

# LA ROSA DEI VENTI

26 giugno 2016

## Tanto tuonò che piovve

### Un giorno di ordinaria follia

Ore 6,30 di venerdì 24 giugno 2016: dopo una notte agitata costantemente alimentata dal pensiero sull'esito del referendum, decido di alzarmi per verificarne l'esito. Mi ero coricato speranzoso di un possibile risultato favorevole al remain da parte dell'elettorato inglese. Dopo settimane d'incertezze sui mercati, contraddistinte da una spiccata volatilità, gli ultimi giorni parevano propendere per una vittoria del buon senso, della ricerca di un accordo e di stabilità, del "quieto vivere". Il "cigno nero" era sempre possibile ma giudicato dal mondo intero, almeno intimamente più che nei sondaggi, molto improbabile. Mi è bastato un veloce sguardo al cambio eurodollaro a 1,096 per capire che dopo 43 anni di adesione alla Comunità Economica Europea la maggioranza degli Inglesi aveva deciso di percorrere un nuovo cammino in solitaria.

Mi ha colto un leggero senso di vertigine quando ho trovato conferma che Brexit aveva vinto. Le borse asiatiche a precipizio, l'oro sui massimi dell'anno, i futures sugli indici europei in caduta, tutto questo anticipava un venerdì nero per i mercati mondiali, ma soprattutto europei. Ero preoccupato per la giornata sui mercati che dovevo affrontare, certamente, ma ero attanagliato da un senso di smarrimento e di timore per qualche cosa d'altro. Il concetto di Unione, che esprime forza, condivisione, aiuto fra le genti e pace era stato incrinato dal voto inglese. Mi sono sentito improvvisamente solo e quando si è soli si è più deboli; non ci si preoccupa tanto per se stessi, il timore è rivolto ai più piccoli, a quelli che da te dipendono, al futuro incerto che ci attende.

Ore 7,40: i primi ordini sui portafogli sono già stati impostati, nell'attesa di verificare le condizioni di mercato per poterli poi trasmettere. Alle 8,00 le prime conference call, le emails dai brokers, le video conferenze, le telefonate ai clienti con un occhio costante ai mercati. Alle nove la macchina è in moto, in attesa di un giorno di ordinaria follia.



AZIMUT

WEALTH MANAGEMENT



## I parrucconi di Bruxelles

Ma perché la Gran Bretagna ha deciso di uscire dall'Unione Europea? E' difficile dare una sola risposta. Analizzando lo spaccato del voto si nota che la maggior parte dei giovani ed i grandi centri urbani ha votato per il "remain", mentre gli over sessanta e le aree rurali per il "leave". Le persone con un più elevato livello d'istruzione hanno votato per rimanere nell'Unione, le altre per lasciare. E' paradossale che la popolazione immigrata (i nigeriani, i pakistani, gli indiani) abbia votato per impedire nuove immigrazioni che gli accordi con l'Europa avrebbe probabilmente comportato.

Proprio dalla gestione dei flussi migratori sono derivati i primi problemi di convivenza. D'altra parte fintanto che gli sbarchi si riversavano sulle coste italiane, rimanendo lontani dai "parrucconi" di Bruxelles, non rappresentavano un'impellenza da risolvere. Quando invece sono iniziati i grandi esodi via terra che si indirizzavano al vero obiettivo rappresentato dai paesi centro e nord europei, allora sono divenuti un problema sentito. La crisi economica iniziata nel 2008 non è stata ancora risolta da molti Paesi in Europa. Solo alcuni (fra tutti, la Germania) hanno recuperato e addirittura migliorato il livello di produzione industriale, crescita economica e occupazione detenuti prima della "grande recessione" degli ultimi anni.

Lo scontro sull'interpretazione da dare alle

politiche economiche fra i paesi dell'area Euro, fra flessibilità di bilancio e austerità, è alla base del malcontento che grava sull'Europa e che alimenta la nascita dei vari movimenti populistici sparsi oramai in molti Stati dell'Unione (Italia, Spagna, Francia, Austria) e che raccolgono sempre più consenso. La prima risposta data dai "parrucconi di Bruxelles" alla Gran Bretagna dopo il voto di giovedì è stata dura, risentita e astiosa, come se il "cattivo" fosse fuori dalla nostra porta. In realtà, la "torre d'avorio" dove la governance europea ha scelto di confinarsi non le permette di vedere che le motivazioni che hanno indotto gli inglesi a votare contro l'Europa sono oramai diffuse, anche all'interno dell'Europa stessa. Questo è il vero rischio che il voto referendario inglese comporta. Sono ora veramente indispensabili politiche economiche rivolte alle persone (e meno alle banche e alle Lobbies), politiche volte a gestire in maniera unita un'immigrazione destinata a perdurare, politiche sulla sicurezza e sul welfare ma soprattutto rivolte a garantire occupazione, lavoro, consumi e fiducia. Ecco, fiducia è quanto serve ad ognuno di noi e all'Europa tutta per andare avanti e per non dover rinunciare agli ideali di pace, unità e prosperità stilati dai Padri Fondatori (i vari Adenauer, De Gasperi, Schuman, Churchill...) che stanno alla base del concetto stesso di Europa Unita.



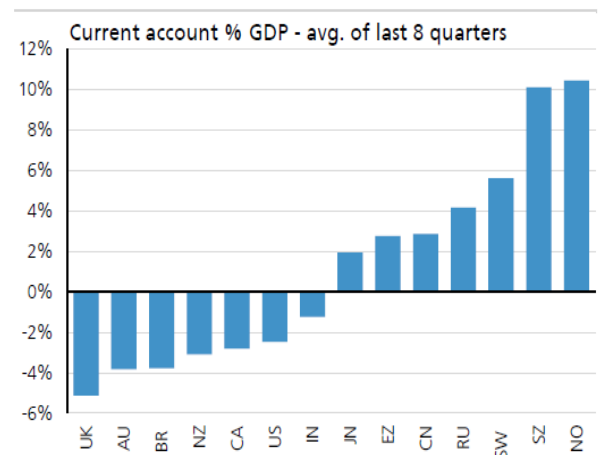
## Conseguenze macro economiche e finanziarie

Anche in questo caso è possibile stilare solo delle prime ipotesi, essendo all'inizio di un cambiamento che potrebbe rivelarsi epocale. Per la Gran Bretagna l'impatto iniziale della Brexit potrebbe essere duro sulla propria crescita economica. Il Fondo Monetario Internazionale stima che nell'arco di due/tre anni verranno persi sei punti percentuali di PIL. La presenza di un forte deficit commerciale, unitamente a quello pubblico, implicherebbe un forte deprezzamento della sterlina. Il probabile calo del commercio internazionale, frutto anche della rinegoziazione degli accordi fra i Paesi, peserà inevitabilmente sulla Gran Bretagna e potrebbe indurla ad adottare politiche monetarie da "guerra valutaria". Per la zona Euro, l'impatto più rilevante peserà inizialmente sulle banche e sulla finanza. Probabilmente gli interscambi commerciali verso la Gran Bretagna, pur importanti, non sembrano tali da rischiare di compromettere, almeno per ora, il debole sentiero di mini ripresa economica in atto.

Se non ci fosse stato Brexit ci saremmo trovati in un contesto apparentemente più facile che però non avrebbe evidenziato il senso di urgenza al cambiamento di qualcosa che nella zona Euro non va. Le regole del gioco imposte dai Paesi che vanno bene (Germania) agli altri che invece non presentano (anche per limiti e miopie proprie, come l'Italia) la stessa velocità di crescita economica non sono più sostenibili.

L'introduzione delle regole del Bail-in sulle banche, il patto di stabilità serrato, la rinuncia ad innumerevoli misure di flessibilità alle politiche di bilancio hanno creato preoccupazione e malcontento nella popolazione. Adattare e modificare le regole alle esigenze dei più forti non piace. Facciamo l'esempio delle banche. E' noto che i ricavi del settore bancario derivino, principalmente, dalla gestione dei crediti e dalla finanza. Entrambe le attività presentano dei rischi in funzione dei quali è stato richiesto agli azionisti, negli ultimi anni, sempre maggior capitale a garanzia per fronteggiarli. Peccato che la definizione dei rischi non sia sempre uniforme. I rischi sui crediti, di cui le banche del sud Europa come quelle italiane (peraltro verso le piccole-medie imprese) sono stati giudicati (dai tedeschi) più pericolosi e bisognosi di maggior capitale a garanzia.

**Figure 2: The UK has the largest current account deficit (% GDP) in G10 and BRICs...**



Source: UBS, Haver Analytics



I rischi di natura finanziaria (dei quali le banche tedesche sono invece piene) hanno ricevuto sinora un giudizio più compiacente. Dal 2018 anche questi attivi avrebbero dovuto essere assimilati alla gestione dei rischi sui crediti, comportando per le banche attive su queste classi di rischio (come la Deutsche Bank), maggiori capitali per farvi fronte. Ecco allora che la voce grossa ha nuovamente imposto (in questo caso all'EBA, l'Organismo di controllo europeo) che le regole meno stringenti per la valutazione dei rischi finanziari (derivati & c.) fossero estese a tutte le banche europee e non viceversa. Di conseguenza i crediti verso l'economia reale rimarranno assoggettati a maggiori vincoli, mentre i portafogli finanziari in possesso delle banche, a questo punto tutte, rimarranno giudicati meno pericolosi e di conseguenza meno bisognosi di maggiori capitali a garanzia. Come dire, le regole vengono fatte pro domo del più forte...

Siamo arrivati perciò al dunque. Aver realizzato un'unione europea basata solo sulla moneta unica non è più sufficiente. Aver trascurato di realizzare un'unione fiscale che ridistribuisse all'interno dei vari Stati membri i maggiori ricavi derivanti da surplus commerciali, si è rivelata una clamorosa miopia. Aver tergiversato e non ancora propriamente realizzato una vera e solidale Unione bancaria, un forte elemento d'incertezza.

Se Brexit indurrà a realizzare, pur tardivamente, tutto questo, ecco allora che per la zona Euro non sarà troppo tardi per realizzare il futuro di prosperità a cui tutti noi cittadini ci sentiamo in diritto di avere.

### **Cosa fare sui portafogli**

Innanzitutto, mantenere la calma. In questo momento è fondamentale non lasciarsi condurre dall'emotività che il contesto attuale indurrebbe. Prima di prendere decisioni strategiche sarà necessario osservare le risposte che verranno date dalle autorità monetarie e, speriamo, politiche a questa situazione. Magari anche un ripensamento (per quanto possibile) da parte degli elettori del Regno Unito potrebbe essere preso in considerazione.

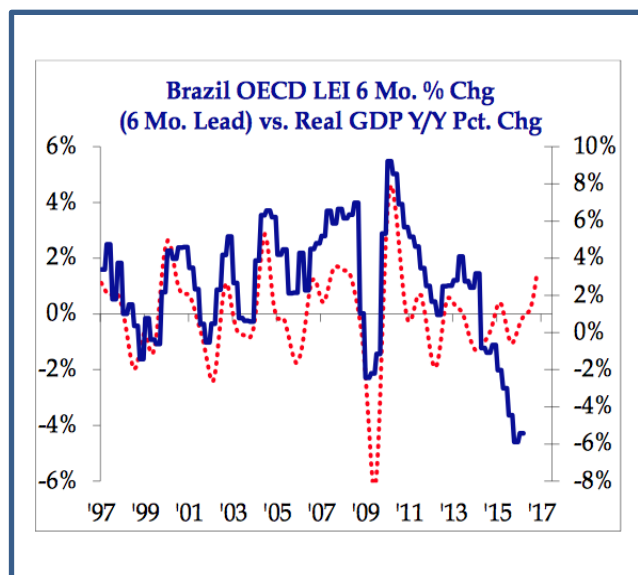
L'incertezza, in questo caso politica derivante da Brexit, comunque non può piacere ai mercati e temo che saremo solo all'inizio di una lunga storia. Anche le prossime elezioni americane ed il possibile epilogo populista rischiano di alimentare ulteriore confusione.

L'ipotesi di aumento dei tassi pendente da parte della Fed sull'economia americana verrà a questo punto ulteriormente rimandata e questo, per ora, può essere considerato un fattore positivo. Le valutazioni dei mercati obbligazionari a tassi zero o addirittura negativi continuano a non rappresentare una buona idea di investimento.



L'inverso dei P/E, cioè l'utile sui prezzi (E/P) presenta rendimenti dal 4 al 6%. Di conseguenza i titoli azionari, rispetto a quelli obbligazionari, sono da preferire, a meno di non sperimentare nuovamente una ricaduta recessiva da parte delle economie mondiali, cosa purtroppo possibile, ma per ora ancora meno probabile.

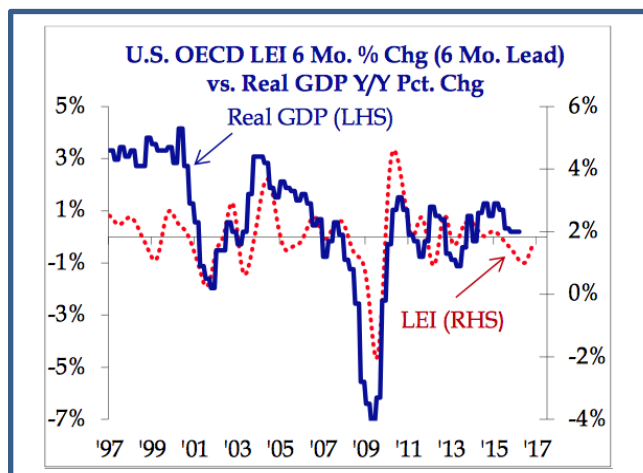
I portafogli vanno impostati con disciplina. La quota che deve garantire le riserve di liquidità va tenuta tale, pur in presenza di rendimenti così bassi. La quota di risparmio destinata ad un investimento lungimirante deve considerare la ricerca di opportunità nelle valide aziende dell'economia reale da osservare e valutare negli anni. La diversificazione deve rappresentare una costante fondamentale che anche la caduta dei listini di venerdì scorso ha confermato, mitigando con i rialzi delle valute rispetto all'euro le cadute dei prezzi. Se l'Europa presenta diverse incertezze, altre aree del mondo risultano più stabili (Stati Uniti) o con delle valutazioni e prospettive migliori (mercati emergenti).



Anche quest'anno l'estate si preannuncia calda. I tuoni che sentivamo in lontananza hanno alimentato un copioso acquazzone. Auguriamoci possa trattarsi solamente di un forte temporale estivo che non porti nubifragi ma che invece possa raffreddare gli animi e schiarire le idee. Ne avremmo veramente tutti quanti bisogno.

massimo.jakelich@azimut.it

26 giugno 2016





## 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