



# LA ROSA DEI VENTI

6 MAGGIO 2014

## Apocalypse...Not Now

---

\*  
AZIMUT  
WEALTH MANAGEMENT.

### La lunga mano di Putin

La prima parte del mese di aprile ha visto un'importante correzione dei mercati azionari in un contesto economico che non è cambiato e che anzi lascia ben sperare per un **miglioramento del ciclo economico**, almeno nei paesi occidentali. Il recente sell-off ha preso il via con le tensioni in **Ucraina** che sono ben lontane dall'essere risolte ma che non dovrebbero costituire il driver dei mercati nei prossimi mesi. Le questioni geopolitiche sono sempre imponderabili e di solito hanno effetti di breve termine sui mercati finanziari a meno di non avere ripercussioni su asset come le materie prime e quindi sul rialzo dei prezzi al consumo.

Gli obiettivi di Putin sono prettamente politici. I leader europei e statunitensi forse sono stati colti di sorpresa dalla trasformazione di Putin *“passato da amministratore delegato della Russia corporation a leader nazionale ideologico”* pronto ad approfittare con furbizia ed opportunismo alle vicissitudini in atto negli ex-paesi della confederazione, allo scopo di ridare al paese peso ed influenza internazionali. *“Ormai l'occidente vive nel mondo di Putin. Non perché Putin abbia ragione o perché sia il più forte, ma perché ha lui l'iniziativa. I leader europei e statunitensi sanno che l'ordine mondiale sta cambiando inesorabilmente, ma non riescono a capirlo fino in fondo”* (Ivan Krastev). In particolare, la Russia vorrebbe che l'Ucraina diventasse un paese radicalmente federale, composto da entità politiche con propri orientamenti geopolitici in modo che la parte orientale dell'Ucraina avrebbe legami più stretti con la Russia che con il resto del paese e con l'Europa stessa. La dimensione economico finanziaria dell'Ucraina dovrebbe essere tale da non destare alcuna preoccupazione: il paese vale appena lo 0,20% del Pil nominale, solo il 3% del debito emergente. La situazione cambia se si guarda all'Ucraina come esportatore di materie prime agricole e come snodo per il trasporto di quelle energetiche. Dall'Ucraina provengono infatti il 16% del grano e il 6,5% del frumento mondiali.

Come mostra il recupero delle principali asset class rischiose nella seconda parte di aprile, le vendite sono state prese di profitto generalizzate su tutto quello che era andato bene negli ultimi mesi a favore di asset più difensivi. Nell'ambito azionario questo si è riflesso in una sovraperformance delle **azioni “value”** rispetto a tutto ciò che è più legato al ciclo economico e/o finanziario. E' stata una correzione di alcuni “stili di gestione” e di alcuni settori come il biotech. Questa **rotazione** è di solito “salutare” perché ripulisce gli eccessi dando la possibilità a chi fa della selezione il proprio lavoro di cogliere le opportunità derivanti dalla dislocazione dei prezzi di mercato.

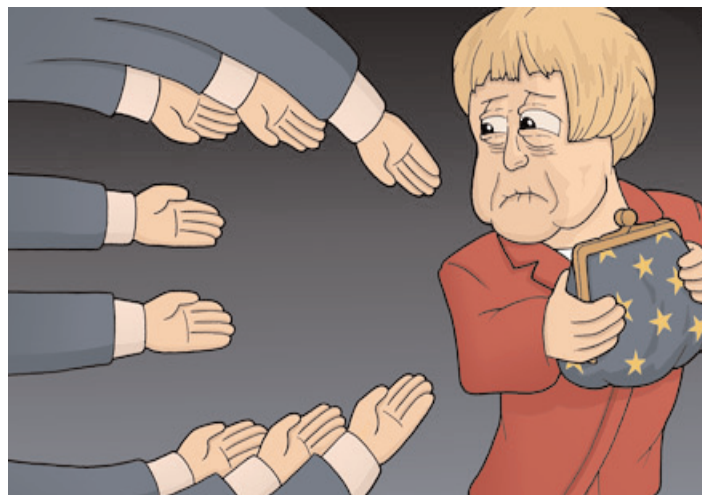
## I mercati guardano agli utili

E' in corso la stagione degli **utili trimestrali** con risultati buoni considerando le recenti condizioni meteorologiche negli Stati Uniti, con il 72 per cento delle società che ha sorpreso le stime degli analisti anche se di poco e con il 55 per cento che ha avuto fatturati superiori alle attese, con una crescita superiore alla media degli ultimi due anni. Confortano in questo senso anche le stime aziendali sul **free cash flow**, previste in rialzo. Il tema della generazione di cassa e, soprattutto, del suo utilizzo, potrebbe essere uno dei temi importanti dei prossimi mesi.

La reazione dei mercati azionari all'annuncio di nuove **operazioni di M&A** (fusioni ed acquisizioni) è stata molto buona con le quotazioni che hanno reagito positivamente soprattutto dove le operazioni erano finalizzate alla razionalizzazione dei costi di ricerca (aziende farmaceutiche) o fiscali. Wall Street è sui massimi mentre le borse europee sono circa 25% sotto quei livelli ma con utili previsti in miglioramento. Il differenziale di utili USA/Europa non è mai stato così pronunciato. Le prospettive per i prossimi mesi dipenderanno sia dai flussi d'investimento in entrata, che stanno premiando tutte le borse europee, sia dalla capacità delle aziende di confermare i tassi di crescita degli utili oggi incorporati nelle stime degli analisti (+10.6% nel 2014 e +12,9% nel 2015). Affinché l'Europa possa tornare sui massimi è necessario che gli utili ricomincino a crescere a doppia cifra. Il **ritorno degli acquisti di investitori americani** esprime questa speranza di ripresa degli utili basato sul miglioramento del ciclo economico sottostante. Inoltre, occorre ricordare che nonostante i recenti rialzi azionari, il rendimento da dividendi rimane decisamente più elevato del rendimento obbligazionario.

## Elezioni europee: una variabile da monitorare

Il consiglio della **BCE** ha messo per iscritto che le misure anticonvenzionali potranno essere attuate anche se per adesso quelle di Draghi sono soltanto "parole". Bisogna dire infatti che la BCE è un po' in ritardo nell'effettuare manovre espansive come le altre Banche Centrali perché confida nel fatto che la debolezza dell'inflazione possa essere un fenomeno temporaneo. Adesso che Draghi ha praticamente il via libera della **Bundesbank** potrebbe per esempio approfittarne per "stampare moneta" (non sterilizzare più il programma di acquisto di titoli). Sarebbe un importante passo avanti dal punto di vista psicologico soprattutto per gli investitori esteri che, sull'attesa che Draghi passi dalle parole ai fatti, stanno già incrementando da tempo le posizioni sull'Italia e su altri paesi europei.





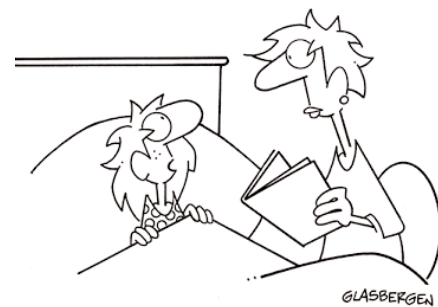
Nel frattempo la debolezza dell'economia reale causata dalle politiche d'austerità sta facendo crescere il **partito degli euroscettici** contro cui le istituzioni europee devono recuperare credibilità. Probabilmente la maggiore apertura della **Germania** (per adesso solo della **Bundesbank** e non della **Merkel**) è probabilmente legata a doppio filo sia con le domande che pone il partito degli euroscettici sia con il rallentamento della **Cina** e della **Russia**, entrambi paesi con cui la Germania intrattiene rapporti economici molto stretti. In attesa delle elezioni europee si è molto intensificato il dibattito sulle sfide che l'Europa dovrà affrontare sulla condivisione del debito e sull'unione fiscale ma anche sulla politica energetica e quella migratoria. Come abbiamo detto in passato non è auspicabile abbandonare un aereo che è decollato, forse è meglio chiedere al pilota (Germania) di cambiare rotta. La moneta unica non è la causa dei problemi europei, anche se li ha sicuramente aggravati con i suoi meccanismi che non funzionano bene e che hanno aumentato le asimmetrie tra il centro e la periferia.

## Dagli Usa i migliori segnali

In USA i **dati del mercato del lavoro** sono stati molto buoni soprattutto per l'aumento del numero di ore lavorate grazie alla fine del maltempo. Bisogna dire, per amor del vero, che altri dati prospettici mostrano un lieve rallentamento e giustificano i toni cauti di Janet Yellen preoccupata dagli effetti deflattivi di questo ciclo di ripresa. Il mercato americano, che abbiamo provocatoriamente definito il mercato emergente del ventunesimo secolo, presenta comunque una forza strutturale maggiore degli altri paesi, derivante da un miglior trend demografico, da un'indipendenza energetica e da una leadership tecnologica indiscussa, anche se presenta valutazioni azionarie non più a buon mercato, posizionandole leggermente sopra la media storica di lungo periodo.

## La ricerca di rendimento. Apocalypse?

La correzione di aprile dei mercati azionari ha ulteriormente rafforzato l'andamento di quelli obbligazionari. Una combinazione di **modesta crescita** economica e un'**inflazione molto bassa** sono alla base di questo movimento. La domanda di rendimento, unitamente alla riduzione del rischio sistemico nella zona Euro, hanno portato al forte abbassamento degli spread nei paesi periferici e sui titoli corporate in generale. *Un contesto simile di alta liquidità e rendimenti relativamente bassi lo abbiamo vissuto anche nel periodo 2003/2007.*



**“Con i tassi d’interesse così bassi perché gli animali non si organizzano per costruirsi una casa di paglia con un mutuo?”**

Allora però l'economia sperimentava un periodo di crescita economica che si è poi rivelato effimero in quanto fortemente stimolato da crediti volti ad incentivare investimenti di natura immobiliare e consumi. La finanza di allora si "inventò" la **cartolarizzazione** di questi crediti, trasformandoli in strumenti di investimento che raccoglievano l'entusiasmo di molti detentori di liquidità solo perché riconoscevano rendimenti un po' più elevati dei tradizionali strumenti di investimento.

La crisi dei sub-prime e tutto quello che ne conseguì la conosciamo bene; l'intervento straordinario e concertato delle Banche Centrali, peraltro ancora in corso, ne evitò però l'apocalisse. Spesso la storia si ripete anche se ogni volta con nuove variabili. *Oggi sicuramente non è presente né un clima economico forte né tanto meno un'euforia da parte delle banche nel concedere credito all'economia.* **Anche oggi però, come allora, la "fame di rendimento" degli investitori associata ad un contesto di tassi d'interesse sui minimi storici di sempre, ne sta facendo abbassare i freni inibitori nel giudicare le varie "opportunità" d'investimento sull'obbligazionario.** In

Europa, la differenza tra i rendimenti offerti dai titoli con rating molto bassi (CCC) e quelli un po' meno speculativi (BB) è scesa dal 17% del 2011 a meno del 3.5% di oggi. I titoli di Stato di Spagna e Italia a cinque anni presentano un rendimento simile ai corrispettivi Treasuries americani. Approfittando del favorevole momento, anche paesi come il Portogallo e la Grecia sono tornati a finanziarsi sul mercato, riscontrando una domanda sui loro titoli difficilmente immaginabile solo fino a pochi mesi fa. Da un'analisi complessiva mondiale dei rendimenti obbligazionari si stima che solo il 15% delle emissioni complessive presenta dei rendimenti superiori al 4% mentre il 40% circa registra rendimenti inferiori all'1%. L'annullamento dei rendimenti sulla parte a breve delle curve ha portato alla chiusura di moltissimi fondi monetari perché i ritorni attesi sugli investimenti non giustificavano più i costi di struttura. I vari fondi pensione, fondi d'investimento, portafogli assicurativi e altri grandi money manager di obbligazioni si stanno confrontando oggi con preoccupazioni simili nel

trovare rendimenti facciali superiori almeno ai loro costi e che in più possano portare anche un ritorno finale soddisfacente per l'investitore, scaricando però su di lui il rischio dell'investimento. *Questa forzatura, quindi, nel valutare le "opportunità" d'investimento sull'obbligazionario ci ricorda che è arrivato il momento di essere prudenti.*

Una recente analisi della Banca dei Regolamenti Internazionali ha rilevato che dal 2007 ad oggi l'ammontare complessivo del debito mondiale è salito da 70 a 100 trilioni di dollari. La maggior parte di questo debito è di derivazione pubblica mentre l'economia privata ha invece attuato un salutare percorso di deleveraging.





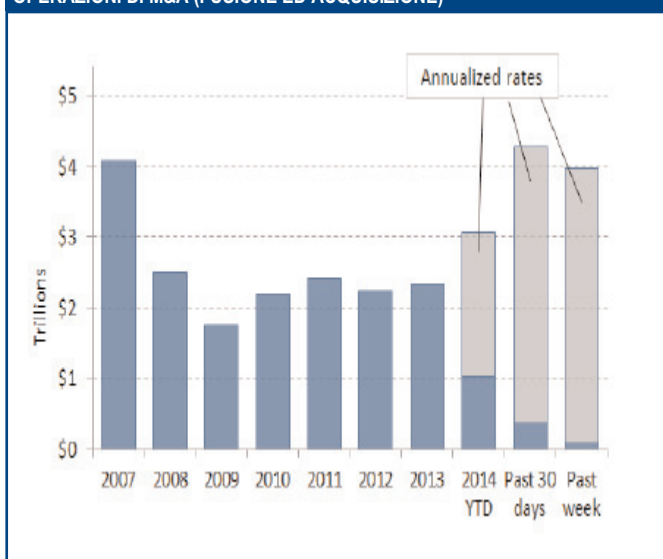
Se il problema del debito e del credito concesso dalle banche nel decennio scorso ha portato il mondo ad un passo dalla “apocalypse”, è triste constatare di trovarsi oggi in un contesto anche forse più preoccupante con condizioni simili di alta liquidità e bassi tassi che paradossalmente creano **euforia finanziaria**; “finanziaria” ma non di economia reale in quando i consumi, l’occupazione, gli investimenti “latitano” ancora.

## Apocalypse ...Not Now

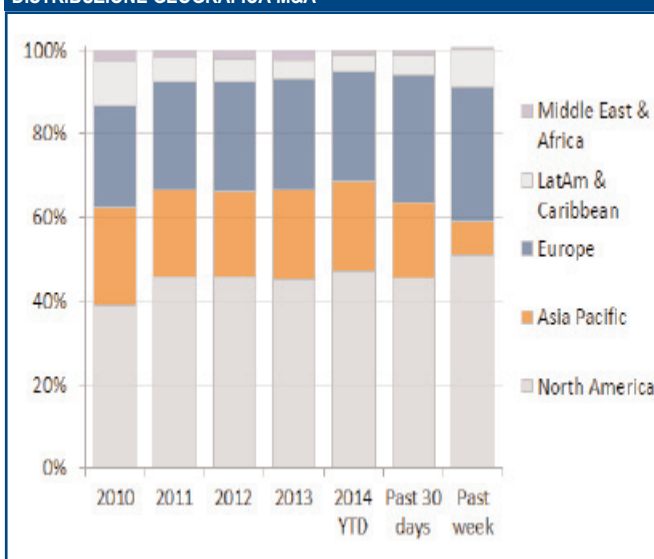
Possiamo quindi pensare di essere oggi in procinto a una situazione da “apocalypse now”? No, crediamo (e speriamo) “not now”. In primo luogo **l’interventismo delle Banche Centrali** non lo possiamo ridimensionare. Non hanno sicuramente migliorato le condizioni economiche ma l’insegnamento che ne ricaviamo porta ad attribuire loro un ruolo di salvaguardia fondamentale come mai prima d’ora le era stato riconosciuto, o almeno così fortemente. Poi dobbiamo rilevare che **il ciclo economico sta migliorando** lentamente ma con continuità. In America sicuramente ma anche in Inghilterra. Molto meno nel resto dell’Europa o in Giappone così come in molti paesi emergenti, ma vogliamo pensare che questi miglioramenti, ora riservati a pochi paesi, si estenderanno.

Le aziende invece hanno ripreso ad investire la loro **cassa**, molto elevata, che finora avevano invece utilizzato solo o prevalentemente ad operazioni di buy back volte a stimolare la crescita degli utili per azione, dal sapore molto finanziario ma poco industriale. Ora invece si stanno susseguendo **operazioni di M&A**, anche molto grosse, dove le aziende stanno cercando crescita ed innovazione tramite acquisizioni all’esterno. Il mercato in questo caso premia non solo l’azienda acquisita (ovviamente, essendo a premio) ma anche l’acquirente perché il miglior utilizzo della cassa rispetto ai tassi zero è ritenuto oggi più efficiente e lungimirante.

OPERAZIONI DI M&A (FUSIONE ED ACQUISIZIONE)



DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA M&A

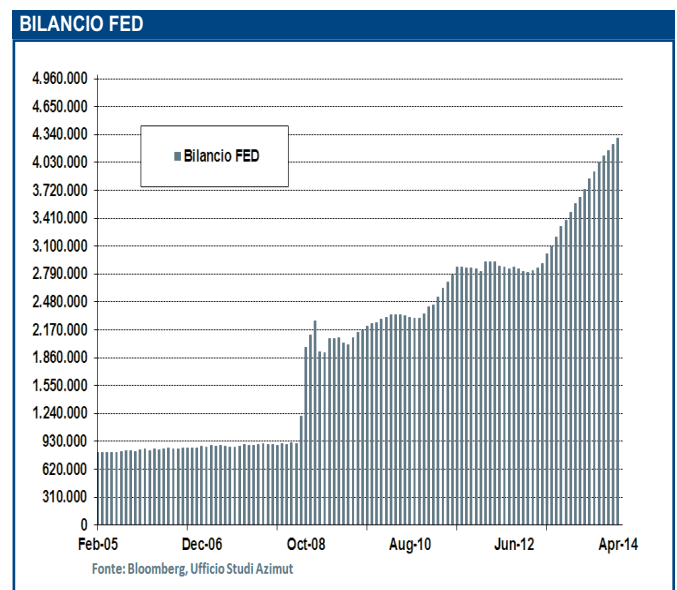
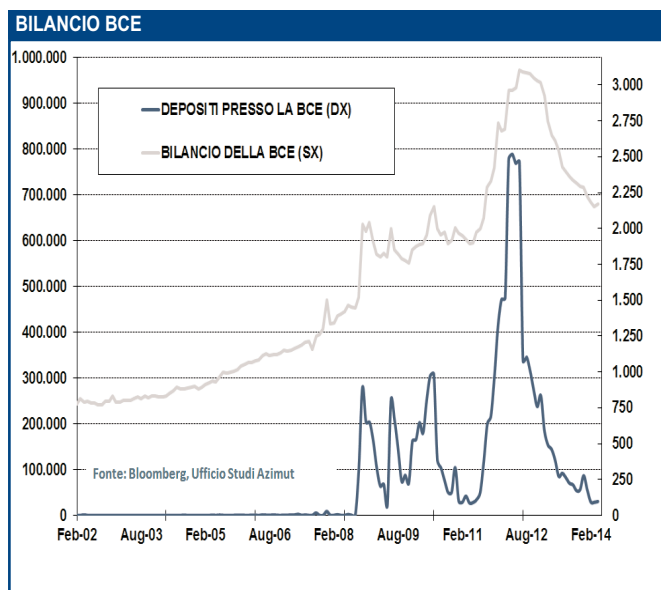


Questo susseguirsi di operazioni straordinarie che avviene nel mondo corporate è positivo e, crediamo, propedeutico ad un aumento della **spesa capitale** (capex) in investimenti che ancora latita ma che probabilmente seguirà. La Capex di un'azienda impatta sulla top line (fatturati) di un'altra con un contagio positivo, funzionale ad una crescita dei profitti che andrà poco alla volta a sostituirsi ad un'espansione dei multipli come driver del mercato azionario. Se tutto questo si verificherà, allora anche l'occupazione e la crescita economica complessiva migliorerà.

## L'azione delle Banche Centrali quando il ciclo economico sarà più maturo

In una fase più matura del ciclo (dove non siamo però ancora giunti), le Banche Centrali cominceranno però a sperimentare una exit strategy dalle loro politiche ultra espansive. La normalizzazione graduale dei tassi al miglior ciclo economico comporterà una **maggior volatilità degli attivi finanziari** perché gli investitori avranno maggior timore sul tema "tassi d'interesse" prima di poter trovare rassicurazione dagli utili aziendali. Nel frattempo, la bassa inflazione, sia attuale che prospettica, permetterà alle Banche Centrali di rimanere, come si usa dire, "dietro le curve" senza preoccuparsi tanto di anticipare politiche monetarie più restrittive volte ad evitare spinte inflazionistiche, che probabilmente non ci saranno ancora per molto tempo, evitando così di compromettere sul nascere la debole ripresa economica.

Vogliamo quindi pensare in positivo al modo di uscita dal contensto "apocalittico" che un eccesso di debito potrebbe comportare. Non dobbiamo dimenticare però dove ci troviamo, sottostimando rischi che permangono, primo fra tutti il rischio di controparte. Tanto è vero che è un dato di fatto la **decisione di ridurre in Europa, nei prossimi anni, le garanzie pubbliche** (con il sostegno dei contribuenti) alle **banche**, le quali si dovranno responsabilizzare sempre più (loro, i loro azionisti ma, novità, anche i loro obbligazionisti e correntisti) sulle conseguenze dei loro investimenti.





Se non si verificheranno shock economici particolari, primo fra tutti un rallentamento più marcato della Cina, o geopolitici (sui quali si può fare ben poco), la stragrande maggioranza degli investitori, ora rassicurati dai loro investimenti Bond, cominceranno probabilmente ad individuare migliori prospettive verso gli **investimenti in azioni**. L'attuale "bull market" di cui pochi si sono accorti, potrebbe diventare forse una "certezza crescente". Avremo modo di verificare man mano se questo "sogno" si concretizzerà oppure se rimarrà semplicemente un sogno. Ma se tutto quanto sopra descritto si verificherà, fra due o tre anni "tutti" vorranno essere investiti in azioni. Bene, quello sarà allora il momento di esserne fuori.

## Scenario e decisioni sui portafogli

Per chi condividesse lo scenario descritto, una **prudenza sulla componente obbligazionaria**, soprattutto su quella "a spread", è d'obbligo. Si tratterà, quindi, di sapersi accontentare sui ritorni bassi attesi per la liquidità o per operazioni simili ma, se accompagnato da un giusto processo di monitoraggio e diversificazione della controparte custode della liquidità, permetterà una tutela del capitale al fine di poterlo utilizzare in un momento più favorevole. Questo non vuol dire di buttarsi a capofitto sull'azionario. Primo per l'attuale stagionalità poco favorevole che l'adagio "sell in may and go away" sintetizza, peraltro in concomitanza delle prossime elezioni europee i cui possibili (ma poco probabili) risvolti anti euro non sono al momento prezzati dal mercato. Ma soprattutto perché dovranno essere gli utili delle aziende (ora in verità ancora deboli) a giustificare questa scelta. Diciamo che un accumulo graduale verso il settore azionario che sfrutti momenti futuri di debolezza del mercato che possiamo ritenere certi, potrebbe rappresentare la strategia migliore. **I listini azionari che preferiamo rimangono quelli europei ed italiano in particolare. Anche il Giappone risulta interessante ma coperto dal rischio di cambio. Nonostante il recente momento di maggior stabilità dei mercati azionari emergenti, preferiamo al momento conservare prudenza** verso questi paesi per il doppio effetto della politica monetaria Fed e del rallentamento della Cina i cui effetti sono ancora da decifrare. Un po' più di ottimismo invece verso le obbligazioni dei paesi emergenti per gli interessanti ritorni cedolari pur se associati ad una probabile ulteriore volatilità delle valute. Infine, pensiamo anche che gli stili di investimento legati ai mercati azionari abbinati a meccanismi di controllo della volatilità risulteranno ottimali.

***massimo.jakelich@azimut.it***

***rosario.antonio.zammuto@azimut.it***

***6 Maggio 2014***



## 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.