

Commento ai mercati

Marco Bertozzi

Giugno 2010



Il vento fa il suo giro

Indice	Valore al 26-05-2010	Andamento a 1 mese	Andamento da inizio anno
Morgan Stanley World (\$)	267	-15.00%	-10.70%
S&P 500	1074	-11.40%	-3.70%
Euro Stoxx 50	2549	-14.00%	-14.50%
Morgan Stanley Emerging Mkts	856	-17.40%	-13.50%
3 mesi USA *	0.54%	0.02%	0.09%
generico 3 mesi EURO*	0.64%	0.05%	0.25%
10 anni USA *	3.20%	5.00%	7.00%
generico 10 anni EURO*	2.62%	2.40%	4.00%
IBOXX corporate euro*	167	-0.20%	2.80%
EUR/\$	1.228	-8.20%	-14.20%

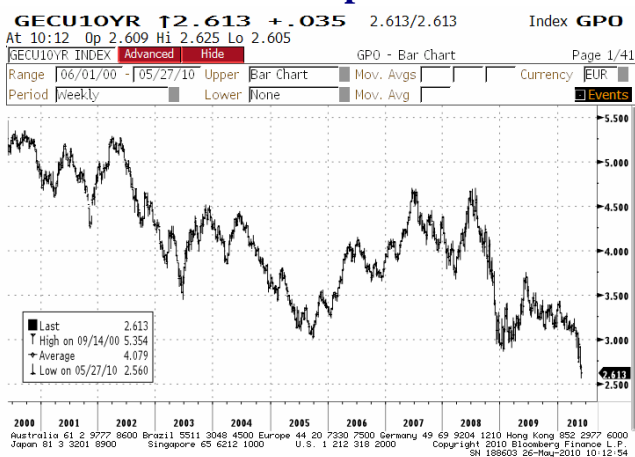
*Indici Total Return – Fonte: Bloomberg

Indice Stoxx 50 Euro



Fonte: Bloomberg

Tassi a 10 Anni Europa



Fonte: Bloomberg

E' il titolo di un film che descrive la storia della difficile integrazione di una famiglia di pastori e formaggiai francesi in un piccolo paese delle montagne occitane piemontesi. Il tema di fondo del film è la descrizione delle diverse reazioni degli abitanti del villaggio di fronte all'arrivo della nuova famiglia: da una parte chi non riesce a superare l'atteggiamento di chiusura e di diffidenza verso l'elemento di diversità, e non riesce a concepire di dover rinunciare al proprio orticello di vecchie abitudini e modi di pensare; dall'altra chi invece pensa che senza accoglienza, scambio di valori e apertura al nuovo non possano esistere sviluppo umano né prospettive di speranza e fiducia.

Ad un certo punto del film si riflette su come nella vita le cose tendano a ripresentarsi sempre simili a se stesse, e uno dei personaggi dice: **"le cose sono come il vento, prima o poi ritornano"**.

I temi della difficoltà a pensare in modo diverso, del rimanere ancorati agli stessi paradigmi e del ripetere sempre gli stessi errori sono **una delle caratteristiche ricorrenti di economia e finanza**. I mercati dimostrano di avere memoria corta e di fare continuamente molta fatica a mettere le cose nella giusta prospettiva, perdendo di vista la sostanza delle cose.

Dopo mesi passati a criticare gli Stati Uniti per la loro finanza selvaggia e per avere “socializzato le perdite”, ossia aver scaricato sui conti pubblici i costi del salvataggio del sistema finanziario, un giorno ci svegliamo e ci accorgiamo che **ora è l'Europa l'anello debole del mondo.**

Il cambio euro/\$ è passato da dicembre ad oggi da 1.50 a 1.25. I prezzi delle obbligazioni governative dei paesi “periferici” europei sono crollati, al punto da fare temere un immediato effetto contagio e la fine dell'Euro. Naturalmente sono in pochi a ricordare che fino a poco tempo fa il dollaro non lo voleva più nessuno, che l'Opec e i suoi fratelli, si diceva, stessero pensando di abbandonarlo come valuta di riferimento, che persino le modelle di New York volevano essere pagate in euro. Spaventava il costo della riforma sanitaria e si diceva che la volontà di voler maggiormente controllare l'economia avrebbe avuto solo effetti negativi. Insomma, la crisi del debito pubblico americano veniva data per scontata. Poi, cambio di rotta, è diventata l'Europa la vittima sacrificale.

Proviamo allora a fare qualche confronto. Usa e Europa hanno più o meno le stesse dimensioni, in termini di Pil. Il deficit di bilancio previsto per il 2010 rispetto al Pil è del 10% per gli Usa e del 6%-7% per Eurolandia. Il rapporto debito pubblico/Pil è del 95% negli Usa e dell'85% in Europa. Se si prova ad aggiungere al numeratore l'ammontare del debito privato e di quello “fuori bilancio” (per esempio i deficit sanitari e pensionistici previsti) si ottiene un quoziente spaventoso per tutte e due le aree, ma più spaventoso per gli Usa.

Il tasso di disoccupazione è rispettivamente del 9.5%-10% e del 10.5%.

Il deficit della bilancia dei pagamenti (cioè in sostanza il saldo di pagamenti e incassi per le merci e servizi importati ed esportati) è del 3% sul Pil per gli Usa e dello 0.5% per l'Europa.

L'inflazione è stimata al 2% negli Usa e all'1% in Europa.

Allora? E' giustificato tutto questo panico? Forse i veri problemi stanno altrove. In Europa come negli Usa.

Torniamo all'euro. Gli istituti di ricerca convergono su un valore teorico, basato sulla teoria della parità dei poteri di acquisto, di 1.10-1.15. Quindi dove sta lo scandalo di un cambio sceso da 1.50 a 1.25?

Che cosa significa un euro ridimensionato, per noi europei? Che avremo un po' di inflazione importata (il costo delle materie prime in dollari) ma che le aziende europee esportatrici saranno meno penalizzate. Attenzione, non solo quelle che competono con concorrenti extraeuropei, ma anche le aziende dei paesi periferici che con un euro forte hanno perso competitività nei confronti delle aziende tedesche, che in genere non guadagnano quote di mercato facendo leva sul prezzo. **Così anche gli squilibri interni potrebbero in parte ricomporsi.**

Non solo: un dollaro più forte significa che **il costo del lavoro dei paesi emergenti**, che già stava aumentando per normali ragioni di convergenza mondiale, costerà più di prima agli europei che hanno delocalizzato. Per le aziende che hanno delocalizzato per vendere soprattutto in Europa ci sarà una discreta compressione dei margini. Ciapa sù, si leva alto il grido dei Cipputi di tutta Europa.

Di nuovo, attenzione a non esagerare con le attese però: le stime dei principali uffici studi indicano che una svalutazione dell'euro contro dollaro del 10% porterebbe in un anno ad un incremento del Pil europeo nell'ordine dello 0.5% (e dell'inflazione dello 0.4%).

I problemi veri sono altri, non sono il salvataggio della Grecia. Il problema è **risolvere la carenza di domanda nei paesi sviluppati**, che negli scorsi anni è stata mascherata dall'incremento del debito privato. I deficit sono figli della mancanza di crescita, e non viceversa.

Di come si sono comportate azioni e obbligazioni in questi anni difficili sappiamo tutto. **Ma cosa dire di altre asset class** giudicate da sempre la panacea di tutti i mali? Che valore possiamo attribuire a paradigmi consolidati nell'ambito dei mercati finanziari?

Il mattone è il miglior investimento. Mica tanto. Non c'è nessuno che tutti i giorni passi sotto casa nostra e appenda un cartello con il denaro-lettera (ossia il prezzo di acquisto e di vendita) realmente e quotidianamente espresso dal mercato. Il vero valore di mercato della casa dunque non lo conosciamo mai. Poi in genere si trascura di considerare quanto effettivamente ci sia costata la casa, in termini di notaio, imposte, spese di ristrutturazione, spese condominiali, eccetera eccetera. Senza dimenticare che una casa non si vende in genere nello spazio di un colpo di telefono.

Ancora non convinti? Che cosa ha fatto dall'inizio della crisi ad oggi l'indice europeo rappresentativo delle aziende immobiliari quotate (sia nel civile che nel commerciale)? **Ha perso più del 60%, mentre l'indice delle borse europee ha perso il 40%.** Non male come difesa.

E l'oro, il bene rifugio che più rifugio non ce n'è? L'oro è una convenzione. E' un bene scarso, certo, ma non ha utilizzi industriali di rilievo. E anche il controvalore legato all'industria della gioielleria è marginale rispetto al controvalore totale scambiato sui mercati. Ma, da sempre, l'oro viene considerato un valore di riserva dalle banche centrali, è il corrispettivo per cui poter emettere moneta. Quest'ultima caratteristica però si è persa da tempo, in particolare da quando gli Stati Uniti negli anni settanta hanno unilateralmente deciso di poter stampare moneta non curandosi di quanto oro possedesse la Fed. Tuttavia la via dell'oro è

comunque sempre piaciuta, e quando uno non si fida più di niente finisce per pensare all'oro. Ecco perché l'oro è sui massimi.

Peccato che il massimo assoluto, aggiustato per l'inflazione, l'oro lo abbia realizzato agli inizi degli anni ottanta, ad un prezzo reale di 2000\$ l'oncia, e che oggi valga 1200\$. **In termini nominali, da allora si è rivalutato di meno del 3% all'anno, mentre l'indice S&P500 comprensivo dei dividendi incassati, dell'11%.**

Che cosa potrebbe succedere all'oro se, tanto per usare un'iperbole, le Banche Centrali decidessero che la credibilità di una nazione nell'emettere moneta non si basa più sulle riserve d'oro ma sulla terra coltivabile disponibile, sulle materie prime, sull'acqua, su risorse cioè che saranno sempre più scarse e preziose?

Non è un pronostico, è una descrizione dello stato dell'arte.

L'ultimo esempio di come certi errori si ripetano: all'inizio dell'anno non si trovava un commentatore o analista su tutto il globo terrestre che non scommettesse sui mercati emergenti. Bene, **dall'inizio dell'anno l'indice delle borse mondiali è sceso dell'8%, mentre quello delle borse dei paesi emergenti del 10%** (con le borse cinese e brasiliana che hanno perso quasi il 20%).

Che performance possono aver realizzato tutti quei fondi che sono andati lunghi, cioè hanno comprato, mercati emergenti e contemporaneamente si sono finanziati vendendo allo scoperto i mercati sviluppati?

In finanza non esistono pasti gratis, niente è scontato.

Cosa pensiamo in AllianzGI Investments Europe?

L'economia mondiale vivrà un periodo di rallentamento, superiore a quello che attualmente è nelle stime di consenso. Saranno maggiormente colpite le economie dei paesi sviluppati, frenate dalla necessità di contenere i deficit di bilancio statali: i consumi degli ultimi mesi hanno beneficiato degli stimoli fiscali (oltre che dell'arresto del processo di riduzione del debito privato), ma le intenzioni dei governi sembrano andare ora nella direzione opposta. E' verosimile quindi che si arresti anche il processo di ricostituzione delle scorte da parte del sistema delle imprese. **La preoccupazione è la deflazione, più che l'inflazione, e non si vedono quindi ragioni per cui dovrebbe cambiare lo scenario di tassi di interesse storicamente bassi.**

Le imprese hanno conseguito risultati trimestrali molto buoni, e le valutazioni sono al di sotto della media storica. Quindi, se si esclude un double dip, ossia una nuova fase recessiva, sembra difficile essere molto pessimisti sul mercato azionario. **Tuttavia riteniamo che la situazione delle finanze pubbliche ed il clima di incertezza complessiva peseranno sul mercato, che quindi potrebbe rimanere sotto pressione almeno per qualche mese.**

Avvertenze

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.

Prima dell'adesione leggere il prospetto .