

UNA FERITA AUTOINFLITTA

La “mini-manovra” del governo inglese, interamente a carico del debito pubblico, ha allarmato i mercati che temono la possibile divergenza tra la politica monetaria e la politica fiscale, che le misure di sostegno al caro energia si trasformino in volano all'aumento dei prezzi e rendano più difficile il mestiere dei banchieri centrali.

Per il governo di Liz Truss la luna di miele che tutti i governi appena insediati hanno con la pubblica opinione rischia di finire presto e in maniera burrascosa.

Il pacchetto fiscale di 45 miliardi di sterline presentato dal governo non è stato accolto bene, per dirla con perifrasi generosa, in realtà la “mini-manovra” ha scatenato un maxi terremoto.

Il taglio alle aliquote fiscali e il congelamento per due anni delle bollette energetiche saranno ossigeno per le famiglie, ha detto il Cancelliere allo Scacchiere, risorse utili per sostenere la ripartenza dell'attività economica. Ma il piano è finanziato con nuovo debito proprio mentre l'inflazione tocca il 10% e si presenta con un trimestre di anticipo il rallentamento dell'attività economica, il dato di PIL negativo era atteso non prima dell'ultimo trimestre dell'anno.



Dall'Economist del 1 ottobre 2022

L'opposizione parlamentare, gli analisti politici e i mercati finanziari non hanno gradito l'espansione del debito “senza precedenti”, come ha detto Rachel Reeves, ministro-ombra dell'economia del Labour. Ma se le proteste dell'opposizione restano confinate nella ordinaria dialettica parlamentare, i dubbi dei mercati finanziari hanno avuto una eco molto più violenta.

La sterlina è crollata come non accadeva da quasi quarant'anni. L'ultima volta che arrivò a sfiorare la parità con il dollaro fu nel 1985, tre anni dopo l'inizio della recessione innescata dalla crisi energetica e dall'aumento dell'inflazione.



Fonte Financial Times



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Le vendite imponenti hanno fatto balzare all'insù i rendimenti dei titoli di stato.

Salgono i rendimenti, precipita il capitale politico del nuovo governo: anche i compagni di partito della premier hanno sollevato qualche sopracciglio, non convince il cambio di paradigma che la mini-manovra nasconde, l'adozione dell'approccio "supply-side" degli anni Ottanta che, lo ha detto esplicitamente il Cancelliere dello Scacchiere, si ispira alle politiche di Margaret Thatcher.

È vero, Margaret Thatcher tagliò le aliquote sul reddito per stimolare la crescita, ma questa è l'unica somiglianza. Per compensare i tagli alle imposte sul reddito (vale la pena ricordare che nel 1979 l'aliquota massima era 83%) ed evitare le possibili ricadute inflazionistiche, la Thatcher e il suo governo aumentarono l'aliquota IVA dall'8% al 15% e innalzarono per date categorie di lavoratori le percentuali di contribuzione alla previdenza sociale.

La "mini-manovra" di Liz Truss e Kwasi Kwarteng, in fase di aggiustamento in queste ore, è invece interamente a carico del debito pubblico. Con l'inflazione alta e rendimenti in salita gli operatori temono la divergenza tra la politica monetaria e la politica fiscale, che le misure di sostegno si trasformino in volano all'aumento dei prezzi e rendano più difficile il mestiere dei banchieri centrali.

In termini generali sono almeno due le fonti di preoccupazione dei mercati:

1. il riavvolgimento del nastro delle politiche monetarie non è mai indolore, i rialzi non sono terminati, le banche centrali proseguono con determinazione la lotta all'inflazione, le ultime proiezioni della Fed mostrano livelli di 4,5%-4,75% alla fine del 2023;
2. i governi intervengono con misure espansive per attenuare i costi del caro energia, insopportabili per famiglie e imprese ma lo fanno in un contesto di debito già alto, di inflazione e di stretta monetaria. Il crollo della sterlina all'annuncio della manovra così impegnativa è plastico esempio delle preoccupazioni sulla sostenibilità delle finanze pubbliche.

Il crollo della sterlina e l'impennata dei rendimenti hanno messo sotto pressione anche gli schemi previdenziali.



Copertina di Time, 14 maggio 1979

Generalmente, i fondi pensione beneficiano dei rendimenti obbligazionari più alti perché agevolano l'equilibrio con gli impegni futuri: ricordiamo le critiche dei tedeschi a Draghi presidente della BCE quando i tassi a zero o negativi nell'Eurozona compromettevano gli equilibri finanziari dei loro schemi previdenziali. Ma il movimento brutale dei rendimenti domestici ha messo in crisi di liquidità i fondi pensione gestiti a leva e con le tecniche "liability driven", complessivamente tra 1 e 1,5 milioni di sterline di passività.

Le richieste di copertura hanno messo in moto la sfera sul piano inclinato: per far fronte alle richieste dei margini "mark-to-market" sono state vendute le obbligazioni più liquide, le vendite a loro volta hanno amplificato il disordine del mercato. La reazione dei mercati e la crisi di liquidità dei fondi pensione hanno costretto la Bank of England, ad intervenire acquistando titoli della Corona per 65 miliardi di sterline.

Con una inflazione prossima al 10% la Bank of England si trova così a dover stampare moneta per difendere i risparmi degli inglesi e le loro pensioni, nel prossimo futuro sono probabili ulteriori inasprimenti delle condizioni finanziarie.

Expectations for BoE rate rises send UK short-term yields soaring
Two-year gilt yield (%)



Source: Refinitiv
© FT

Il rendimento della scadenza a due anni inglese. Fonte Financial Times.

Nella stessa settimana in cui la sterlina consumava la sua discesa agli inferi dei minimi storici, o catàbasi per dirla con gli antichi, il governo tedesco annunciava un piano “monstre” di 200 miliardi per sostenere le imprese e attenuare il rallentamento dell'attività economica.

Per la prima volta dal 1951, anche in Germania l'inflazione supera la soglia delle due cifre ed è sempre più probabile il terzo rialzo consecutivo della Banca Centrale Europea nella riunione di ottobre. Ma il “doppelwumm”, il doppio colpo di Berlino, non ha allarmato i mercati come a Londra: se la manovra inglese è tutta sulle spalle del debito, il governo tedesco finanzia lo stanziamento straordinario con un fondo fuori bilancio istituito durante la pandemia e i lockdown.

Le critiche alla Germania sono venute semmai dalle leadership politiche europee che hanno rilevato come la fuga in avanti tedesca sia stata condotta al di fuori del coordinamento con la Commissione Europea e con i governi degli altri paesi. La stima della crescita tedesca per il 2022 è di +1,4%, nel 2023 è prevista la contrazione di -0,4%, il PIL tornerà a crescere attorno a +1,9% nel 2024.

Ma nello scenario peggiore, quello di un inverno gelido e con il razionamento del gas, la contrazione del PIL l'anno prossimo potrebbe avvicinarsi a un drammatico -8%, quasi tre punti peggiore del crollo del 2020. Avendo capacità fiscale, il governo tedesco ha preferito non attendere e non rischiare. La tenuta dell'economia tedesca, non dimentichiamolo mai, riguarda in modo diretto la salute del nostro sistema produttivo.



Valore dello spread BTP-Bund a dieci anni. Fonte Borsa Italiana.

Anche a Roma si insedierà a breve un nuovo governo. La similitudine con Londra però finisce qui, lo spread oltre quota 250 non è stato causato dall'esito delle elezioni che, ampiamente pronosticato, non è stato una sorpresa per nessuno.

Il terremoto ha avuto il suo epicentro a Londra, ha esteso le sue onde sismiche all'intero settore obbligazionario e anche ai titoli italiani che, nelle fasi di vendita, pagano il pegno della loro elevata liquidità.

L'appuntamento dei mercati con l'Italia è semmai spostato più avanti, al momento in cui verrà annunciata la formazione di governo e le personalità che occuperanno i ministeri più delicati.

Infine, una annotazione cronachistica.

Il 30 settembre 1981 il rendimento del decennale americano raggiungeva il massimo storico di 15,84%, i tassi della Federal Reserve erano attorno al 17%, l'inflazione al 12 e la struttura per scadenze piatta, il Treasury a sei mesi rendeva circa 0,5% meno delle scadenze più lunghe.

Quarantuno anni dopo i rendimenti americani tornano a impensierire benché i valori siano fortunatamente molto diversi. La settimana scorsa ricordavamo il movimento del titolo a due anni americano, passato nel giro di un anno da 20 punti base a oltre il 4% (80 punti base presi nel solo mese di settembre): si tratta di un tradizionale “safe haven”, uno degli asset più liquidi del mercato, la sua volatilità è di per sé un segnale di allarme. Fino a quando non si sarà stabilizzato il rendimento del titolo considerato “porto sicuro” per eccellenza, i mercati continueranno ad essere innervati da volatilità e profonda incertezza. Nelle scorse settimane è cambiato il sentiment nei confronti delle banche centrali e sono aumentate le tensioni geopolitiche. L'ardita manovra inglese ha richiamato l'attenzione sulla sostenibilità delle politiche fiscali e il possibile scostamento dalle politiche monetarie, l'atteggiamento è ancora quello della prudenza e della vigilanza.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.