

Commento ai mercati

Marco Bertozzi

Maggio 2010



Se Atene piange, Sparta non ride

Indice	Valore al 03-05-2010	Andamento a 1 mese	Andamento da inizio anno
Morgan Stanley World (\$)	308	-1.00%	2.80%
S&P 500	1202	2.00%	7.80%
Euro Stoxx 50	2817	-5.40%	-5.00%
Morgan Stanley Emerging Mkts	1009	-1.80%	1.90%
3 mesi USA *	0.35%	0.00%	0.10%
generico 3 mesi EURO*	0.61%	0.00%	0.20%
10 anni USA *	3.67%	2.30%	3.00%
generico 10 anni EURO*	3.02%	-1.10%	1.50%
iBOXX corporate euro*	168	0.70%	3.30%
EUR/\$	1.319	-2.30%	-8.00%

*Indici Total Return – Fonte:Bloomberg

Indice Stoxx 50 Euro



Il detto viene comunemente riferito allo stato in cui si trovarono le due città al termine delle guerre del Peloponneso. Sparta e Atene non potevano definirsi “greche”, nel senso di una comune identità. Avevano caratteristiche etniche e culturali diverse ed interessi contrapposti. L’unione delle forze contro i Persiani fu più una necessità che una scelta convinta e infatti dopo la vittoria le due città ripresero le guerre per l’egemonia nella regione. I contrasti, le diversità ed i rancori non furono superati e col tempo entrambe si avviarono verso il declino.

La crisi economica mondiale ha mostrato in pieno **i limiti di un’unione monetaria non supportata da una vera integrazione fiscale, economica e normativa**. Se vogliamo descrivere correttamente la realtà e chiamare le cose con il loro nome, riconosciamo che l’euro ha portato a tutti i Paesi membri, in modo diverso a seconda dei casi, indubbi vantaggi, ma poi i Paesi stessi hanno continuato bellamente a farsi i fatti loro: norme sugli aiuti pubblici e sulla libera concorrenza ignorate in allegria, sistemi fiscali non armonizzati, politiche di bilancio che non hanno rispettato le regole previste.

Tassi a 10 Anni Europa



Un esempio su tutti : non si capisce perché in alcuni Paesi l'età pensionabile sia ben sopra i 60 anni ed in altri poco sopra i 50, e perché questi ultimi debbano essere finanziati dai primi.

Cosa ci hanno ricordato gli eventi dell'ultimo mese? Che "risk free" è un'espressione da sempre piuttosto abusata. E che il sistema delle agenzie di rating è grottesco: arrivano con il loro declassamento quando i buoi sono scappati da un pezzo, anzi in alcuni casi quando inizia ad essere il caso di comprare (e invece molti investitori istituzionali, per regolamento, come conseguenza del peggioramento del rating sono costretti a vendere, aumentando tra l'altro le pressioni sui prezzi).

La soluzione che al momento sembra più probabile è che la Grecia e gli altri periferici non verranno abbandonati. La fine dell'euro sarebbe un problema per tutti. Anche per gli Stati Uniti, e non a caso il FMI si è reso disponibile senza esitazioni. Il problema è politico, molto più che di sostanza. La scadenza di maggio che la Grecia non è in grado di rimborsare ammonta a poco più di 10 mld di euro. Per fare dei paragoni, solo poche settimane fa l'Irlanda ha, di nuovo, salvato le banche del Paese con un intervento di 35 mld. Soprattutto, le sole banche francesi e tedesche hanno in portafoglio 1 trilione di titoli di Stato degli ormai stranoti PIGS (e 80 mld di sola Grecia). Alla fine l'aiuto congiunto Unione Europea-FMI è arrivato, per un importo pari a 115 mld di euro. "Peanuts", rispetto al trilione dei soli francesi e tedeschi ed al possibile effetto contagio e conseguente disfacimento dell'euro (e ad una probabile nuova crisi del sistema bancario). L'impatto del costo del salvataggio sul Pil europeo viene stimato dal FMI in meno del 2 per mille.

La Grecia assomiglia alla California, dal punto di vista delle cose di cui stiamo parlando: entrambi i paesi hanno conti statali disastrosi e hanno pochissima voglia di ridimensionare il loro standard di consumi, ma tutti e due possono beneficiare dell'ombrello protettivo di valute e banche centrali "sovrnazionali", euro e dollaro. **Il problema di liquidità può essere agevolmente superato, ma la soluzione dei problemi strutturali sarà tutt'altra cosa.** In Europa le cause che hanno provocato i problemi non si risolveranno per decreto. Se ci si riuscirà sarà un processo lungo e faticoso.

Il vero problema europeo è quello della crescita, più che quello del debito. A differenza degli Stati Uniti, di crescita in Europa per ora non se ne vede, se non in Germania (che è l'unico esportatore netto dell'Unione). La crescita non solo è un formidabile solvente sociale, ma è soprattutto condizione necessaria per il rientro almeno parziale del debito. E' più affidabile un debitore con poco debito ma che non cresce, che non produce reddito, e quindi col tempo peggiora la sua

situazione, o uno con maggior debito iniziale che però cresce, e col reddito progressivamente in aumento sarà in grado di onorare i propri impegni?

Tutto il sistema, tutto il sistema mondiale, sta in piedi solo se si cresce (come continuare a crescere e fino a che punto la Terra è in grado di reggerne il peso è un altro discorso). Il debito pubblico e il sistema pensionistico ne sono l'esempio più evidente, non sono altro che un colossale "schema Ponzi": stanno in piedi fino a che le nuove generazioni sottoscrivono il nuovo debito e versano nuovi contributi. L'italo americano Ponzi è diventato famoso negli anni Venti per aver sfruttato questo sistema in modo industriale negli Stati Uniti nel campo immobiliare. E poi si dice la fuga di cervelli all'estero.

La crescita è quello che da sempre cercano i mercati finanziari, gli azionari in particolare. L'indice delle borse mondiali è salito da inizio anno del 2.8%. Lo S&P500 americano, dove il recupero dell'economia sembra essere qualcosa di più che un'ipotesi, è salito del 7.8%. L'indice europeo, regione in cui la ripresa è circoscritta solo ad alcune aree, è salito del 2.5%. Ma, attenzione, l'indice dei soli paesi Euro da inizio anno è ancora negativo (-5%). L'indice dei paesi emergenti (+1.9%), dove la crescita è di nuovo molto sostenuta, soffre delle performance negative di Cina e Brasile, paesi dove sono già iniziate politiche monetarie restrittive.

Cosa pensiamo in Allianz Global Investors Italia? I risultati aziendali del primo trimestre dell'anno indicano che, mentre i dati macro e le attese per le economie sviluppate sono ancora ambigui, le notizie dal lato "micro" sono molto positive. Così positive che sembra esserci progressivamente meno spazio nel prossimo futuro per ulteriori revisioni al rialzo delle stime. Tuttavia **le valutazioni** non eccessive indicano che ancora non ci sono le condizioni di una "bolla".

Il mix di inflazione per ora assente, di disoccupazione ancora su livelli storicamente alti ed il persistere di basso utilizzo della capacità produttiva, fanno ipotizzare che **i tassi di mercato rimarranno bassi** (come del resto più volte ribadito da FED e BCE). I nostri portafogli riflettono quindi un atteggiamento neutro sui mercati obbligazionari e più positivo su quelli azionari. **Il nostro scenario** di base ipotizza che la crescita possa continuare, pur se a velocità contenuta. E quindi **l'equity diventa, sia in assoluto che in relazione ai bond, un'asset class interessante**. Non escludiamo la possibilità di una correzione ad un certo punto durante l'anno, ma se non si tornerà in un contesto deflattivo, le azioni daranno buoni ritorni (se pur non stellari). Un eventuale rialzo dei tassi, se dovuto alla crescita e non all'inflazione, porterà un po' di volatilità, ma a medio termine il mercato azionario tornerà positivo.

L'Europa soffre di due problemi: insufficiente armonizzazione fiscale e normativa, e scarsa crescita. Se non verranno risolti questi due problemi, rischia di fare la fine di Atene e Sparta ai tempi delle guerre del Peloponneso.

Disclaimer

Il presente documento è stato redatto ed approvato da Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. (società del Gruppo Allianz SE).

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 SE. Le performance illustrate si riferiscono al passato e non sono indicative di quelle future.