

LA ROSA DEI VENTI

FEBBRAIO 2014

Ora et Labora

*
AZIMUT
WEALTH MANAGEMENT.

Nei primi due mesi dell'anno i mercati obbligazionari mondiali hanno registrato performance positive riuscendo mediamente a superare la performance dell'indice azionario mondiale. Le motivazioni sono da ricercarsi nella debolezza del **mercato del lavoro americano**, nelle preoccupazioni sulle **economie emergenti** e sulla **crescita cinese** e, infine, nel **posizionamento degli investitori** a fine 2013 che presentava un eccessivo ottimismo. Tutte queste motivazioni hanno portato a prese di beneficio importanti sulle attività rischiose, soprattutto nei mercati emergenti, favorendo un flight to quality verso asset più sicuri. Adesso che l'emotività del momento è passata proviamo a fare il punto della situazione..

Il lavoro che fortifica l'economia

In Usa i dati sul mercato del lavoro sono stati deboli perché il maltempo ha inciso sull'attività economica di dicembre e gennaio e *"i consumi sono stati letteralmente congelati"* (Fisher della Fed). Pertanto, sembra che la Banca Centrale americana abbia intenzione di non lasciarsi *"influenzare da un singolo dato perché la Fed è sulla via giusta con la riduzione del programma di stimoli all'economia"* (Fisher). Le temperature sono state rigide in molte zone degli Usa ma imputare solo al freddo il rallentamento dei dati economici americani e, in particolare, la riduzione dell'occupazione degli ultimi due mesi sembra riduttivo. A nostro avviso la debolezza del mercato del lavoro non va sottovalutata sia in Usa sia in Europa perché dalla ripresa dell'occupazione dipendono sia i **consumi**, componente importante della crescita economica, sia i **redditi**, componente importante della base imponibile necessaria per ridurre i debiti statali. In particolare, sulla crescita dei redditi ha inciso principalmente la riduzione della **produttività del lavoro**. D'altra parte, un aumento del costo del lavoro senza un aumento della produttività andrebbe a scapito della competitività della aziende. Anche l'evoluzione *"high tech"* di molte aziende sottrae lavoro «umano» e si accentua sempre più il divario sociale fra lavoratori con profili elevati, che trovano maggiori opportunità in un mondo sempre più globale, dai lavoratori (la maggior parte) che non godono di specifiche competenze e che risultano vulnerabili alla competitività portata dai lavoratori provenienti dalle economie emergenti.



Inoltre, i progressi tecnologici in un futuro non troppo lontano potrebbero ulteriormente erodere anche la componente lavoro più qualificato. Il block chain per esempio, la tecnologia alla base della moneta virtuale Bitcoin, è alla base delle Dac (decentralised autonomous corporations) sistemi aziendali “programmati” e gestiti senza manager che possono svolgere, per esempio, le stesse attività di una banca (è questo quello che promette almeno lo sviluppatore americano Daniel Lariner per la sua BitSharesX). A **Davos** si è discusso dell’elevato livello di disoccupazione giovanile, dell’aumento delle disuguaglianze sociali, argomento importante non solo per i suoi risvolti sociali ed etici, ma soprattutto per quel che ci riguarda per i suoi impatti sulla crescita economica. Se il numero di coloro che hanno redditi bassi aumenta sempre di più, il rischio concreto è di indebolire la domanda globale per l’effetto di depauperamento del ceto medio; questo perché la propensione al consumo di chi ha redditi medi è più alta di coloro che hanno redditi alti che invece tendono ad accumulare ricchezza senza reimmetterla nel circuito virtuoso dell’economia. In questo modo all’economia reale non arriva abbastanza denaro da consentire una crescita sana non alimentata da bolle finanziarie. La bolla immobiliare del 2007 ha generato un’espansione dei consumi, sostenuta anche da un credito compiacente, che come sappiamo si è dimostrata temporanea quando la bolla è rientrata. Nel 2000 i consumi sono stati sostenuti dalla bolla tecnologica. Oggi non sembra essere chiaro quale potrebbe essere, almeno per l’Europa, il nuovo motore dei consumi. Come direbbe Joseph Stiglitz, studioso da sempre delle disuguaglianze sociali, *“il risultato è che la domanda totale sarà inferiore a quella che l’economia sarebbe in grado di soddisfare, il che significa a sua volta che si creerà disoccupazione”*. Persino il FMI in uno studio del 2011 concludeva che *“periodi di crescita più lunghi si associano fortemente a una distribuzione del reddito più egualitaria...Su orizzonti più lunghi, una riduzione della disuguaglianza e una crescita sostenuta potrebbero essere quindi i due lati della stessa medaglia”*.

Fed, mercato del lavoro e crescita economica

La Fed ha deciso di continuare il processo del tapering con un ulteriore taglio di 10 miliardi di dollari al mese dopo la prima riduzione, sempre da 10 miliardi, introdotta nel meeting di dicembre 2013, prendendo la decisione all’unanimità e dando un forte segnale ai mercati. Sarà adesso compito della **Yellen** mantenere la rotta decidendo se raggiungere la meta dell’azzeramento degli acquisti entro settembre o prendersi una pausa in base all’andamento dei dati macroeconomici. Come la Fed ha più volte ricordato la sua strategia *“non procede su un percorso prefissato”* e questa impostazione è stata confermata dalla Yellen che effettuerà cambiamenti nell’attuale passo del tapering solo se ci saranno *“notevoli cambiamenti dell’economia”*. In questo modo la nuova governatrice della Fed intende mostrare un atteggiamento flessibile per non frenare sul nascere una ripresa economica non ancora solida, almeno per quanto riguarda la creazione di nuovi posti di lavoro. Il punto più importante però riguarda la prospettiva di mantenere i tassi di interesse ancora molto bassi e per molto tempo.



Sul “*molto tempo*” il mercato finanziario si è rassicurato che almeno per questo 2014 i tassi a breve non saliranno. Onestamente però un rialzo, seppure modesto, sarà da mettere in conto per il prossimo anno, soprattutto se i dati economici si rafforzeranno durante l’anno. Come detto però in precedenza, rimane abbastanza probabile la prospettiva di assistere ad una crescita economica non particolarmente forte, con degli alti e bassi a “JOJO”. In Usa la ripresa economica attuale potrebbe “*assomigliare a un tapis roulant*” (CSB News) in cui si può avanzare solo grazie a esportazioni e investimenti rischiando di tornare indietro per la mancanza del sostegno dei consumi privati e pubblici, per i quali ultimi è vitale la crescita dell’occupazione e dei salari. Di conseguenza se, prima della crisi i **Fed Funds** si attestavano ad un livello del 4%, nella migliore delle ipotesi (economiche) è improbabile che gli stessi livelli potranno nuovamente essere raggiunti se non prima di, appunto “molto tempo”. L’equazione **redditi-consumi** e **inflazione-tassi** spiega, quindi, il delicato legame fra economia reale e mercati finanziari e porta ad un risultato che, con bassi incrementi dei redditi, è difficile ipotizzare forti aumenti dei consumi. Una bassa domanda quindi rimane alla base di una debole prospettiva di ripresa economica che ci accompagnerà ancora per “molto tempo” e che giustifica un contesto di bassa inflazione e di conseguenti bassi tassi di interesse.

I paesi emergenti e i flussi di capitale

Il quadro dei paesi emergenti ha risentito fortemente della decisione della Fed di ridurre la liquidità, soprattutto in quei paesi dove il deficit della bilancia commerciale è stato per anni compensato da forti afflussi di investimenti in entrata. Il deflusso dei capitali da queste aree geografiche ha messo a dura prova la tenuta delle loro valute costringendo le rispettive Banche Centrali ad intervenire. E’ a nostro avviso molto importante in questi momenti di mercato distinguere i paesi che hanno la capacità di attirare i flussi di capitale dall’estero da quelli che, invece, devono far fronte a un forte indebitamento esterno. Bisogna ricordare, inoltre, che nonostante l’attuale rallentamento, negli ultimi anni il contributo dei paesi emergenti alla crescita mondiale è rimasto nel complesso costante pur se molto sbilanciato sul lato delle esportazioni e soggetto quindi agli umori dei movimenti internazionali dei capitali.



Da questo punto di vista il loro futuro dovrà vedere uno sforzo sempre maggiore dei loro governi per sostenere sempre di più la **crescita dei consumi domestici** a discapito di esportazioni e investimenti, al fine di arrivare ad una crescita economica più equilibrata e meno sensibile ai movimenti internazionali dei capitali. Oggi quello che sta succedendo è che molti paesi emergenti in deficit di partite correnti, si trovano a dover affrontare le richieste della propria popolazione preoccupata di perdere i miglioramenti sociali acquisiti, venendo meno gli afflussi di capitale dall'estero che hanno caratterizzato gli ultimi anni. Di conseguenza la tentazione di questi governi sarà quella di allargare i **deficit pubblici** adottando delle politiche populistiche che andranno però ad impattare sul merito creditizio del paese, sui tassi di interesse e sulla valuta.

La Cina e la crescita più equilibrata

Il caso della Cina dimostra che la sfida dei governi emergenti si concretizzerà anche nella loro capacità di controllare l'espansione del credito, come ci insegna il recente fallimento di un "trust company" cinese. Le **trust company** sono un veicolo di finanziamento "parallelo" al sistema bancario, a cui ricorrono molte imprese industriali cinesi che normalmente non hanno accesso al sistema bancario tradizionale; il rallentamento della Cina ha messo in difficoltà alcune aziende cinesi del settore estrattivo e, di conseguenza, ciò sta comportando alcune pressioni su questi sistemi di finanziamento. Qual è l'effettivo rischio di contagio del fallimento di un trust ad altri "trust" cinesi? Il gestore del nostro comparto Renminbi ha ipotizzato che, nello scenario peggiore di fallimento di metà di queste trust company, la perdita stimata potrebbe essere assorbita agevolmente da un salvataggio dello Stato cinese; la Cina dispone, infatti, di ingenti riserve valutarie ed enormi partecipazioni di maggioranza in migliaia di aziende statali il cui valore supera di gran lunga le possibili perdite sui trust. Detto questo, sarà da mettere in conto che il contributo della Cina alla crescita mondiale basato su propri investimenti pubblici e su di un credito concesso all'economia (anche con il cosiddetto "shadow banking") sicuramente eccessivo, non sarà più accettabile da parte delle autorità locali. Per ridurre il rischio finanziario (il cui fallimento di alcuni trust di investimento testimonia) si dovrà accettare un minor credito concesso all'economia e, di conseguenza, una **crescita complessiva inferiore ma più sostenibile**.

In definitiva, possiamo dire che la crescita aggregata dei paesi emergenti sarà sicuramente più contenuta nei prossimi anni ma rimarrà ancora su livelli abbastanza elevati. Il recente sell-off dei mercati è stato benefico perché le valutazioni assolute e relative sono oggi molto più attraenti rispetto al recente passato. Riteniamo però che la possibile "trappola del valore" che porta a considerare solamente queste migliori valutazioni come motivo di acquisto, possa far anticipare un rientro su questi mercati in maniera prematura. Non è ancora chiara, infatti, la dinamica dei flussi indotta dal rientro dei capitali di matrice Fed. Di sicuro, la crescente differenziazione all'interno dell'universo emergente renderà sempre più necessaria una gestione attiva di questa asset class.



Eurozona: verso un maggiore attivismo monetario

Le turbolenze che hanno colpito i mercati emergenti per il momento non hanno raggiunto i livelli delle crisi degli anni novanta e gli economisti si chiedono quale sarà il loro impatto a livello mondiale, in particolare in Europa alle prese con una gestione delicata della politica economica e monetaria. Se da un lato la svalutazione delle monete di molti paesi emergenti può rilanciarne la competitività, dall'altro il minor potere di acquisto verso i prodotti di fattura occidentale impatterà negativamente sulla capacità di esportazione dei paesi sviluppati, aggravando il già debole contesto economico. L'economista belga Paul De Grauwe afferma che in Europa siamo già davanti a un *"rischio di deflazione da debito dove la diminuzione dei prezzi e dei salari rende più difficile il rimborso dei debiti aumentando il rischio d'insolvenza delle aziende e rendendo le banche meno disposte a prestare denaro"*. Secondo noi si tratta di un problema di sostenibilità della crescita economica europea dove gli indicatori economici stanno tenendo nel complesso ma in presenza,

purtroppo, di un'**elevata disomogeneità tra paesi periferici e paesi core**. Il dato maggiormente delicato è quello sulla variazione dei prezzi al consumo che nell'aggregato ha registrato nel mese di gennaio un +0,7% alimentando i timori che un eventuale shock inatteso possa innescare una recessione nell'intera Eurozona. L'economia reale presenta una situazione molto variegata in Europa e l'attendimento di Draghi basato sulle dichiarazioni verbali e sull'attenzione al dato medio, finisce per penalizzare chi alla media complessiva (dei dati macro europei) contribuisce con un numero negativo. Per esempio, la disoccupazione in Europa è al 12 per cento ma ci sono Paesi che soffrono più di altri e



"Se alziamo il salario minimo, poi si comprano i forconi!"

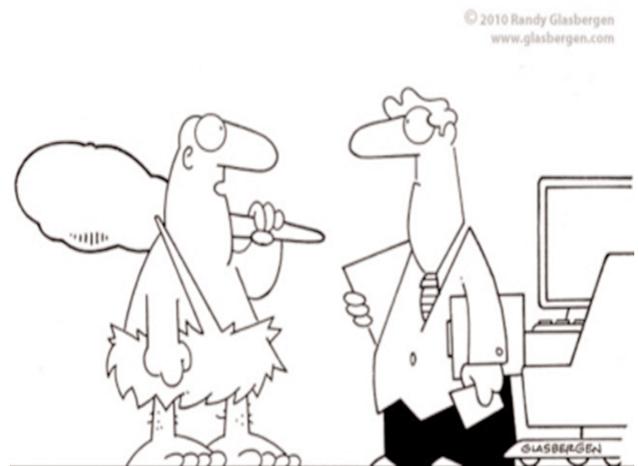
per i quali occorre fare qualcosa subito. Per questi motivi inizia a farsi largo l'ipotesi che nelle prossime riunioni la BCE possa prendere misure straordinarie come l'acquisto "non sterilizzato" (leggi "acquisto con stampa di moneta") di Titoli di Stato dei paesi periferici; **la notizia importante è che anche la Bundesbank, storicamente contraria a "stampare moneta" per la paura di pressioni inflattive, sembra aver dato il suo assenso a seguire la strada di acquisti non sterilizzati al fine di aumentare la liquidità immessa nel sistema e, per questa via, sostenere l'attività di credito.**

In buona sostanza, oggi nel mondo ci sono troppe aree geografiche che stanno crescendo "rubando" crescita ad altri paesi attraverso le esportazioni e l'**Euro forte** non depone molto a favore di un aumento della competitività internazionale dell'Eurozona.

La minor liquidità immessa dalla BCE ha mantenuto il livello dell'Euro troppo "sostenuto" per tutto il 2013 nonostante il differenziale di crescita tra Europa e Stati Uniti. Questo prima o poi finirà per convincere Mario Draghi della necessità di effettuare politiche monetarie non convenzionali se la **Germania** e la **Bundesbank** cederanno dalle loro posizioni rigide improntate all'austerità a tutti i costi. D'altra parte se occorre aspettare che anche la locomotiva d'Europa rallenti per convincere i tedeschi che sono necessari interventi immediati e una politica economica diversa, i presupposti dovrebbero essere oramai maturi. Secondo uno dei nostri gestori che usano un approccio "macro", *"la crescita economica tedesca è limitata dai problemi dei suoi stessi partner perché le esportazioni verso paesi europei, verso gli Stati Uniti e verso la Cina non potranno godere di quelle condizioni eccezionali a cui abbiamo assistito nel passato"*.

La rotazione da emergente a periferico "emergente"

Come detto anche in altri contesti ed in passato, la gestione dei portafogli dovrà utilizzare ora più tattica che strategia in quanto dovremo sempre più abituarci a repentini cambi di umore da parte dei mercati con probabile aumento della volatilità dei risultati. Ciò detto, riteniamo però che la prospettiva di una ripresa economica trainata dagli Stati Uniti e da una minor pressione fiscale, che sarà necessaria per ridare fiato ai consumatori ed alle imprese, rimarrà abbinata ad un contesto di bassa inflazione e a bassi tassi, almeno per buona parte di questo 2014. A meno di shock economici inattesi, il cui primo rischio rimane su di una crescita cinese molto più bassa di quanto ci si possa aspettare, riteniamo quindi che l'appetito per le attività rischiose rimarrà abbastanza elevato, facendo privilegiare i listini azionari e i titoli obbligazionari ad alta cedola. **L'attesa rotazione da bond ad equity per adesso non si è ancora verificata.** I grandi portafogli dei fondi pensione e delle assicurazioni, dopo lo sconforto da -50% delle borse del 2008, hanno rivisto profondamente i criteri di asset allocation di lungo periodo, riducendo fortemente la quota sino ad allora detenuta in azioni. Oggi buona parte degli attivi di questi grandi investitori rimane "tranquillamente" domiciliata in assicurati bond che però non pagano più neppure i loro costi. Da qui, quindi, la ricerca per ora di rendimento su comparti obbligazionari ad alta cedola avvenuta negli ultimi anni e, negli ultimi mesi, sempre più anche sui Titoli di Stato dell'Europa periferica, ora più rassicurante.



"La mia strategia finanziaria?
 Sperare per il meglio, ma pianificare per il peggio."



Crediamo però che se si confermeranno le prospettive di crescita economica e di utili, per ora in verità più attesi che realizzati, si potrà giustificare un reingresso di nuovi importanti flussi sui mercati azionari. **Al momento però la rotazione dei portafogli ha visto consistenti flussi in uscita dai mercati emergenti a favore dei paesi sviluppati che sono percepiti ora in modo positivo e simile a come venivano fino pochi anni fa percepiti i mercati emergenti stessi.** Quel mix di opportunità e di rischi, che da sempre rende affascinante l'investimento emergente, ora sembra trovarsi all'interno dei paesi sviluppati che per loro natura presentano maggiori certezze, più sicurezza e, ora, anche una più elevata prospettiva di rendimento. **L'Europa nel suo complesso e i paesi periferici in particolare (Italia e Spagna su tutti), che fino un anno fa erano "fuori dai monitor" dei gestori anglosassoni, hanno cominciato a raccogliere un crescente interesse.** Le tanto attese riforme del nostro Paese che sembrano ora a portata di mano potrebbero giustificare, se realizzate, quegli investitori di avanguardia che hanno trovato nei nostri Titoli di Stato e nel nostro listino da "paese periferico emergente" un crescente interesse. Vogliamo quindi riporre fiducia in questo momento ed augurare a questa avanguardia di poter cogliere nella loro lungimiranza un glorioso successo.

massimo.jakelich@azimut.it

rosario.antonio.zammuto@azimut.it

21 Febbraio 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.