L'ALPHA E IL BETA

12 marzo 2018

Il fattore Italia e la mosca cocchiera

Il risultato delle elezioni italiane non ha scalfito i mercati finanziari, il vero rischio viene dagli Stati Uniti, dalla possibilità che i dazi su acciaio e alluminio siano solo l'inizio di un più vasto confronto commerciale tra paesi

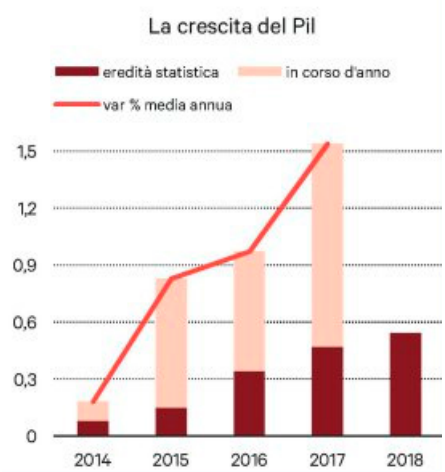
Alla fin fine, le borse europee, la moneta unica e il differenziale di rendimento hanno dimostrato olimpica indifferenza alla consultazione elettorale italiana, nonostante l'esito abbia sì confermato la previsione di un "hung parliament" ma affievolito quella della "Grande Coalizione" a supporto del proseguimento dell'attuale azione di governo.

Si è trattato dell'ulteriore conferma che dal 2016, all'indomani del referendum inglese, la qualità dei dati economici fa premio sulle vicende politiche. Le lancette del barometro della fiducia e dei comportamenti di spesa di famiglie e imprese sono orientati al bello. Le condizioni del clima economico, domestico e globale, sono ancora molto positive, ben diverse dal 2011 e 2012.

Nel 2017 le esportazioni italiane sono cresciute del 6% e, assieme all'industria, sono state il motore della buona performance economica del paese.

Il recente aggiornamento sulla congiuntura italiana di Ref Ricerche conferma che è ripartito il ciclo degli investimenti e "il quadro congiunturale si presenta in recupero … la nostra crescita si è rafforzata contestualmente a un quadro internazionale in deciso miglioramento".

D'altro canto il divario di crescita con gli altri paesi dell'Eurozona "resta ampio e ciò conferma la nostra vulnerabilità rispetto all'eventualità di un contesto internazionale meno favorevole".



Fonte: Il Sole 24 Ore, Ref Ricerche

La maggior fonte di preoccupazione resta il debito pubblico.

Da una parte esso è per tutte le forze politiche solidissimo richiamo al principio di realtà, dall'altra costituisce insormontabile ostacolo a politiche anticicliche o, più semplicemente, di sostegno a redditi e crescita.

L'Istituto Bruno Leoni ha voluto rendere partecipi i cittadini comuni di cosa significhi un debito al 131,5% del PIL (ultimo dato ISTAT) affittando enormi pannelli nelle stazioni ferroviarie di Roma e di Milano nei quali veniva dato in tempo reale il valore assoluto del debito pubblico. "Ogni promessa è debito" si leggeva sui pannelli "ogni promessa fa debito".

GAM Investments

La fragilità italiana è tutta qui, il debito fa dell'Italia un paese più vulnerabile di altri anche a fronte di performance economiche migliori. Per questa vulnerabilità, da tempo il titolare del Ministero dell'Economia non è più un politico "puro" ma figure dotate di un elevato profilo tecnico. Le credenziali del ministro dell'Economia sono diventate funzionali per avere la fiducia degli altri governi europei e dei mercati. Il differenziale di rendimento con gli altri paesi non è una grandezza economica che interessa pochi specialisti, al contrario ha concretissime ricadute su quanto costano agli italiani quei 2.200 miliardi e passa di euro di debito.

Non è così negli altri paesi, dove i titolari dei ministeri dell'economia sono politici, non tecnici: in Germania il nuovo ministro dell'economia, Olaf Scholz, è un dirigente della SPD, prende il posto di Schauble, avvocato che ha speso tutta la vita politica nella CDU. Gli inglesi Gordon Brown, George Osborne e Philipp Hammond sono tutti esponenti di rilevo dei loro partiti.

Nell'agenda europea è ancora aperto il dossier del perfezionamento dell'unione bancaria. Ci vorrà davvero un governo credibile e un ministro dell'economia autorevole per evitare misure che potrebbero penalizzare le banche italiane.

Una su tutte, quella relativa alla detenzione in bilancio dei titoli di stato. Economisti francesi e tedeschi che lavorano congiuntamente all'agenda europea di Macron e Merkel vedono nel debito elevato dei paesi mediterranei il "ventre molle" dell'Unione. Per attenuare i rischi che si ripetano episodi come quelli del 2011 e del 2012 potrebbero spingere verso una soluzione che impedisca alle banche, sotto date condizioni, di acquistare titoli di stato, misura che, in questa logica, servirebbe a disincentivare la creazione di nuovo debito.

Agli economisti francesi e tedeschi rispondono gli economisti italiani organizzati da Luigi Paganetto come "Gruppo dei 20": respingono le tesi degli economisti transalpini ragionando sugli stessi argomenti. Attenzione, non è questione di dispute accademiche, per Stefano Cingolani "siamo nel cuore di quello che potrebbe accadere di qui a un anno, siamo sul terreno che dovrà calpestare il prossimo titolare dell'economia … niente di tutto questo è entrato nemmeno da molto lontano nel dibattito elettorale".

L'analisi del voto e i rapporti tra le forze politiche per la formazione del nuovo governo ci interpellano come cittadini di questo paese, ma guardare al quadro politico italiano in funzione dei mercati finanziari è poco utile. Gli effetti del voto sullo scenario finanziario complessivo ricordano la mosca cocchiera della favola di La Fontaine. La carrozza trainata dai cavalli arrancava sulla salita, i cavalli erano stanchi, ma la mosca cominciò a ronzare attorno alle loro orecchie e, una volta giunti a destinazione, si autocompiaceva del risultato: "li ho condotti io fin quassù!".

Jean de La Fontaine (1621 – 1695)

Non è l'esito elettorale italiano, né l'attuale incertezza sulla formazione del governo a costituire impaccio e preoccupazione per i mercati. La vera ombra che potrebbe allungarsi nelle prossime settimane viene dagli Stati Uniti, dalle misure protezionistiche su acciaio e alluminio. E' questo il rischio da seguire con attenzione, la possibilità di distorsioni nei rapporti internazionali sul commercio, di una vera e propria guerra commerciale in stile anni '30 (come se non si respirasse già abbastanza l'aria sinistra di quegli anni …).

L'introduzione di misure protezionistiche è sempre una mossa avventata, è come aprire un vaso di Pandora dal quale non si sa cosa possa uscire. Sappiamo però per certo sappiamo che il mondo è un posto meno stabile e meno cooperativo.

Sui dazi c'è un precedente storico tutt'altro che incoraggiante.

Nel maggio 1929 uno dei due rami del Congresso americano approvò lo Hawley-Smoot Act, legge che introduceva dazi su oltre 20.000 prodotti importati negli Stati Uniti. Per alcuni storici dell'economia quella legge fu il principale innesco del Grande Crollo dell'ottobre. La prospettiva di minori volumi nel commercio internazionale e più alti costi di produzione interna avrebbero influito negativamente sui prezzi e diminuito il reddito reale di milioni di americani. Il 21 ottobre 1929, nel corso della discussione al Senato, venne respinto con un voto schiacciante, 64 a 10, un emendamento che avrebbe attenuato la durezza delle tariffe.

Il giorno dopo 22 ottobre vennero approvati nuovi dazi su prodotti medicinali, il 23 ottobre il mercato azionario registrò il primo crollo del 6%.

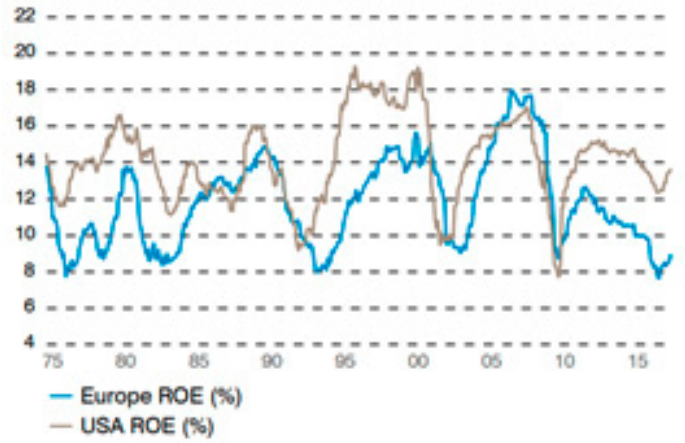
Era sempre più evidente che le misure protezionistiche erano sostenute da una solida maggioranza e che il Senato avrebbe approvato lo Hawley-Smoot Act senza sostanziali mitigazioni. Lunedì 28 ottobre il Dow Jones crollò del 13%, il 29 del 12%, il resto è noto.

Non tutti gli storici dell'economia concordano con questa ricostruzione ma è fuor di dubbio il ruolo luciferino che le misure tariffarie ebbero nel deprimere il commercio internazionale e aggravare la crisi economica globale.

Alle incertezze politiche si aggiunge la minore prevedibilità delle banche centrali. In GAM parliamo di Era "Post-New Normal" (vedi L'Alpha e il Beta del 19.2.2018), un tempo in cui i crocevia delle molte fonti di incertezza sono all'origine di maggiore volatilità e correzioni più frequenti.

I fondamentali restano buoni, la crescita resta convincente e sincronica, le banche centrali accudiscono amorevolmente il ciclo economico, i loro "no" sono quelli che "aiutano a crescere".

Le attese sugli utili aziendali restano positive e così anche la nostra preferenza relativa alle azioni rispetto alle obbligazioni, più vulnerabili che in passato al cambio di gioco. Nei cicli precedenti gli utili europei e quelli americani erano più sincronizzati rispetto a oggi, un differenziale che si spiega in buona misura con la crisi dell'Eurozona tra il 2010 e il 2012. Una condizione che spiega anche la differenza di performance tra le borse sulle due sponde dell'Atlantico e un potenziale ancora da recuperare per le borse europee.



Return on Equity degli indici MSCI Europeo e USA. Fonte: MSCI, GAM.

Gli utili europei hanno ripreso a crescere, sostenuti dalla forza del ciclo economico sempre più convincente e superiore alle previsioni. Gli utili sono ancora oltre il 30% sotto ai livelli del 2007, con questo scenario è lecito attenderne il favorevole proseguimento. Le valutazioni dei listini europei non sono più così a buon mercato ma restano interessanti, non ancora "care" secondo il rapporto "Prezzo/Utili" normalizzato.

Fonte: MSCI, GAM

Il percorso del 2018 sarà, verosimilmente, meno agevole del 2018, più accidentato. Alle strategie direzionali continuiamo ad affiancare le "multi-asset class" flessibili e "alternative", con fonti di rendimento indipendenti. Ne parleremo con maggior profondità nei GAM Alternative Fixed Income Day martedì 13 marzo a Roma, mercoledì 14 marzo a Torino, giovedì 16 marzo a Milano. Vediamo di vederci!

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

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. 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.

Copyright © 2018 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati