

IMPOSTAZIONE STRATEGICA

Newsletter Nr. 1 - Gennaio/Febbraio 2013

20/01/2013 - Il 2013 è iniziato con il botto per le borse e per gli asset più a rischio. Se è vero il vecchio detto di Wall Street che un inizio gennaio positivo preannuncia un buon anno, il 2013 dovrebbe dare soddisfazione agli investitori. Eppure la Banca mondiale, nel suo rapporto del 15 gennaio, ha rivisto in negativo le sue previsioni. Le ultime stime riguardanti la crescita del PIL mondiale nel 2012 si situano attorno al 2,3%, mentre erano al 2,5% il giugno scorso. Non molto dovrebbe cambiare nel 2013 (2,4%), la risalita avverrà nel 2014 (3,1%) e nel 2015 (3,3%). Per i paesi in via di sviluppo la crescita del PIL sarà, secondo le stime, al 5,5% nel 2013, 5,7% (2014) e 5,8% (2015). I paesi ad alto reddito registrano una crescita inferiore alle previsioni: 1,3% per il 2012, un tasso che dovrebbe confermarsi nel 2013 per salire al 2% nel 2014 e al 2,3% nel 2015. Mentre per la zona euro ci si aspetta crescita positiva solo dal 2014, prevedendo una contrazione del PIL dello 0,1% nel 2013 per poi tornare in positivo nel 2014 (0,9%) e nel 2015 (1,4%). Globalmente gli scambi di beni e servizi, che sono progrediti soltanto del 3,5% nel 2012, dovrebbero accelerare per toccare il 6% nel 2013 e il 7% all'orizzonte del 2015. I dati della Banca mondiale sono anche più negativi di quelli pubblicati a dicembre nel World Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale (FMI), che comunque li ha rivisti recentemente al ribasso. Molto probabilmente a livello macroeconomico bisognerà abituarsi a tassi di crescita globali inferiori a quelli precedenti lo scoppio della crisi economica, anche se sostanzialmente in linea con quelli degli ultimi venti anni (regressione verso la media). In un tale contesto perché le borse dovrebbero festeggiare se l'economia reale pur muovendosi non esplose? Per capirlo è necessario risalire alle origini della crisi e valutare le scelte effettuate per uscirne. Di fatto, è la decisione di gonfiare i bilanci delle banche centrali, aumentando quindi la "fiat money", a spingere i mercati azionari. E' questa la linea strategica fondamentale per affrontare i mercati finanziari nei prossimi mesi e forse anni. Ed è questa che va esplicitata prima di calarsi nelle dinamiche tattiche della gestione corrente.

Le origini della crisi

La crisi, iniziata nel 2007 negli Stati Uniti con lo scoppio della bolla dei Subprime, è il risultato di squilibri macroeconomici che la finanza ha esacerbato prima di perderne il controllo.

La crescita del polo asiatico, con epicentro la Cina, è stata accelerata dalle esportazioni verso gli Stati Uniti e l'Europa. I paesi ad alto reddito hanno potuto beneficiare di prodotti a basso costo (che hanno contenuto le pressioni inflazionistiche), mentre i paesi emergenti, crescendo economicamente, hanno prodotto risparmio. Il motore vero della crescita è stato il consumatore americano che è stato incoraggiato a spendere attraverso l'indebitamento. Le multinazionali hanno spostato la produzione (deindustrializzando l'antico paese di residenza) verso l'Asia e in particolare la Cina dove il costo della mano d'opera era, ed in parte è, molto contenuto. Il risparmio dei paesi emergenti ha finanziato il consumo di quelli ad alto reddito, soprattutto nei paesi anglosassoni. La finanza creativa ha permesso, anche a chi non poteva, di indebitarsi oltre misura. Nel settore immobiliare americano, il continuo aumento del valore degli immobili, ha creato un'estrema facilità di accesso al credito. La crisi dei subprime scoppiata nel 2007, ha rotto il vaso di Pandora di un sistema finanziario mondiale, dominato dagli Stati Uniti, dove l'enorme leva costruita partendo dal risparmio dei paesi emergenti, si era allontanata troppo dalla sostenibilità economica.

I cittadini americani hanno improvvisamente scoperto di non essere in grado di pagare i mutui su case

che hanno improvvisamente perso valore, bloccando la loro “naturale” propensione al consumo. Le banche, ormai diventate giganteschi hedge fund, hanno visto prosciugata la facile linfa finanziaria che le permetteva di prosperare.

Come superare questo contesto di paesi emergenti che producono, esportano e risparmiano e Stati Uniti e paesi ad alto reddito che consumano indebitandosi, deindustrializzandosi. Come rientrare da questi squilibri strutturali e, soprattutto, in che maniera, attraverso quali nuove strategie di potere

Gli Stati Uniti

Il punto di partenza sono e restano gli Stati Uniti. La Federal Reserve (FED) ha agito velocemente, inizialmente coordinandosi con le altre principali banche centrali, inondando il mondo di liquidità, riducendo i tassi nominali da oltre il 5% a quasi zero, comprando sul mercato monetario, poi sul mercato dei treasury a breve scadenza, in seguito su quelli a lunga scadenza, acquistando obbligazioni immobiliari e assicurando politiche monetarie espansive fino al 2015. Ora è pronta ad acquistare asset obbligazionari immobiliari per 85 miliardi dollari al mese fino a che il tasso di disoccupazione scenda sotto il 6,5% o le aspettative d'inflazione diano segnali di surriscaldamento. In pratica la FED opera gonfiando il proprio bilancio e ripulendo quello delle banche private, così da aiutarle nel processo di deleveraging. Lo Stato, da parte sua, ha caricato sulle sue spalle, e su quelle dei cittadini, una fetta consistente del debito generato dal sistema e continua ad accollarsene attraverso politiche fiscali espansive che la battaglia sul fiscal cliff (rimandata a giugno) potrebbe riqualificare, ma non sconvolgere. In sintesi la strategia americana consiste nel gonfiare il bilancio della FED, accettare un forte deficit statale e avere tassi nominali negativi che con il tempo erodono i debiti. Da quest'approccio risulta un dollaro svalutato che favorisce le esportazioni e riporta a casa le attività produttive.

Questa politica, detta di Quantitative Easing (QE), sta avendo impatto sulla crescita americana. E a che prezzo. Il costo reale dell'operazione è difficilmente prevedibile: ci sarà un'esplosione dell'inflazione. Può darsi, ma ci vorrebbero tassi di crescita veramente importanti anche nell'economia reale. Per il momento i segnali sono moderatamente positivi. Le banche hanno migliorato i propri bilanci, anche se faticano ancora ad uscire dal puro business finanziario. Il mercato immobiliare si muove: le nuove costruzioni di case sono aumentate del 12,1% (MoM) in dicembre, registrando nel 2012 il livello più alto dal 2008. La disoccupazione è scesa al 7,6%, permettendo così la rielezione di Obama. Ma anche dall'esperienza storica ci giungono paralleli significativi. Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff¹, con un'analisi storico-quantitativa della caduta dei prezzi di asset a seguito di potenti crisi del credito, individuano in sei anni il calo del mercato immobiliare e in tre-quattro anni quello del mercato azionario, mentre in media la disoccupazione cresce per circa cinque anni, con un aumento di sette punti percentuali.

Oltre Atlantico resta comunque aperto il problema “fiscal cliff” che, probabilmente, ha già avuto un ruolo di rallentamento nel 2012. Il “fiscal cliff” avrebbe dovuto trascinare l'economia statunitense in una profonda recessione a seguito dell'aumento automatico delle imposte simultaneo al taglio della spesa pubblica. Il primo compromesso raggiunto all'ultimo minuto tra democratici e repubblicani, ossia la decisione di spalmare gli incrementi fiscali stimati per un totale di 620 miliardi, su dieci anni, appare veramente leggero a fronte di un buco di bilancio annuo di quasi 1'100 miliardi di dollari. Probabilmente, si procederà con rinvii e decisioni parziali (il primo a giugno) perché nessuno vorrà assumersi la responsabilità di ostacolare la ripresa sul nascere. Sarà importante rilevare l'impostazione dei singoli compromessi futuri e valutare quanto andranno verso una diversa redistribuzione del reddito.

Le politiche monetarie espansive, almeno negli Stati Uniti, stanno aiutando a rivitalizzare il polmone finanziario della ripresa. Questa non decollerà veramente fintanto che non rinascerà una nuova classe media in grado di spendere partendo da ciò che ha prodotto e risparmiato e non dal debito come tra il 2001 e il 2007. Alla fine degli anni Settanta, l'1% della popolazione degli Stati Uniti capitalizzava meno del 9% del reddito totale nazionale. Gli anni seguenti hanno visto la ricchezza concentrarsi in sempre meno mani. Nel 2007 l'1% più ricco deteneva il 23,5% del reddito nazionale totale. Non è un caso se l'ultima

volta in cui il reddito era stato così poco ridistribuito, era il 1928.² Il riequilibrio non sarà immediato. Dopo lo scoppio della bolla dei subprime non c'era negli Stati Uniti una nuova élite pronta a rivedere il sistema nel suo insieme. Quelle preesistenti hanno operato per canalizzare gli interventi prima di tutto sul salvataggio del vecchio sistema bancario.

E l'Europa

La crisi partita dall'America e la conseguente politica monetaria ha evidenziato la fragilità strutturale dell'euro e della costruzione europea. La partenza della nuova valuta è stata un incredibile successo nel nuovo millennio. Per l'allora presidente della Commissione Jacques Delors, l'Unione monetaria era la logica conseguenza della libera circolazione dei fattori di produzione. Realizzare un mercato comune integrato, lasciando l'arma monetaria delle svalutazioni competitive in mano agli stati, costituiva un pericolo costante per l'esistenza ed il prosieguo del progetto nel suo insieme. Ma l'euro, fu concepito anche lui come processo - nel solco della costruzione del cantiere europeo - necessario perché gli stati non volevano realizzare subito una vera unione politica. E' quindi nato monco: dietro la nuova valuta non c'è un vero budget europeo, non c'è una politica di bilancio comune, non c'è un governo unico e un ministro delle finanze. Ci sono dei parametri che avrebbero dovuto limitare le politiche d'indebitamento degli stati. C'è una banca centrale, la BCE, che è probabilmente l'unica istituzione veramente federale dell'Unione europea, ma è limitata nei suoi poteri, dovendo concentrarsi sulla lotta all'inflazione. Proprio a causa di quest'obiettivo, voluto dai tedeschi quale contropartita alla loro rinuncia al marco, la BCE non è libera di stampare moneta come le altre banche centrali e non ha responsabilità dirette per quanto riguarda la lotta alla disoccupazione e le politiche di cambio. Nel contesto di crescita economica, la rigidità dell'istituzione ha contribuito a determinarne il successo. L'euro in pochi anni è diventato una valuta di riserva importante, alternativa e parallela al dollaro, proprio mentre quest'ultimo era visto sempre più come lo strumento di uno stato che non si preoccupa del suo colossale indebitamento. Preso nella sua globalità, il debito pubblico dei 27 paesi dell'Unione europea è all'82,5% del prodotto interno lordo, quello dei 17 che hanno adottato l'euro è all'87,5% (dati del 2011), mentre gli Stati Uniti erano già al 102,9%. Il Giappone addirittura è arrivato – sempre nel 2011 – al 229,8%.³

Nel 2010 la crisi finanziaria che ha colpito il debito pubblico greco e la lentezza di reazione della classe politica europea ha mostrato il re nudo. I mercati hanno capito che i debiti pubblici dei singoli stati non erano riconducibili ad una vera solidarietà europea visto che anche la BCE non era in grado di sostenerli. Agli Stati Uniti quest'improvvisa scoperta dei mercati ha fatto comodo. Per loro, dovendo continuamente rifinanziare un enorme debito, l'euro rappresentava una pericolosa concorrenza. Non potevano permettersi fughe dal dollaro verso l'euro. Le banche d'affari americane capirono il messaggio e iniziarono a vendere buoni del tesoro dei paesi deboli dell'UE acquistando Bund tedeschi. L'eurozona è quindi arrivata sull'orlo del baratro. Non poteva essere salvata dai tempi lunghi della politica; ci ha pensato Mario Draghi l'estate scorsa annunciando che "faremo tutto per l'euro che è irreversibile", dichiarando quindi un piano di acquisti illimitati di bond sovrani con scadenza da uno a tre anni dei paesi che ne faranno richiesta. Il programma di acquisti è stato battezzato "Outright Monetary Transactions": le manovre della BCE partiranno solo dopo che al paese o ai paesi beneficiari sarà stato attivato un piano di aiuti vero e proprio o un piano di aggiustamenti e riforme, o una versione ammorbidita che comunque implichi acquisti calmieranti di bond alle aste di emissione da parte dei fondi anti crisi EFSF ed ESM.

Grazie a Draghi le tensioni sul mercato del debito pubblico europeo sono rientrate. Fra gli operatori si è consolidata la convinzione che per il momento l'euro è salvo, anche se gli squilibri strutturali esacerbati nel decennio dalla sua nascita non sono risolti. La Germania è stata costretta a razionalizzare la propria economia, aumentando la produttività, per sostenere i costi della riunificazione. D'altra parte, i paesi mediterranei, storicamente abituati ad alti tassi sul loro debito, come Grecia e Italia, non hanno utilizzato questo premio finanziario per l'ammodernamento del paese, ma per finanziare un enorme apparato statale, serbatoio di voti. Irlanda e Spagna sono riuscite a contenere il debito pubblico, grazie anche

all'utilizzo di aiuti comunitari, ma hanno favorito la bolla immobiliare permettendo un forte indebitamento privato che, con la crisi, è diventato bancario, prima di essere nazionalizzato.

Per superare gli attacchi al debito pubblico dei paesi mediterranei la Germania della signora Merkel ha imposto la politica del rigore. Quest'approccio è diventato credo quando i mercati finanziari hanno iniziato a vendere il debito pubblico italiano. Grecia, Spagna e Italia sono state gli agnelli sacrificali della politica tedesca che la Francia ha avallato anche perché era rimasta ai margini della speculazione.

In Italia la creazione del governo Monti ha contribuito a ridare fiducia ai mercati. Il vero motivo della riduzione degli spread tra tassi italiani e tedeschi è dovuto all'intervento di Draghi. Non tanto e non solo perché ha promesso di acquistare debito pubblico (stampare moneta, anche se poi – per ora – viene sterilizzata per far contenti i tedeschi), ma perché ha effettuato un'interpretazione estensiva dei trattati che nessuno ha seriamente contestato: la BCE non può limitare la sua azione al contenimento dell'inflazione poiché per agire l'euro deve esistere, quindi la missione primaria della BCE è salvare se stessa e la moneta che esprime. Le implicazioni di questo cambiamento d'interpretazione, anche senza una vera riforma dei trattati, sono enormi poiché portano l'istituto di Francoforte ad assomigliare ad una vera banca centrale. E i mercati ne hanno preso atto. Le elezioni in Italia e la crisi politica spagnola possono riportare il pendolo al punto di partenza. Soprattutto in Italia il ritorno in forza di Berlusconi e della coalizione di centro-destra ha sorpreso i mercati che davano ormai per scontato un governo di centro-sinistra con magari l'appoggio di Monti. Quindi, fino alle elezioni ci sarà molta volatilità soprattutto sui mercati europei e in particolare su quelli mediterranei. L'Italia è tornata ad essere l'ago della bilancia dell'UE. I mercati temono l'ingovernabilità del paese. Non importa se vincerà il centro-destra o il centro-sinistra: deve esserci un governo europeista in grado di decidere. I toni della campagna elettorale non sono incoraggianti. Ma il centro-sinistra ha chiaramente e coerentemente sposato un progetto a sostegno dell'integrazione europea. Il centro-destra no, ma ha saputo dimostrare che nei momenti difficili sa compiere un passo indietro, che sarebbe sicuramente chiesto, per non dire imposto, in alternativa all'uscita dall'euro. Anche perché questa volta, una nuova crisi dell'eurozona, non risparmierebbe nemmeno la Germania.

Il problema principale dell'UE è la crescita: il FMI, nella revisione del suo Outlook per il 2013 ⁴, prevede una contrazione dello 0,2% per quest'anno invece di un'espansione dello 0,2%. Ciò è la conseguenza delle politiche di austerità il cui impatto sull'economia reale è, secondo lo stesso FMI, superiore a quanto previsto. Quindi, "per impedire i rischi di una recessione prolungata è necessario che le riforme negli stati periferici siano sostenute dal centro, tramite una maggiore flessibilità fiscale e una piena unione bancaria".

Nella sua revisione dell'Outlook 2013 il FMI vede la crescita di Italia e Spagna contrarsi rispettivamente dell'1% e dell' 1,5%, mentre per Germania e Francia la crescita dovrebbe essere dello 0,6% e dello 0,3%. Questi dati dovranno probabilmente essere rivisti nei prossimi mesi se l'euro continuerà ad apprezzarsi nei confronti del dollaro, dello yen e delle valute emergenti. E se la situazione politica di Italia e Spagna degenera.

Non è un caso se nel corto termine il FMI non ha "downgradato" le prospettive di crescita del Giappone nonostante la rinnovata recessione (2% nel 2012 e 1,2% nel 2013 da -0,6% del 2011). La deliberata politica di svalutazione dello yen, fissando addirittura un target di inflazione al 2%, quindi stampando moneta e cercando di avere tassi reali negativi, non lascerà indifferente il mercato tedesco e in particolare quello dell'automobile.

Anche la Germania ha bisogno che Mario Draghi continui nella sua interpretazione estensiva (potremmo definirla teleologica) dei trattati. Poiché anche a lei farebbe comodo un euro debole e un rivitalizzato mercato europeo per i suoi prodotti. La BCE dovrebbe seguire la FED nella politica dei QE promuovendo tassi reali negativi per svalutare i debiti dei paesi periferici e un euro debole per sostenere l'export. E probabilmente i tempi stanno maturando. Se le aspettative di crescita in Europa verranno ulteriormente ridimensionate ad essere colpiti non saranno solo i paesi deboli, ma anche quelli che per il momento

sono riusciti a mascherare i loro problemi.

La Germania riuscirebbe, parzialmente, a confermare le previsioni dell'FMI anche in un contesto difficile. Ma la Francia, visto il forte ritardo di produttività e una bilancia dei pagamenti deficitaria, potrebbe presto entrare nell'occhio del ciclone. E la ricetta prescritta all'Italia e alla Spagna, con la Francia non funziona. Innanzitutto perché le politiche restrittive stanno già avendo risultati recessivi a livello dell'intera area euro. I francesi, inoltre, non accetterebbero i sacrifici sopportati dagli italiani. Il paese sarebbe paralizzato dagli scioperi travolgendo nel vortice recessivo anche la Germania. La Merkel in un simile scenario sarebbe probabilmente pronta a sperare in un forte intervento della BCE. Ma solo se l'Italia esce dalle urne con un governo capace di accettare il prezzo di tale intervento e la Spagna ritrova tranquillità politica. E' solo questo il punto debole di uno scenario, assunto a strategia d'investimento, che sta portando anche la zona euro a seguire l'approccio americano.

Il modello USA continuerà ad estendersi

Con tempi, schemi e ritmi diversi anche Giappone e forse Europa si apprestano a seguire il modello Bernanke con politiche di QE per svalutare i debiti e la valuta sperando di non perdere in futuro il controllo sull'inflazione.

Chi paga Chi è stato ed è ancora capace di generare crescita: i paesi emergenti e quelli in via di sviluppo. Il FMI prevede per loro incrementi del PIL del 5,5% nel 2013, per la Cina addirittura dell'8,2%. Per rientrare dagli squilibri strutturali globali degli ultimi venti anni, tocca a loro, che hanno un basso livello d'indebitamento statale e riserve valutarie, diminuire la dipendenza dall'export e concentrarsi sul proprio mercato interno.

Nel lungo termine questo disegno conviene a tutti. Va del resto in questa direzione l'annuncio del governo cinese di misure atte a migliorare la redistribuzione della ricchezza e a diminuire le differenze sociali togliendo 80 milioni di persone dalla povertà entro il 2015. USA, Giappone ed Europa hanno fretta e utilizzano – o utilizzeranno – la via dei QE per accelerare questo processo. I paesi emergenti hanno invece bisogno di tempo per riconvertire le loro economie e i loro mercati. Le tensioni sono destinate a crescere. Ciò non toglie che nel 2013, probabilmente nella seconda parte dell'anno, dopo il dollaro e lo yen anche l'euro si deprezzerà contro dollaro (la crescita oltre Atlantico sembra confermarsi), ma anche contro le valute dei paesi emergenti.

Da questa crisi uscirà un mondo diverso. La globalizzazione non finirà, ma i mercati cercheranno sempre più di concentrarsi al proprio interno e in spazi regionali. La trasformazione è già in corso. Nel 2013, almeno per il primo e probabilmente secondo trimestre, i flussi continueranno a preferire paesi con forti tassi di crescita. In quelli ad alto reddito, che hanno scelto la via dei QE, proseguirà la ricerca di rendimento attraverso la rotazione dalle obbligazioni all'azionario. Nell'UE gli spread fra debiti pubblici, dopo una fase di volatilità, forse anche importante, tenderanno verso la media con il progressivo affermarsi della BCE quale banca centrale a tutti, o quasi, gli effetti.

La Svizzera è un caso interessante. Per indebolire la sua valuta (o meglio per evitarne un'eccessiva rivalutazione), suo malgrado è stata tra i primi con l'Inghilterra e gli Stati Uniti ad espandere il bilancio della propria banca centrale. Se Mario Draghi saprà confermare il ruolo della sua banca, il franco tenderà a svalutarsi contro l'euro, avvantaggiando società che sono diventate forti dopo anni di razionalizzazione a causa della valuta. L'indebolimento del franco aiuterà anche i paesi dell'Est Europa che in questa moneta sono fortemente indebitati.

Sul piano tattico

In Europa aumenteremo l'esposizione azionaria non appena apparirà maggiore chiarezza sul fronte politico. Apriremo una posizione sui mercati emergenti, ma solo su rotture di resistenza del MSCI Emerging market o dopo ritracciamento. Manteniamo l'esposizione sulla borsa americana selettivamente. Operiamo anche con derivati, soprattutto vendendo put. Privilegiamo la Svizzera le cui società sono abituate al cambio sfavorevole e hanno conosciuto un importante processo di ristrutturazione. Non

copriamo per ora il cambio, poiché in questa fase di incertezza potrebbe apprezzarsi; valuteremo la copertura all'approssimarsi dell'1.20 contro euro. Nel comparto azionario preferiamo la qualità e i dividendi.

Sul comparto obbligazionario siamo posizionati soprattutto nel corporate con anche obbligazioni italiane. Abbiamo aperto per ora modeste posizioni su obbligazioni di paesi emergenti. Poniamo grande attenzione alla duration più che al rating, cercando comunque di restare nell'investment grade.

Note:

1. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, Questa volta è diverso, Otto secoli di follia finanziaria, Il Saggiatore, Milano, 2010, p.243
2. Robert B. Reich, Aftershock, Il futuro dell'economia dopo la crisi, Fazi editore, maggio 2011, p. 11
3. The EU in the World 2013 – A Statistical Portrait, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2012, p.147
4. World Economic Outlook, An update of the key WEO Projections, Wahington, 23rd January 2013.