

Commento ai mercati

Marco Bertozzi

Aprile 2010



Colpa dei PIGS? No, dei FIRE. E se avesse qualche colpa anche l'ORCO?

Indice	Valore al 30-03-2010	Andamento a 1 mese	Andamento da inizio anno
Morgan Stanley World (\$)	307	6.20%	2.70%
S&P 500	1173	6.20%	5.20%
Euro Stoxx 50	2939	7.80%	-0.80%
Morgan Stanley Emerging Mkts	1009	1.70%	2.00%
3 mesi USA *	0.29%	0.00%	0.10%
generico 3 mesi EURO*	0.58%	0.06%	0.09%
10 anni USA *	3.86%	-1.20%	1.30%
generico 10 anni EURO*	3.10%	0.60%	2.40%
IBOXX corporate euro*	166	0.70%	2.50%
EUR/\$	1.342	-1.00%	-6.30%

*Indici Total Return – Fonte:Bloomberg

Indice Stoxx 50 Euro



Tassi a 10 Anni Europa



Tutta colpa di quegli indolenti mediterranei dei **"PIGS"** (Portogallo, Italia, Grecia, Spagna), suggerisce qualcuno (di solito anglofone o nordico). Altri invece vedono in quegli avidi cattivoni della finanza, i **"FIRE"** (Finance, Insurance, Real Estate), i veri colpevoli. Perché quasi nessuno si ricorda dell' **"ORCO"**? Che sta per **"O**hi **o**hi il **R**eddito disponibile è sempre di meno e non mi fanno più **C**redito, **O**ra come facciamo"?

Che i paesi dell'area mediterranea non siano stati campioni di produttività e di politiche di bilancio è ampiamente noto. Ma è altrettanto noto che anche altri paesi abbiano ormai deficit e debito sugli stessi livelli. Con in più altri problemi: eccessi del debito privato e delle bolle immobiliare e della finanza da smaltire.

Delle colpe della finanza ormai sappiamo tutto. Ma, in assenza di un quadro normativo che impedisse gli eccessi, il settore si è solo comportato come chiunque altro: ha cercato di far soldi, e sempre di più. Riuscendoci benissimo: l'incidenza dei profitti del settore è aumentata dal 20% al 45% del totale dei profitti realizzati dal sistema.

Ma, diciamola tutta, finchè i mercati finanziari salivano erano comunque tutti contenti, compresi Mr. Smith e il signor Rossi.

E l' "ORCO"? Partiamo dagli anni 80, anni in cui è iniziato il lungo periodo di disinflazione. La nuova disponibilità di milioni di lavoratori dei paesi emergenti (che prima, di fatto, non esistevano) ha portato alla de-indicizzazione dei salari e ad un mercato del lavoro con sempre minor potere contrattuale. Questo ha consentito il rientro dell'inflazione (il costo del lavoro ne era stata una componente determinante negli anni precedenti) e quindi ha condotto a tassi di interesse sempre più bassi. Il crescente credito disponibile per le famiglie, sia per i consumi correnti che per operazioni immobiliari, ha tenuto in piedi il sistema, ed i profitti delle imprese sono costantemente cresciuti. Il rovescio della medaglia è stato l'accumularsi di deficit commerciali nei confronti dei paesi emergenti e di deficit fiscali finanziati in misura crescente dai paesi esportatori netti.

Nei paesi OECD l'inflazione è passata dal 15% del 1980 ad una media inferiore al 4% nei decenni successivi. I tassi di interesse sui titoli decennali sono scesi in modo identico, favorendo rendimenti reali dei bond di proporzioni epocali e raramente visti in precedenza. Ma i salari reali non hanno tenuto il passo, conoscendo anche periodi di costante discesa. Bassi tassi di interesse e disponibilità del credito hanno portato ad un aumento dell'indebitamento delle famiglie dal 70% del Pil al 120%.

La crescita delle economie emergenti è stata più che doppia rispetto a quella dei paesi sviluppati, i quali hanno costantemente perso quote di mercato: l'indice di produzione manifatturiera dei paesi OECD è rimasto sostanzialmente invariato in questi decenni, mentre nei paesi emergenti è passato da 100 a 220.

I profitti delle aziende sono volati: dal 5% del Pil all'11% del picco 2006-2007 (grazie anche alla diminuzione del tax rate effettivo sulle imprese, sceso da 40% a meno del 25%, cosa che per altro non ha fatto benissimo ai deficit statali).

La teorica diversa allocazione delle risorse, ossia lo spostamento verso attività a maggior valore aggiunto, o si è rivelata solo un'ambizione, oppure non è stata sufficiente a compensare **la perdita di reddito reale delle famiglie**.

Minor crescita significa peggioramento delle finanze pubbliche, a prescindere dalla crisi. E reddito disponibile in costante discesa significa consumi che scendono, una volta chiusi i rubinetti del credito. **Probabilmente non è stata la crisi della finanza a provocare la recessione, ma viceversa**: l'economia ha iniziato ad indebolirsi prima che scoppiasse la bolla, anzi ne è stata l'elemento scatenante e gli eccessi della finanza ne hanno aumentato le conseguenze.

La crescita dei paesi emergenti in buona sostanza fa bene solo a loro, oltre che ad alcune aziende, ma ha poco impatto sulla crescita dei paesi OECD. **Perché torni la fiducia e con questa una crescita duratura dei consumi** sembra quindi necessario un mix di sostegno dei redditi e di aumento dell'occupazione. La fiducia non si forma da sola.

In Marzo molti indicatori macro sono rimasti positivi, ma il tasso di crescita ha mostrato segni di affaticamento. Ossia è rallentato il ritmo del miglioramento, la "derivata seconda" (come è di moda dire di questi tempi). Sono arrivati segni positivi dai leading indicators e dai dati sulle vendite, ma i numeri di consenso sulla crescita del Pil non sono cambiati, e invece sono peggiorate le attese sul mercato immobiliare negli Stati Uniti e sull'economia in generale in Europa. La questione greca ha fatto dei passi in avanti, ma rimane ancora aperta.

I risultati aziendali del quarto trimestre del 2009 hanno mostrato utili e fatturati in crescita su base annua e superiori alle aspettative degli analisti. Ma il momentum del tasso di revisione al rialzo degli utili ha mostrato segni di rallentamento.

Performance dei mercati nel primo trimestre: bene le borse e ancora meglio i mercati obbligazionari.

L'indice delle borse mondiali, espresso in dollari, è salito di quasi il 3% da inizio anno; bene gli USA (lo S&P500 è salito del 5%), meno bene l'Europa (l'indice europeo è salito del 3%, quello dei soli paesi Euro è sceso dell'1%); non granchè le borse dei paesi emergenti (+2%).

Nonostante le preoccupazioni sul livello degli indebitamenti statali, i tassi sono scesi, ed i mercati obbligazionari hanno realizzato total return positivi: la media ponderata dei governativi europei ha fatto segnare un rendimento del 2.4% da inizio anno.

Debole l'euro, che ha perso contro tutte le principali valute (più del 6% contro dollaro).

Come vediamo in Allianz Global Investors Italia SGR i mercati nel prossimo futuro? Riteniamo che **i mercati obbligazionari**, sia governativi che corporate, rimangano impostati in modo sostanzialmente positivo. Fed e BCE hanno confermato la necessità di mantenere basso il livello dei tassi per non pregiudicare una ripresa economica che rimane ancora incerta. Il mercato del credito, ossia quello delle obbligazioni societarie, è supportato dal miglioramento dello stato di salute delle imprese e dal volume di nuove emissioni in netto calo rispetto al 2009. Abbiamo invece un atteggiamento più prudente sul **mercato azionario**. I multipli sugli utili attesi sono leggermente inferiori alla media storica e quindi le borse appaiono leggermente sottovalutate secondo questo parametro. Tuttavia sono i settori difensivi ad offrire il maggiore potenziale teorico di rivalutazione ed il tasso

di revisione degli utili da parte degli analisti ha mostrato nelle ultime settimane qualche segnale di inversione di tendenza.

Soprattutto siamo molti più **cauti** rispetto al consenso per quanto riguarda **le prospettive di crescita delle principali economie**. Del resto, cosa stanno dicendo praticamente tutte le aziende? Che lo stato dei loro bilanci è sano, che è stato fatto un grosso lavoro di riduzione dei costi, ma che manca ancora visibilità dal lato del mantenimento della crescita del fatturato.

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.