

# L'ALPHA E IL BETA

27 marzo 2017

## En Marche!

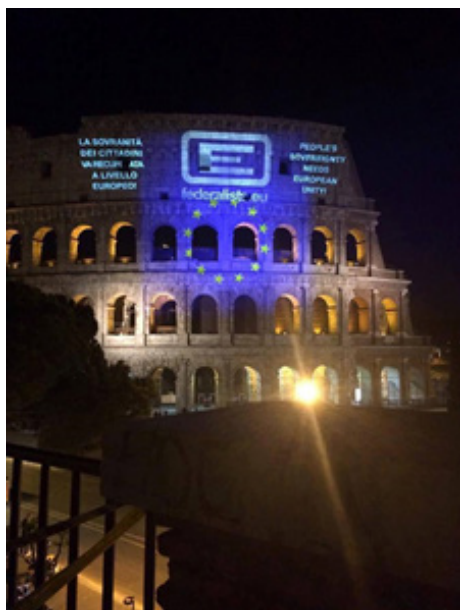
**Su un piatto della bilancia dell'investitore ci sono dati economici sempre più convincenti, sull'altro il rischio politico, che forse spiega il modesto progresso da inizio anno degli indici europei rispetto a quelli americani.**

Sessant'anni portati ... male.

L'anniversario dei Trattati di Roma, atto fondativo dell'Unione, è caduto in un uno dei periodi più complicati della storia recente del Vecchio Continente.

La disaffezione verso le istituzioni di Bruxelles cresce anche tra coloro che non condividono i sentimenti anti europei dei partiti neo-nazionalisti o dichiaratamente anti-euro.

E' pur vero che le risposte comunitarie alla più grave crisi economica del dopoguerra, alla disoccupazione senza precedenti e alla contrazione dei sistemi di welfare, sono state a dir poco inadeguate.



Quelli che aspettano il 25 marzo. Giochi di luce al Colosseo alla sera del 24 marzo. Fonte March for Europe 2017

I flussi dei rifugiati in cerca di asilo hanno complicato le cose. In fasi di crescita e di benessere diffuso, fare i conti con l'immigrazione è diverso che affrontare il fenomeno quando l'attività economica è debole. I flussi migratori verso l'Italia settentrionale e il Nord Europa nel secolo scorso non furono privi di attriti, ma l'abbondanza di lavoro agevolava i processi di integrazione. Oggi l'incertezza e la paura del futuro sgretolano i vincoli della solidarietà, incattiviscono le relazioni. All'arrivo del diverso, dell'"altro da noi", scattano i meccanismi di difesa, le chiusure.

Nel piano ortogonale delle relazioni economiche, le chiusure diventano in termini generali isolazionismo e protezionismo, in termini particolari preferenza per strumenti monetari e di liquidità, diffidenza verso gli strumenti rischiosi.

L'Europa politica, così com'è, non funziona.

Si è inceppata nella gestione del debito greco, non ha convinto gli inglesi a rimanere, non ha completato l'unione bancaria, balbetta su sicurezza, migranti, disoccupazione, è del tutto afona nella politica internazionale.

Il documento firmato a Roma la settimana scorsa dai 27 governi è il rituale compitino che assolve i doveri liturgici dell'anniversario della fondazione, politicamente innocuo e impegnativo il giusto, cioè poco.

Molto diverso lo spettacolo per le strade della capitale, gente arrivata da tutta Europa per riappropriarsi di quello stesso spirito che ha animato i primi anni della costruzione dell'edificio unitario. De Gasperi evocava il rischio che le istituzioni europee fossero percepite come "senza calore, senza vita ideale", qualche anno dopo gli avrebbe fatto eco Jacques Delors: "l'Europa ha bisogno di un'anima ... tra gli europei ci vorrebbe una vera comprensione reciproca e non soltanto interessi comuni".

L'anniversario dei Trattati di Roma è prossimo all'anniversario della morte di Beniamino Andreata, avvenuta dieci anni fa, il 26 marzo 2007. Anche Andreata, come De Gasperi e Delors, pensava ai popoli d'Europa come comunità di destino, legata da vincoli di solidarietà e sussidiarietà e capace di trasformarli finalmente anche in vincoli politici.



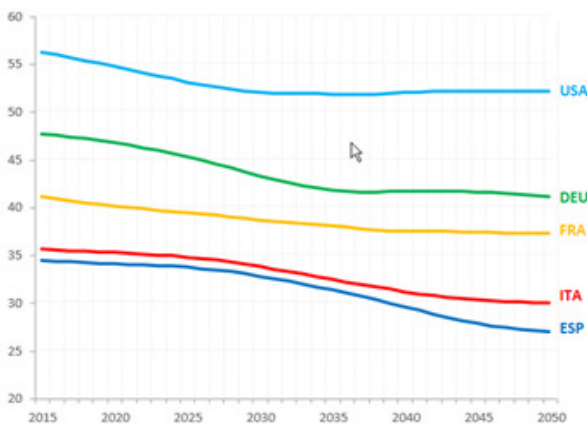
La Marcia per l'Europa, organizzata a Roma dal Movimento Federalista Europeo. Fonte March for Europe

E' un progetto che ha augusti natali e nobili ideali ma ha anche risvolti di prosaica concretezza, ci sono questioni (la sicurezza e la ripresa economica, per dirne due) che non possono essere risolte se non in ambito comunitario.

L'attività economica è ripartita con convinzione anche nell'area euro ma il grande assente è la crescita in produttività, inchiodata ad appena +0,5%, al disotto dell'aumento di Stati Uniti e paesi emergenti.

L'anemica crescita della produttività è un fenomeno collegato all'invecchiamento della popolazione, un'altra seria questione che comporta la contrazione della forza lavoro e l'aumento dei costi del welfare sanitario e previdenziale. Gli attuali tassi di crescita in produttività non sono sufficienti a colmare i deficit demografici che si stanno già manifestando. E' una questione particolarmente rilevante nei due paesi che hanno popolazioni tra le più vecchie al mondo, Germania e Italia.

Secondo le proiezioni dell'OECD, in assenza di correttivi, per il 2015 ci sarà un declino della produzione pro-capite rispettivamente del 14% e del 16%. Paul Krugman annotava oltre vent'anni fa che "la produttività non è tutto, ma nel lungo termine è quasi tutto, riguarda il lavorare meglio opposto al lavorare di più".



Proiezioni del PIL pro capite (in migliaia di USD, 2010, PPP) Fonte ECB su dati OECD

Per Mario Draghi "nei prossimi decenni si presenta all'Eurozona una significativa sfida demografica che per essere vinta ha bisogno dell'inversione del declino della produttività e del miglioramento dei mercati del lavoro".

L'Europa non è però condannata al declino economico e demografico, il futuro non è scritto nella pietra ma è sempre modellato dalle scelte compiute nel continuo presente. Ancora Draghi afferma che "l'unico modo di preservare la sovranità nazionale, cioè di far sentire la voce dei propri cittadini nel contesto mondiale, è per noi europei condividerla nella UE che ha funzionato da moltiplicatore della nostra forza nazionale ... le divisioni interne irrisolte rischiano di distrarci dalle nuove sfide emerse sul piano geopolitico, economico e ambientale, è un pericolo reale nell'Europa di oggi, che non ci possiamo permettere, dobbiamo trovare la forza e l'intelligenza necessarie per superare i nostri disaccordi e andare avanti insieme".

'Vaste programme', ma le possibilità di successo deriveranno dalla cooperazione, non dall'isolazionismo. Lo diceva De Gasperi nel 1952: "la cooperazione economica è certamente il risultato del compromesso tra desiderio naturale di indipendenza di ogni partecipante e aspirazioni politiche preminenti ... l'aspirazione politica all'unità deve prevalere; deve guidarci anzitutto la consapevolezza fondamentale che la costruzione di un'Europa unita è essenziale per assicurarci pace, progresso e giustizia sociale".

Le prospettive di De Gasperi sono le stesse dei federalisti europei, "en marche", lineari e senza sfumature: stare assieme è meglio che procedere separati.

In un mondo reso sempre più piccolo dal progresso digitale, la competizione non è più tra stati nazionali ma tra macroregioni e tra continenti.

E mentre i paesi del Far East si organizzano nell'Asean, organizzazione che facilita la cooperazione economica regionale, e quelli dell'America Latina fanno lo stesso con il Mercosur, l'Unione Europea, sessant'anni portati molto male, è alle prese con pulsioni disgregatrici.

A marciare idealmente per l'Europa ci sono anche gli investitori, che si augurano che le performance relative con la borsa americana invertano finalmente la direzione.

Su un piatto della bilancia ci sono dati economici sempre più convincenti, sull'altro il rischio politico, che forse spiega il modesto progresso da inizio anno degli indici europei rispetto a quelli americani.



La sovraperformance relativa di Wall Street sulle borse europee ai massimi degli ultimi decenni. Fonte BoAML, MSCI

Le prospettive economiche stanno migliorando. La crescita è attesa a +1,6% quest'anno, +1,8% l'anno prossimo, la disoccupazione è alta ma dai picchi del 2013 è scesa a 9,6%. In Spagna le riforme del 2012 hanno sbloccato il mercato del lavoro, la disoccupazione è ancora al 19% ma in tre anni è stata abbattuta di quasi 8 punti percentuali dal picco di oltre il 26%. Salgono l'inflazione e la fiducia dei consumatori, le vendite retail sono in territorio ampiamente positivo, crescono la produzione industriale e le attese sugli utili aziendali.

Anche le valutazioni sono interessanti, le azioni europee trattano a 14,3 gli utili contro 21,7 dello S&P 500. Non distanti dalla media di lungo termine, le azioni europee non sono più un affarone ma non sono ancora care, a fronte del favorevole momentum degli utili.

Sull'altro piatto della bilancia pesa il rischio politico, parente con le valutazioni economiche come sono parenti il vizio e la virtù, il carbone e i diamanti secondo l'annotazione di Karl Kraus.

I flussi mostrano che molti investitori americani hanno abbandonato le azioni europee, spinti dalla debolezza dell'euro e da un impegnativo calendario elettorale.

Le elezioni olandesi sono state solo il primo tornante. I mercati hanno apprezzato l'argine che il liberale Rutte ha posto alle forze anti-Europa e anti-Euro.

Nelle elezioni di domenica 26 marzo nella regione della Saar, il partito di Angela Merkel ha avuto una netta affermazione con oltre il 40% dei consensi, non c'è stato l'atteso "Schulz-effekt" e la SPD si ferma al 30%, il partito nazional-populista Alternativa per la Germania è al di sotto dei sondaggi con 6%.

Per i sondaggisti in Francia è improbabile l'affermazione di Marine Le Pen, unico candidato anti euro in un paese in cui il tasso di gradimento per la moneta unica è attorno al 70%.

Le azioni e le obbligazioni francesi stanno rispondendo in modo diverso al medesimo rischio politico. I differenziali di rendimento con i titoli tedeschi si sono allargati, il listino sta sostanzialmente tenendo. La ragione di questa difformità, spiega Julian Howard di GAM, è nella diversa composizione degli investitori, sono principalmente esteri i detentori delle obbligazioni, soprattutto domestici gli investitori azionari. E' normale che i francesi abbiano una diversa sensibilità del rischio politico nel proprio paese, che escludano un esito potenzialmente devastante per l'architettura politica europea, proprio come nel 2011 i gestori italiani, in media, non credettero mai davvero alla possibilità di default del nostro paese.

Per L'Alpha e il Beta e per GAM, la sintesi tra i due piatti della bilancia è che il "caso Europa" resta convincente, questo lo scenario che si presenta al risparmiatore "en marche":

1. le misure di austerità stanno cedendo il passo a iniziative distimolo per supportare la crescita,
2. il prezzo del petrolio e la relativa debolezza dell'euro sono fattori di oggettivo aiuto a paesi importatori netti di energia e con vocazione all'export; le attese sugli utili societari restano positive
3. senza dimenticare che il settore bancario è stato sostanzialmente ricapitalizzato, è tornato "l'impulso creditizio", al netto di pochi casi singoli e del rischio "effetto alone".

Le buone ragioni economiche prevalgono, al momento, sui timori elettorali. Scrive Antonio Longo, direttore de L'Unità Europea "la crisi dell'Unione europea terminerà quando sarà avvenuta la sua trasformazione ... rivendicare un'identità europea in un mondo globalizzato, per evitare la decadenza culturale, politica, sociale ed economica, e la marginalità rispetto al corso impetuoso della storia".

Le migliaia di passi consumati a Roma dai tanti cittadini europei federalisti, sono un "nuovo primo passo" verso migliori e più efficienti strutture politiche.



**Carlo Benetti** è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

[www.gam.com](http://www.gam.com) seguiteci anche su:



## Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.