

Commento ai mercati

Marco Bertozzi

Luglio 2010



What's next? (cosa succederà ancora?)

Indice	Valore al 30-06-2010	Andamento a 1 mese	Andamento da inizio anno
Morgan Stanley World (\$)	268	-3.03%	-9.10%
S&P 500	1031	-3.58%	-6.65%
Euro Stoxx 50	2573	-1.10%	-10.42%
Morgan Stanley Emerging Mkts	918	-0.72%	-6.13%
3 mesi USA *	0.53%	0.05%	0.15%
generico 3 mesi EURO*	0.71%	0.05%	0.30%
10 anni USA *	2.94%	3.20%	9.50%
generico 10 anni EURO*	2.58%	-1.10%	2.20%
IBOXX corporate euro*	168	0.30%	3.40%
EUR/\$	1.223	0.30%	-14.40%

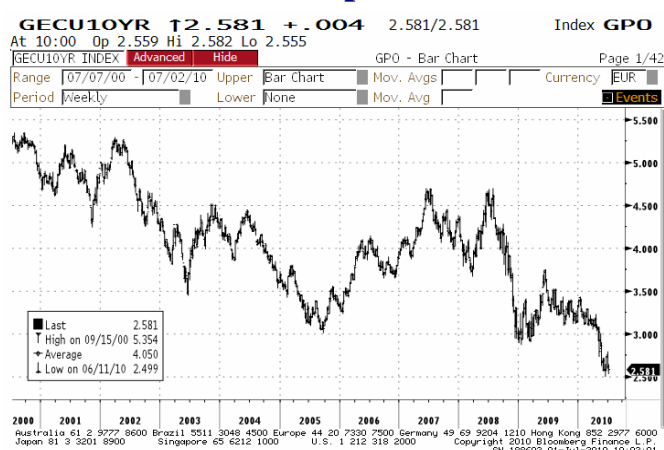
*Indici Total Return – Fonte: Bloomberg

Indice Stoxx 50 Euro



Fonte: Bloomberg

Tassi a 10 Anni Europa



Fonte: Bloomberg

“L'unica funzione delle previsioni economiche è quella di far apparire rispettabile l'astrologia” (J.K.Galbraith)

Possiamo non convenirne? Eppure, nello stesso tempo, non possiamo sottrarci al compito di azzardare previsioni. Ciò che può essere ragionevolmente chiesto a chi si occupa di mercati finanziari è di ipotizzare dei possibili scenari e ad essi assegnare delle probabilità. E poi di disegnare dei modelli di comportamento dei mercati in funzione dell'evoluzione delle condizioni economiche sottostanti.

Alla fine del semestre si presentano due possibili scenari estremi.

C'è la corrente di pensiero che individua come priorità il rientro dei deficit e del debito statali, cioè la strada che sembra aver scelto l'Europa. Una volta intrapreso il cammino per il rientro, si sostiene, i mercati si stabilizzeranno, verranno eliminati sprechi ed inefficienze, la fiducia ritornerà e l'economia tornerà a crescere. Ne beneficeranno i mercati obbligazionari ma soprattutto quelli azionari.

Sul fronte opposto si trova chi ritiene che invece la priorità sia la crescita, e che non ci possiamo permettere l'errore compiuto dopo la Grande Depressione degli anni 30, quando gli aiuti statali sono stati prematuramente

interrotti. Oppure si dice di guardare all'Irlanda, che è stata la prima a tagliare in modo aggressivo il disavanzo statale: dopo due anni dalla manovra non ci sono ancora segni di ripresa, la disoccupazione è salita a più del 13%, ed il Governo ha appena comunicato che si aspetta ulteriore debolezza nei prossimi mesi. Il rientro di deficit e debito quindi può arrivare in un secondo momento: senza aiuti governativi alla crescita si corre il rischio di una seconda fase recessiva (il temuto "double-dip"), i tagli non saranno serviti a niente e anzi i deficit statali potrebbero essere peggiori di quanto non siano ora. Scenario bruttino sia per i bond che, soprattutto, per le azioni.

Come vediamo il prossimo semestre in AllianzGI Investments Europe? Pensiamo che **il sistema economico mondiale stia facendo registrare dei dati contrastanti**. Diversi indicatori segnalano che tutto sommato la crescita c'è, pur se concentrata in particolare solo su certe aree geografiche. Altri indici mostrano peraltro che la crescita sta rallentando: stanno esaurendo il loro effetto i fattori di ripresa legati ai piani governativi di rilancio ed alla ricostituzione delle scorte nelle economie sviluppate, mentre nei paesi emergenti hanno preso il via politiche monetarie restrittive volte a frenare inflazione, espansione del credito, e crescita probabilmente eccessiva del mercato immobiliare. Pensiamo quindi che **la crescita economica registrata nel primo semestre potrebbe rallentare** e quindi il nostro scenario di riferimento è più prudente rispetto al consenso, cioè alla media degli analisti. Siamo peraltro consapevoli che esistono notevoli rischi al ribasso anche per questo scenario: i rischi sistemici collegati alla crisi dei debiti governativi e delle molte incognite che ancora caratterizzano il sistema bancario, gli effetti negativi sulla crescita dei tagli di bilancio degli Stati, che potrebbero rivelarsi peggiori delle attese, e infine la difficoltà di valutare le ripercussioni che potrebbero avere un forte aumento del tasso di inflazione nei mercati emergenti, o, sempre in questi mercati, una fase di brusco ridimensionamento dei prezzi di azioni ed immobili.

Concentrando l'analisi sui mercati europei, per quanto riguarda **il comparto obbligazionario** riteniamo che l'attuale debole congiuntura renderà necessario il mantenimento di una politica monetaria molto accomodante. Tenendo conto degli anni necessari per risanare i disavanzi dei bilanci pubblici, il rischio sovrano rimarrà il fattore determinante per la costruzione dei portafogli, e quindi manterremo un sovrappeso sulla Germania, che il mercato valuta essere uno dei pochi emittenti in Europa privo di rischi. Sul fronte delle obbligazioni societarie i fondamentali sembrano solidi e, secondo le stime più accreditate, i casi di insolvenza saranno bassi sia nel 2010 che nel 2011. Tuttavia, nonostante le valutazioni siano tornate interessanti, non vediamo ampi margini di rivalutazione dei prezzi: l'interesse per il comparto si limita quindi al differenziale di rendimento rispetto alle emissioni governative.

Per quanto riguarda **il comparto azionario** tre dei principali pilastri del mercato rialzista sembrano ancora rimanere in piedi: ripresa economica, pur se moderata, elevata redditività delle imprese, e tassi che si prevede rimarranno bassi. Tuttavia il rischio e la volatilità del mercato sono aumentati considerevolmente, nonostante le valutazioni rimangano attraenti. La costruzione dei portafogli è quindi orientata alla prudenza ed alla selettività. Privilegiamo la Germania e l'Europa del Nord in genere per il minor rischio paese; sovrappesiamo farmaceutici, tecnologia, e beni di consumo a scapito di banche e servizi pubblici (a causa delle incognite normative e tariffarie che gravano sui due settori); e naturalmente poniamo particolare attenzione ai settori ed alle società che stanno beneficiando della debolezza dell'euro.

In conclusione quindi pensiamo che **la fragilità del mercato dovrebbe rimanere per tutto il 2010, a fronte delle rilevanti problematiche strutturali**. I tassi di interesse rimarranno ancora bassi, con rendimenti che si muoveranno in intervalli limitati. Le società quotate sembrano in buono stato, tuttavia il potenziale di rivalutazione a breve del mercato azionario sembra compromesso dal rischio di alcuni debiti sovrani.

Ora, dopo previsioni e congetture, vediamo **cosa è successo nel primo semestre dell'anno e cosa "stanno dicendo" i prezzi di mercato**.

La crescita è risultata superiore alle attese di inizio anno sia nei mercati emergenti che negli Usa. Si è passati dalla temuta L, nessuna ripresa, alla U, ripresa dopo un periodo di stagnazione, alla V. Potenza degli aiuti di sostegno all'economia (Cina e Usa in particolare) e della ricostituzione delle scorte (molte attività si erano praticamente bloccate all'apice della crisi). Misurate in termini di incremento reale del Pil, le economie dei BRIC (Brasile, Russia, India, Cina) sono cresciute mediamente ad un tasso di quasi il 9%, e gli Usa del 3%. Ancora molto debole invece l'area euro nel suo complesso, che pur aveva fatto segnare il rallentamento peggiore nel 2009 (-4% contro il -2.4% degli Usa). Si è salvata, come noto, la Germania, che grazie alle sue esportazioni è cresciuta del 2%. Lo stato di salute delle finanze statali americane e anche tedesche, lo sanno tutti, non è propriamente elevato. Eppure i tassi di mercato rimangono su livelli storicamente bassissimi. Cosa vuol dire, secondo consolidati modelli interpretativi? Che i titoli governativi americani e tedeschi sono visti come bene rifugio e che non si intravedono pericoli di inflazione, d'accordo, ma anche che l'economia viene vista ancora piuttosto debole.

Le valutazioni dei mercati azionari sono più basse della media storica. Ma l'esperienza insegna che forse ancora più degli utili sono importanti le aspettative di crescita degli utili stessi. Ora, i punti critici sono due. Primo, le stime di consenso di crescita degli utili per il 2010 e 2011 sono a doppia cifra, il che sembra abbastanza in contrasto con le incertezze e la precarietà del quadro macro.

Secondo, da qualche mese le stime vengono qua e là riviste al ribasso, ma non ancora in modo drammatico. Detto in altri termini: un eventuale “double-dip” non è ancora nelle stime degli analisti e nei prezzi di mercato.

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 .