

LA ROSA DEI VENTI

DICEMBRE 2013

Esuberanza...razionale!

*
AZIMUT
WEALTH MANAGEMENT.

Distratti da quello che muove i mercati nel breve termine, ci si dimentica a volte di guardare alle variabili economiche "reali" che, in contesti normali, dovrebbero guidare l'andamento dei mercati nel medio lungo periodo. E' vero che oggi i mercati finanziari sono molto "distanti" dalle economie reali, complici le politiche monetarie e fiscali stesse che hanno avuto effetti più sui prezzi degli asset che sulle attività reali; è però sempre importante cercare di distinguere il "rumore" di breve termine dall'informazione vera che dura nel tempo. Prendere le decisioni d'investimento ricominciando a dare un maggior peso all'economia e ai fondamentali ci sembra un metodo "prudenziale" di buon senso perché i fondamentali prima o poi diranno se un mercato o un titolo è in grado di adattarsi nel tempo ai cambiamenti dei contesti economici oppure se, al contrario, il tempo sarà giudice brutale. Dopo una prima panoramica sui dati macro ci concentreremo pertanto sull'importante ruolo che le banche dovrebbero ritornare ad avere per l'economia reale e se nella "Nuova veste dei banchieri" (libro "The bankers's new clothes" di Admati e Hellwig), ci saranno le riforme sempre di più ritenute necessarie per riprendere il cammino di una crescita sostenibile.

Contesto economico in miglioramento

Gli indicatori manifatturieri sono in miglioramento in tutti i paesi sviluppati anche se in maniera più marcata dove le Banche Centrali hanno attuato politiche monetarie espansive come gli Usa, il Giappone e l'Inghilterra. In Europa si è assistito ad un miglioramento del settore manifatturiero che però nelle ultime settimane ha perso forza tanto da indurre la nostra Banca Centrale Europea a ridurre i tassi d'interesse. La vera novità del quadro macro mondiale è però individuabile nell'andamento dei **prezzi al consumo**. Per la prima volta da tanti anni il **tasso d'inflazione nella zona Euro è più basso della crescita dei prezzi in Giappone**; ciò conferma i segnali positivi della Abenomics in Giappone e, soprattutto, il fallimento delle politiche d'austerità in Europa. Dal puro punto di vista finanziario, l'Europa potrebbe trarre ancora beneficio dai potenziali flussi in uscita dai mercati Emergenti qualora dovessero aumentare i tassi in Usa e mantenersi bassi quelli in Europa.



L'entusiasmo degli investitori però non sembra molto supportato dalla convergenza delle economie europee verso il basso, con **la Germania che inizia ad avere difficoltà nelle esportazioni** ma che comunque continua a crescere più degli altri paesi dell'Eurozona grazie alla forza dei consumi interni. Se nei prossimi mesi la debolezza sui prezzi dovesse persistere la BCE potrebbe tagliare ulteriormente i tassi portando il tasso di deposito in territorio negativo. Il fatto è che dopo il recente taglio dei tassi della BCE si ricomincia a parlare di rischio deflazione e della **scarsa efficacia che le misure di politica fiscale volute dalla Germania stanno avendo sulla crescita dei consumi e degli investimenti all'interno dell'area Euro.**

Deflazione e sistema bancario: per la BCE due facce della stessa medaglia

All'interno della zona Euro esiste un problema di "squilibri" che stanno facendo in modo che la Germania stia nei fatti esportando deflazione in Europa causando un aumento della disoccupazione nei paesi periferici mentre il suo mercato del lavoro gode di ottima salute. Come ha scritto Martin Wolf sul Financial Times *"i surplus di esportazioni non testimoniano soltanto la competitività tedesca, ma anche un eccesso di produzione rispetto alla spesa. I paesi in surplus importano la domanda che non generano internamente"*. In un contesto in cui la domanda globale è carente questa politica di *"boicottare il proprio vicino"* non fa che peggiorare la debolezza dell'economia europea nel suo complesso, come hanno ammonito gli **Usa** e il **FMI**. In un momento normale, per compensare l'austerità basterebbe aumentare il credito ai paesi in difficoltà ma oggi il sistema bancario è debole e i livelli di debito complessivi dei paesi colpiti dalla crisi sono già a livelli elevati; infine, i paesi creditori sono sempre meno disposti a concedere prestiti vista la situazione di difficoltà dei debitori.

Da un rischio di inflazione ad uno di deflazione?

Visto che la domanda è debole a causa delle rigorose politiche d'austerità, l'inflazione potrebbe scendere ulteriormente. Andiamo incontro a una deflazione? Probabilmente no. La mentalità di "non consumare oggi perché potrei spendere meno domani", che ha accompagnato il Giappone per anni, non è ancora presente in Europa o negli USA. Ma la sovra capacità produttiva dovuta ad una debole domanda, l'elevata disoccupazione, la dinamica dei salari modesta, dei crediti di difficile concessione e delle masse monetarie che girano solo sui mercati finanziari sono tutti fattori, peraltro comuni a livello mondiale, che contribuiscono a mantenere molto basse le dinamiche dei prezzi. E' probabile quindi che le **politiche monetarie**, "tapering" compreso, rimarranno ancora molto accomodanti per diverso tempo, favorendo gli assets più rischiosi. Una riflessione però va fatta sulle enormi masse finanziarie, peraltro aumentate in questi ultimi anni, detenute su titoli di debito che oggi riconoscono **tassi di interesse ai minimi storici**. Il pericolo di un rialzo dei tassi di interesse verrà più dai movimenti dei flussi che da aspetti fondamentali, così come è avvenuto nell'estate 2013.



Le banche al centro dell'attenzione

In Europa i rubinetti delle banche per le famiglie e le imprese sono ormai chiusi da tempo. Per Barclays, ad esempio, l'attività di prestiti ai clienti rappresenta solo il 28 per cento del suo giro d'affari. Il problema è molto sentito in Inghilterra tanto che il governo ha lanciato nell'agosto del 2012 il Funding for Lending (Finanziare il credito); questo piano permette alle banche di prendere capitale a prestito a tassi convenienti a patto che facciano credito alle famiglie ed alle aziende. Nonostante questo, il credito all'economia è ulteriormente diminuito. Inoltre, **le condizioni finanziarie sono peggiori proprio dove ci sarebbe bisogno di un maggior ricorso al credito.** La moneta è "unica" ma il credito no: così per finanziare una nuova attività in Germania il prestito ad un anno costa poco meno del 2%. Lo stesso prestito costa il 3-4% per chi lo chiede in Italia o Spagna o addirittura il 6% se a chiederlo è un'azienda greca o portoghese.

Un eventuale contesto di deflazione persistente sarebbe dannoso non solo per l'economia reale attraverso un aumento del tasso di disoccupazione ma avrebbe effetti negativi anche dal punto di vista finanziario per i paesi indebitati perché il valore reale del debito da rimborsare salirebbe. Sappiamo che **le banche hanno preferito investire nei Titoli di Stato piuttosto che concedere prestiti** visto il contesto economico debole che ha già generato elevate sofferenze nei bilanci. Se riprendessero le tensioni su Italia e altri paesi periferici a causa di un aumento del costo reale del debito, il rialzo dei tassi d'interesse genererebbe perdite in conto capitale che oggi le banche non sono in grado di sostenere. E' auspicabile che ci siano **interventi che spezzino questa paura e che, inoltre, spingano le imprese ad aumentare la quota di finanziamento fuori dai canali bancari.**

In Europa il dibattito sull'**Unione Bancaria** è in atto da tempo e continuerà sicuramente nei prossimi mesi per la sua cruciale importanza. La questione centrale che si dovrà in qualche modo risolvere è quella di rompere il circolo vizioso tra la crisi del debito sovrano e la crisi delle banche. Di certo l'Unione Bancaria porterebbe maggiore stabilità al sistema economico; gli interessi in gioco sono però anche di natura politica perché si tratta di decidere chi dovrà pagare il conto e sappiamo qual è la posizione della Germania in merito. Ad esempio uno dei tre pilastri dell'Unione Bancaria prevede il cosiddetto "meccanismo unico di risoluzione della crisi" a cui si oppongono gran parte dei governi perché significherebbe non poter controllare più le proprie banche.



"The bankers's new clothes" di Admati, Hellwig

Per adesso l'unico pilastro effettivamente approvato è che **la BCE diventerà l'organo di vigilanza creando un sistema comune di regole**; infine, il terzo pilastro sulla costituzione comune dei depositi è quello che vede le maggiori divergenze d'opinione. Per questi motivi i tempi non saranno brevi e probabilmente si passerà per varie fasi; crediamo che un passaggio importante sarà quello di porre basi più forti all'Unione Bancaria iniziando a ricapitalizzare le principali banche oggi in difficoltà. Come recita il titolo della commissione inglese indipendente sull'attività bancaria, la Vickers commission, bisogna *“cambiare le banche per sempre”* perché le banche *“hanno mancato nei confronti dei contribuenti, che si sono dovuti accollare il salvataggio di vari istituti.....hanno mancato nella loro funzione fondamentale di finanziare la crescita economica, con le imprese che non riescono a ottenere il credito necessario a costi accettabili”*. Aggiungiamo noi che bisogna spezzare l'asimmetria per cui per le banche il rischio è distorto dal fatto che, se le cose vanno bene guadagnano, mentre se vanno male vengono salvate dagli Stati. Inoltre, la domanda che il depositante di una banca dovrà farsi sempre più spesso in futuro riguarderà quale utilizzo verrà fatto dalla banca del proprio risparmio depositato presso di essa. Perché se la banca lo utilizzerà maldestramente, perdendolo, disporrà sempre meno di tutele per coprire le perdite. Anche **la BCE ha cominciato recentemente, infrangendo un tabù ancora molto forte, ad introdurre il principio che qualche banca dell'area potrà fallire, con la consapevolezza che i capitali di salvaguardia forniti dagli Stati (cioè dai contribuenti) saranno sempre meno disponibili.**

Esuperanza...razionale!

«Faremo tutto quanto possibile per assicurare una ripresa economica robusta». Con queste parole Janet Yellen, il nuovo futuro Presidente della Fed, ha voluto rimarcare come la politica monetaria della Banca Centrale USA resterà iper accomodante ancora per parecchio tempo. Molto probabilmente verrà ridotta l'emissione di nuova liquidità (tapering) ma non cambierà l'orientamento. Se da un lato la prospettiva di mantenimento di un'abbondante liquidità è «musica» per i mercati finanziari, l'effetto di riduzione sui tassi di interesse comporta per le **Assicurazioni** ed i **Fondi Pensione**, giganti che gestiscono a livello globale 55,000 miliardi di usd, crescenti difficoltà a riconoscere le loro prestazioni garantite, oltre che a coprire i loro costi di gestione. In un mondo dove oltre 22,000 miliardi di usd di obbligazioni offrono rendimenti inferiori all'1%, questi colossi sono costretti a **spingere sempre più i loro investimenti verso frontiere di rischio più elevate**, per non dover ridurre l'appetibilità commerciale dei loro prodotti.

Questo comportamento spiega buona parte dei flussi di investimento su obbligazioni ad alta cedola. Ma anche «razionalmente» giustifica la crescente rotazione verso i mercati azionari.



Più “tattica” per i profili di rischio dei portafogli

E' sempre più complicato definire una corretta **asset allocation di portafoglio** con un obiettivo di medio periodo. Sicuramente possiamo trovare maggior valore nei mercati azionari rispetto a quelli obbligazionari, soprattutto in un confronto relativo più che assoluto. L'espansione di multipli ha contribuito in maniera considerevole ai ritorni dei mercati azionari di questi ultimi due anni. La combinazione fra una politica monetaria ultra espansiva ed i crescenti flussi di investimento sui fondi azionari hanno incrementato le valutazioni dei listini. Il posticipo inatteso del tapering della Fed ha ulteriormente rafforzato questo rally trainato dalla liquidità. Mentre gli utili sono aumentati molto poco in questi recenti anni, i P/E delle azioni globali sono saliti a quasi 14x, al livello più elevato dal 2007. Per sostenere il rialzo azionario sarà ora necessario ottenere una conferma dalla crescita degli utili.

La prospettiva di una ripresa economica (debole) e della liquidità che rimarrà abbondante favoriscono però l'**appetito al rischio**. Fortunatamente l'**ampia dispersione delle valutazioni ci permette di trovare ancora molte opportunità di investimento sui listini**.



Gli investitori retail sono inoltre ancora poco posizionati sulle azioni rispetto alle medie storiche. Questo dovrebbe favorire la continua riallocazione dei portafogli verso le attività più rischiose. Rimane però una variabile sempre più importante quella di **poter riallocare con velocità gli investimenti, sempre più con fare “tattico” che “direzionale”**.

Sarà da mettere in conto un probabile aumento della volatilità; le dispute americane sul bilancio di inizio 2014 e poi il tapering potrebbero aprire le danze.

Manteniamo in questo momento la componente azionaria sui livelli più elevati. Preferiamo essere sovrappesati sui mercati azionari dei paesi sviluppati a discapito dei paesi emergenti e, in particolare, abbiamo preferenza per i listini europei. Riteniamo però interessante anche il listino Giapponese e non trascuriamo ovviamente quello USA. Manteniamo un atteggiamento cauto di duration della componente obbligazionaria, con maggior favore verso i Titoli di Stato italiani, anche a lunga durata. La componente valutaria rimane molto modesta e solamente in dollari US.

massimo.jakelich@azimut.it

rosario.antonio.zammuto@azimut.it



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.