

# Commento ai mercati

Marco Bertozzi

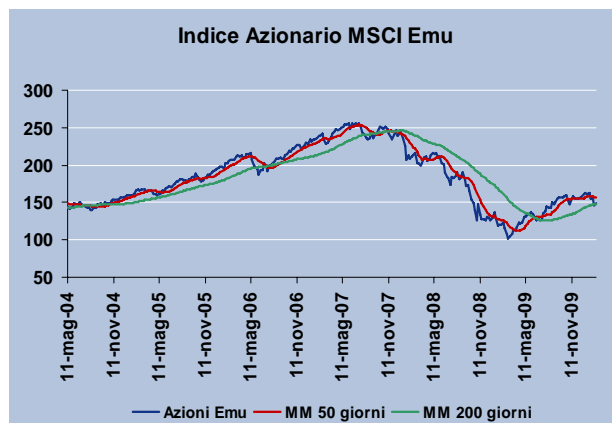
Febbraio 2010

Allianz   
Global Investors

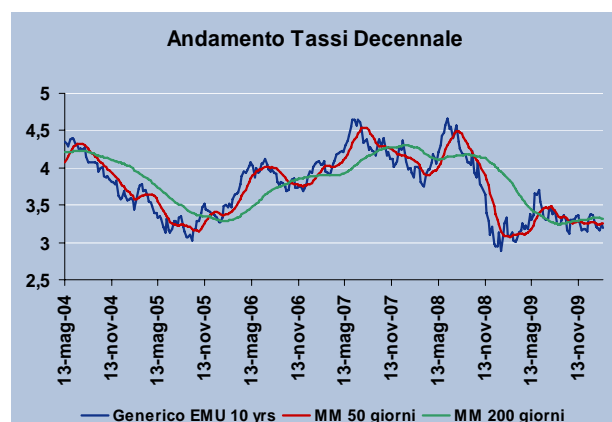
**“Acropolis now?” Probabilmente no, ma è presto per dirlo. Il contesto generale suggerisce prudenza.**

Indice	Valore al 19-02-2010	Andamento a 1 mese	Andamento da inizio anno
Morgan Stanley World (\$)	290	-5.54%	-3.17%
S&P 500	1100	-3.21%	-1.40%
Morgan Stanley EMU	151	-5.74%	-5.63%
Morgan Stanley Emerging Mkts	945	-6.66%	-4.49%
3 mesi USA *	0.25%	0.02%	0.03%
generico 3 mesi EURO*	0.60%	0.06%	0.09%
10 anni USA *	3.73%	0.17%	1.64%
generico 10 anni EURO*	3.22%	0.57%	1.15%
IBOXX corporate euro*	164	0.08%	1.24%
EUR/\$	1.355	-5.79%	-5.38%

\*Indici Total Return – Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg .

I dati macroeconomici dell'ultimo periodo stanno confermando quanto suggerisce il nuovo acronimo introdotto nel linguaggio specialistico: la ripresa a “LUV” . Ossia molto scalchignata, praticamente assente, a L insomma, in Europa; più convinta, a U (pur se forse drogata dagli interventi di sostegno) negli Stati Uniti, e infine molto decisa, a V, nei mercati emergenti, con la Cina in prima fila. Di inflazione non se ne vede ancora (salvo pochi casi sporadici). Di crescita dell'occupazione non se ne parla proprio.

I risultati trimestrali delle aziende confermano in pieno il differente andamento macro. Finora hanno riportato 400 società dello S&P su 500: il 75% ha battuto le attese degli analisti per quanto riguarda gli utili realizzati. Cosa ancora più importante, la sorpresa positiva è arrivata anche dal lato del fatturato, a differenza del trimestre precedente nel quale la crescita degli utili era derivata solo dal taglio dei costi. In Europa hanno riportato invece 230 società delle 600 dello Stoxx. Le sorprese positive sono state finora più modeste (poco più del 55%), e ancora inferiori quelle relative al fatturato realizzato.

**Cosa è successo di significativo da inizio anno ?** Obama ha promesso regole più severe per il sistema bancario americano, la Cina ha iniziato ad introdurre qualche restrizione al mercato del credito, e poi , ovviamente, la questione Grecia e affini.

**Cosa hanno fatto i mercati ?** Le borse sono scese (in particolare in Europa : -7% da inizio anno), le obbligazioni dei paesi non periferici, sia i governativi che i corporate, sono rimasti sostanzialmente invariati (realizzando comunque total return positivi), l'euro si è deprezzato di circa il 5% rispetto al dollaro.

**Proviamo a contestualizzare il problema della crisi greca.** Il Paese sembra aver peccato dello stesso azzardo morale di cui si sono macchiate molte istituzioni finanziarie private: siamo troppo importanti per il sistema, se anche ci va male qualcuno ci salverà. Stiamo parlando di un Paese che da decenni, non importa quale coalizione sedesse al Governo, è vissuto sullo stesso modello di "sviluppo": un po' di turismo, un'incidenza abnorme del settore statale (la maggiore in Europa), idem per quanto riguarda economia sommersa ed evasione fiscale. L'ultimo decennio è stato relativamente prospero grazie all'annessione al sistema monetario europeo, ai fondi dell'Unione che hanno finanziato qualche investimento infrastrutturale e l'organizzazione delle Olimpiadi. Ma è rimasto un Paese dove il mercato è soffocato da strutture clientelari ataviche, dove lo Stato è il principale datore di lavoro e, visto che non era possibile aumentare più di tanto gli stipendi statali, sono state introdotte le indennità. Gli statali guadagnano due volte il salario dei lavoratori privati. Ricevono un premio se si presentano in orario al lavoro. Ma alla fine i nodi vengono al pettine e si è scoperto che il Governo aveva fornito numeri falsi, e che deficit e debito hanno preso un sentiero non sostenibile. Da qui la fuga dal Paese da parte degli investitori e l'immediato effetto contagio sui paesi cugini, fino a mettere in discussione il futuro dell'Unione.

**...“Acropolis now?”** Dobbiamo prepararci ad una serie di eventi che possono portare all'apocalisse della fine dell'Unione? Probabilmente no: il salvataggio del Paese sembra sia soprattutto un problema di ordine politico. Il debito estero greco ammonta a meno di 200 mld di euro, poco rispetto agli accantonamenti che, secondo il FMI, il sistema bancario dovrà ancora sopportare. E poi il debito pubblico è un problema di tutti i paesi sviluppati, non solo greco o dei PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia, Spagna). Tanto per fare un esempio, la California è la settima economia mondiale, e i suoi numeri non sono molto migliori di quelli dei PIIGS, forse peggiori. E non potrebbe essere diversamente , date la necessità, inevitabile, da parte dei Governi di accollarsi il debito privato accumulato in decenni e l'urgenza di provare a sostenere in qualche modo economie al collasso. **E' un problema di fiducia**, molto più che di sostanza. Per definizione, per logica. Credito deriva da "creditum", la fiducia. La Grecia è un problema che il sistema può risolvere; il punto è come, e quando, verrà risolto. Tecnicamente un paese dell'Unione non può essere aiutato, tuttavia essendoci la credibilità dell'Unione

stessa di mezzo, è probabile che una soluzione verrà trovata. Non sarà certo la prima volta che le regole vengono riscritte; rigore è quando arbitro fischia, al solito. I recenti incontri tra alcune banche tedesche e francesi con il governo greco rappresentano un primo segnale in questo senso.

Ad oggi **i mercati obbligazionari** dei paesi più virtuosi, o percepiti come tali, hanno retto egregiamente, indifferenti o quasi alle notevoli nuove emissioni in arrivo. Male invece hanno fatto **i mercati azionari**. Che non sono sopravvalutati (i p/e sono inferiori a quelli storici) e che dovrebbero beneficiare di utili in crescita. E invece hanno corretto, e anche in termini di momentum hanno un po' cambiato faccia (l'indice azionario dei paesi Emu ha rotto al ribasso la media mobile a 50 giorni, pur rimanendo ancora al di sopra di quella a 200: si tratta delle due medie più monitorate dal mercato, anche se non tutti lo ammettono). **Il mercato sta dicendo due cose , in sostanza.** 1) è vero che i multipli non sono alti, ma è vero che , dopo che per tutto il 2009 abbiamo visto trimestri con revisione al rialzo degli utili, potrebbe essere arrivato il momento di una pausa. 2) la risoluzione del problema dei deficit statali avrà necessariamente degli effetti negativi sul ciclo economico. Questo aumenta la probabilità di sorprese negative dal lato della crescita.

### **Un contesto che, almeno a breve termine, suggerisce prudenza.**

Un contesto che mette in guardia sui pericoli del "fai da te". Meglio affidarsi a team di gestione in grado di selezionare e sfruttare con flessibilità le opportunità d'investimento in mercati turbolenti e volatili.

### **Disclaimer**

Il presente documento è stato redatto ed approvato da Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. (società del Gruppo Allianz). Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. è una società di diritto italiano, con sede legale in Piazza Velasca 7/9 – 20122 Milano, sottoposta alla vigilanza di Banca d'Italia.

Il presente documento si propone di fornire notizie utili per scopi informativi e/o di discussione. Non intende essere un documento di carattere legale e/o di natura fiscale.

Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variazioni nel tempo, sono quelle di Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. o delle società del Gruppo, al momento della redazione del documento medesimo.

E' vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento, anche parziale, a persone non autorizzate.

Alcune delle informazioni contenute nel presente documento derivano da fonti sia pubblicate che non pubblicate che si presumono corrette e attendibili ma non sono state verificate da terze parti indipendenti. Per questo motivo Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. non garantisce l'accuratezza e la completezza di tali informazioni e non risponde di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso delle informazioni fornite.

Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono offerta o sollecitazione del pubblico risparmio in nessuna giurisdizione in cui la società non è abilitata ad operare direttamente o nella quale la persona che effettua l'offerta o la sollecitazione non sia autorizzata a farlo o a nessun soggetto al quale non sia permesso fare tale offerta o sollecitazione nella giurisdizione in cui risiede.

Le dichiarazioni contenute nel presente documento sono soggette alle previsioni di qualsiasi offerta o contratto sottostante che possa essere stato o sarà stipulato o concluso.

Per le opportunità di investimento presentate nel documento non vi è alcuna garanzia di Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. o delle società del Gruppo Allianz. Le performance illustrate si riferiscono al passato e non sono indicative di quelle future.