fiducia.

La “trappola dei tassi zero” induce a ritenere senza alternativa l’investimento azionario. Se da un lato il rapporto di redditività e le valutazioni relative fanno certamente preferire le azioni alle obbligazioni e tanto più alla liquidità remunerata a zero, la «pigrizia» di questo ragionamento non fa notare che qualche cosa è cambiato, purtroppo in peggio, nel ciclo economico.

La Fed ha “garantito” il rialzo dei tassi entro la fine dell’anno. E’ diventata una “promessa” scomoda però da affrontare che verrà sostenuta solamente dal verificarsi con “certezza” delle condizioni favorevoli sopra citate. Tifiamo fortemente affinché questo possa verificarsi e non vogliamo neanche immaginare il caso contrario di una Fed costretta, ancora, a cambiare idea. Sancirebbe che qualche cosa è veramente cambiato e dovremo alzare il bavero del cappotto per affrontare un vento freddo che, questa volta, non proverrà solo da oriente. Crediamo importante in questo momento mantenere un atteggiamento cauto, nell’attesa di verificare con maggiore chiarezza la tendenza economica. Se tutto andrà come ci auguriamo, avremo tempo per riprendere il pensiero positivo che ci ha accompagnato per molti mesi.

Buon autunno intenso.

Massimo Jakelich



## 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.

---

Il presente documento è riservato esclusivamente ai soggetti collocatori. Leggere attentamente il Prospetto Informativo prima dell'adesione. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non costituiscono un'offerta ma hanno solo uno scopo informativo. Non vi è nessuna garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro.



---

**LA ROSA DEI VENTI**