



LA ROSA DEI VENTI

3 LUGLIO 2013

Ritorno alla Realtà

Le Banche Centrali sono state le protagoniste dell'uscita dalla crisi del 2007 iniettando un'enorme quantità di liquidità necessaria a evitare il peggio sull'economia e sui mercati finanziari. Gli interventi sono stati così pervasivi che gli investitori si sono assuefatti a questi "supporti esterni" all'economia reale. Un futuro senza il sostegno delle Banche Centrali crea inevitabilmente reazioni emotive a volte esagerate e incertezza sul futuro perché i mercati sono consapevoli che i focolai di crisi ancora presenti forse renderebbero necessari ulteriori sostegni fiscali e monetari.

La Fed ha davvero fretta di ritirare la liquidità?

La reazione dei mercati alle recenti parole di Bernanke sulla possibilità di una fine prematura della politica monetaria espansiva, aveva spinto qualcuno a pensare a uno "scalo di marcia" degli interventi monetari già nella riunione del Comitato della Banca Centrale americana (Fed) di giugno. Bernanke ha specificato che la "locomotiva Usa" ha ormai preso velocità grazie agli interventi di politica monetaria. Adesso **occorre sollevare in parte il piede dall'acceleratore della politica monetaria ma è ancora presto per ricorrere al "freno" del rialzo dei tassi** altrimenti l'"auto" della crescita economica si fermerebbe del tutto. **L'aspettativa della Fed di una riduzione del tasso di disoccupazione verso il 6,5% per metà del 2014 potrebbe essere troppo ottimistica** se consideriamo che è stata ottenuta anche grazie all'uscita di molti "scoraggiati" dal mercato del lavoro. Inoltre, le aspettative d'inflazione sono a oggi molto basse perché ancorate ai numeri reali della crescita dei prezzi che è ancora stabilmente sotto l'obiettivo della Fed.

L'eccesso di liquidità delle Banche Centrali ha causato squilibri che richiedono tempo per essere ribilanciati.



Per parafrasare Goldman Sachs *"gli investitori dovranno avere il tempo di trovare delle soluzioni alternative"*. Per questi motivi **Bernanke ha lasciato aperta addirittura la possibilità di un ampliamento delle misure di espansione monetaria qualora l'attività economica dovesse deteriorarsi, ritardando il raggiungimento di nuovi equilibri di crescita economica.** La Fed sta giustamente indicando al mercato che lo stimolo monetario prima o poi dovrà essere ritirato perché il compito delle banche centrali è di *"portare via la coppa dello champagne quando l'atmosfera della festa inizia a riscaldarsi troppo"*, introducendo un po' d'incertezza sul proprio comportamento futuro al fine di impedire che le asset class diventino eccessivamente care e si trasformino in bolla finanziaria. La Banca Centrale americana dovrà gestire con molta attenzione l'exit strategy

dalle straordinarie manovre quantitative che ha intrapreso per **evitare che un forte rialzo dei tassi di interesse possa pesantemente intaccare il costo dei mutui ed il portafoglio titoli delle banche**, in un contesto di economia in miglioramento ma ancora debole.



Le parole di Bernanke non hanno però tranquillizzato i mercati che stanno scontando lo scenario “ottimista” per metà 2014 causando un rialzo generalizzato dei rendimenti su tutti i mercati e una fuoriuscita dalle valute emergenti.

Il rialzo dei rendimenti obbligazionari, inevitabile nel medio periodo, è forse prematuro per i fondamentali economici mondiali ancora da consolidare

Il rialzo dei rendimenti dei mercati obbligazionari non è dovuto ad un netto miglioramento delle condizioni economiche o delle prospettive di inflazione. Anzi, alcune aree come l'Europa o molti paesi “emergenti”, tra cui la Cina, presentano invece condizioni economiche che stentano a migliorare. Il rialzo dei rendimenti obbligazionari è dovuto all'uscita affrettata dal mondo “bond” di tutti quegli investitori (in primis le banche) che avevano approfittato della liquidità facile per indebitarsi a tassi convenienti al fine di investire in aree geografiche più remunerative.

La fuga in massa degli operatori che ricorrono al “debito per operazioni speculative” ha condizionato anche i gestori di portafoglio con un'ottica di più lungo periodo, che hanno rivisto l'allocazione dei portafogli, riducendo ulteriormente la duration da un lato e ridimensionando l'esposizione verso gli investimenti a spread (emerging bond, corporate HY) dall'altro. **Il movimento dei mercati è stato pertanto dettato più dai “flussi” che dai fondamentali economici.** La ripresa economica è tutta da verificare, ad eccezione degli Stati Uniti che presentano qualche chance in più e, forse, del Giappone dove il movimento monetario della Banca Centrale è appena cominciato; infatti, le recenti vendite, che hanno toccato particolarmente le aree emergenti, accentueranno le problematiche relative alla crescita, creando ulteriori spinte deflattive all'economia mondiale. Di conseguenza **il recente rialzo dei tassi nell'attuale contesto di disinflazione comporta un inevitabile aumento dei rendimenti reali, che potrebbe ulteriormente proseguire perché spinto dai flussi, diventando potenzialmente una nuova occasione di acquisto.**

In Cina la Banca Centrale si è sempre mossa con tempestività: riuscirà anche questa volta a regolare la velocità della seconda economia mondiale?

Il nuovo Governo cinese vuole rallentare l'economia per renderla più equilibrata, meno dipendente dalle esportazioni e più legata ai consumi interni che non siano però drogati dal credito facile. Anche la Cina sta quindi togliendo il piede dell'acceleratore per cercare di intraprendere una velocità di crescita più equilibrata. Le banche hanno creato dei “veicoli fuori bilancio” per poter continuare a finanziare il mercato immobiliare e i Governi Locali, senza la necessità di accantonare le maggiori riserve imposte dalla Banca Centrale.

Questo sistema para-bancario “ombra” ha assunto valori troppo elevati preoccupando **la Banca Centrale cinese che sta cercando di rallentare/bloccare anche questo sistema di finanziamento. In questo modo si riduce ulteriormente la liquidità in circolazione provocando, come conseguenza, il movimento dei tassi interbancari a cui abbiamo assistito negli ultimi giorni.** Il rallentamento del credito è una medicina che la Cina deve prendere oggi per curarsi dalla bolla immobiliare di domani.

Austerità e crescita non sono compatibili nell'Eurozona: la Germania lo ha capito o aspetta solo di sciogliere il nodo delle elezioni politiche?

Per quanto riguarda l'Eurozona di recente l'attenzione si è spostata dall'austerità alle misure di crescita necessarie a far venir fuori l'Europa dalla recessione. A prescindere dalla consapevolezza che *“ai Paesi europei in difficoltà, come Spagna, Portogallo e Grecia, dovrebbe essere dato più tempo per ridurre i deficit di bilancio”* (Christine Lagarde, FMI), sembra difficile che si facciano dei concreti passi avanti prima delle elezioni tedesche di settembre e prima che la Corte Costituzionale tedesca si esprima sulla legittimità degli interventi della BCE. Il punto è che in Europa l'aumento dei rendimenti obbligazionari non dettato dai fondamentali economici contrasta con gli obiettivi di politica economica perché aumenta il costo del debito in un momento in cui gli Stati periferici sono impegnati strenuamente con la gestione del bilancio statale.

Il ritorno alla “realtà” è positivo anche se il percorso potrebbe non essere breve

Il nuovo orientamento della Banca Centrale americana lo possiamo considerare una sorte di spartiacque fra un mondo “finanziario”, che è stato fortemente condizionato dalla “liquidità” delle Banche Centrali, e un mondo “reale” che dovrà sempre più basarsi sui propri “fondamentali economici” per giustificare le proprie scelte di investimento. Questa liquidità non verrà improvvisamente meno ma la compiacenza a giustificare movimenti rialzisti sui mercati anche in un contesto di dati economici negativi la possiamo però considerare alle spalle. Adesso si entra in una fase di transizione “delicata” in cui il compito delle Banche Centrali è di spostare l'attenzione degli investitori dal mondo della finanza a quello dell'economia reale, per creare un legame più stretto tra le due realtà, che non possono essere decorrelate per troppo tempo per evitare la creazione di bolle speculative. I tempi per un “ritorno ai fondamentali” non saranno però brevi e la strada sarà a volte più tortuosa del normale. E' probabile quindi che rimbalzi di mercato potranno giustificare riduzioni dei profili di rischio dei portafogli, almeno fintanto che potremmo osservare progressivi miglioramenti congiunturali.

In questo nuovo contesto, si dovrà tornare alla costruzione di portafogli coerenti al profilo di rischio degli investitori che non potranno prescindere da un corretto orizzonte temporale per valutare i propri investimenti, con prodotti che consentono di partecipare al “valore di mercato” proteggendo al contempo da fasi prolungate di “vendite” come quella che stiamo attraversando adesso, fasi che richiedono cinture di sicurezza ben allacciate.

Crediamo, infatti, che **la creazione di valore resterà comunque di appannaggio delle aziende che sapranno attrarre una domanda stabile verso i propri prodotti e servizi, generando utili agli azionisti. Confidiamo molto nel valore di queste aziende che rappresenteranno sempre più il posto più “sensato” dove mettere in un orizzonte di lungo termine i risparmi degli investitori.**



Il presente documento è riservato esclusivamente a investitori professionali e controparti qualificate. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non costituiscono un'offerta ma hanno solo uno scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Azimut nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti.