

L'ALPHA E IL BETA

23 aprile 2018

L'Europa rallenta. E allora?

I dati del primo trimestre evidenziano un sorprendente rallentamento dell'Eurozona ma è presto per preoccuparsi

Nel racconto "La lotteria a Babilonia" Jorge Luis Borges immagina un paese dove c'è una lotteria diversa da tutte le altre. La partecipazione alla lotteria di Babilonia è obbligatoria e l'azzardo è duplice, perché si vincono premi in denaro ma anche la condanna a pagare multe, o giorni di prigione, o addirittura la perdita della vita. "Il numero dei sorteggi è infinito, nessuna decisione è finale, tutte si ramificano in altre", in definitiva la lotteria di Babilonia è il caso, o il suo anagramma caos, ovvero il disordine, il cambiamento inatteso che entra nella vita e rompe equilibri e certezze.

La condizione esistenziale degli abitanti di Babilonia è l'attesa del nuovo sorteggio, la certezza dell'incertezza, l'esito della lotteria cambierà certamente le cose, ma in modo incerto, con una ingente somma di denaro o con una drammatica punizione.

Una condizione esistenziale che avvicina gli abitanti di Babilonia agli investitori, anche loro non possono sottrarsi agli infiniti sorteggi dei mercati finanziari, anche loro hanno la certezza dell'incertezza, gli esiti possono essere favorevoli quanto avversi.

Particolarmente incerto sembra l'esito del sorteggio che riguarda l'Europa e, in modo particolare, i paesi dell'area mediterranea, fino a pochi anni fa assimilati assieme nell'acronimo dispregiativo di PIIGS, Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna.



Jorge Luis Borges (1899 – 1986)

Gli ex maledetti si sono rivelati i "sorprendenti vincitori in mercati burrascosi" ha scritto il Wall Street Journal pochi giorni fa, hanno rimesso a posto i conti, hanno ripreso un sentiero sostenibile di crescita, sono il nuovo "oceano blu" per quanti temono il rallentamento degli Stati Uniti.

Il ragionamento del quotidiano americano è ineccepibile, le valutazioni delle borse di New York sono alte, il ciclo economico degli Stati Uniti è in fase di esaurimento, il taglio delle tasse, intempestivo, potrà dare ancora un po' di carburante ma il cambio di regime della politica monetaria della Fed segna l'analogo cambio del ciclo economico. In questo senso è vero che l'Europa sia più indietro, e i paesi mediterranei, che hanno agganciato la ripresa globale un po' dopo gli altri, presentano condizioni ancora migliori.

Nel 2017 l'Irlanda è cresciuta di oltre il 7%, il Portogallo è cresciuto del 2,7%, la Spagna oltre il 3%.

Il progresso dell'Italia si è fermato al 1,4%, quanto la Grecia e metà della crescita spagnola, in ogni caso è la crescita più alta degli ultimi anni favorita soprattutto dalle esportazioni.

Ma il suggerimento del Wall Street Journal rischia di essere fuori tempo, i primi mesi dell'anno sembrano rendere meno blu l'acqua dell'oceano di opportunità che il WSJ vede nel Vecchio Continente.

La flessione dei principali indicatori delle performance economiche dell'Eurozona ha sorpreso tutti. Nel corso del 2017 era accaduto il contrario, la vera sorpresa fu la piena partecipazione dell'Eurozona alla ripresa globale: migliorarono gli investimenti produttivi, la spesa in beni di consumo durevoli, l'edilizia.



Positiva la tendenza dell'indice delle Sorprese in novembre. Fonte GAM



L'Indice delle Sorprese sorprende nel primo trimestre dell'anno, mostrando la brusca flessione dell'Europa, (linea marrone). Fonte GAM

I dati più recenti dell'attività economica mostrano uno scenario diverso, si rallenta a dispetto delle positive previsioni del Fondo Monetario, che ha pubblicato il suo Outlook pochi giorni fa, e della Banca Centrale Europea che stima per il 2018 una crescita della zona Euro del 2,4% (circa il 2,5% nei primi due trimestri) e il rallentamento solo dal prossimo anno, +1,9% nel 2019 e +1,7% nel 2020.

La brusca inversione è stata dunque una sorpresa per molti.

Per L'Alpha e il Beta, e per GAM, è però presto per attribuire al rallentamento del primo trimestre il significato di un'inversione strutturale e gli argomenti del Wall Street Journal restano in piedi. Niall Gallagher di GAM, specialista del mercato azionario europeo, ha ricordato una secca risposta di Mervyn King nel 2009, quando era ancora a capo della Banca d'Inghilterra, "it's the levels stupid, it's not the growth rates that matter here", è il livello che conta, non il tasso di crescita.

Indici Globali	Valutazioni			Utili attesi		
	P/E	mediana P/E 10Y	Pctile val. 2007-17	Crescita utili 2017/18 YoY	Var. YTD utili a 2y	% da max
SPX Index S&P500	16,5	14,4	76,7	16,5%	10,3%	0,0%
CCMP Index Nasdaq	20,6	18,9	81,6	15,3%	9,3%	0,0%
RTY Index Russell 2000	23,7	21,3	72,6	16,2%	10,2%	0,0%
DAX Index Dax	12,5	12,0	64,5	8,9%	2,3%	0,0%
CAC Index Cac	14,3	12,6	81,1	6,6%	2,6%	0,0%
FTSEMIB Index ItseMIB	12,5	12,0	59,8	26,0%	10,2%	0,0%
IBEX Index Ibex	12,6	11,0	59,1	5,8%	0,4%	0,0%
SXSP Index DJ Eurostoxx600	14,2	12,7	70,3	8,2%	2,3%	0,0%
UKX Index FTSE100	13,4	12,0	67,2	7,0%	2,4%	-0,6%
NKY Index Nikkei	15,7	16,3	38,3	15,7%	6,8%	0,0%
IBOV Index Bovespa	12,2	11,2	71,3	25,7%	12,5%	-1,3%
MXEF Index MSCI Emerging	12,0	11,2	67,0	15,0%	5,2%	-1,3%
HSI Index Hang Seng	11,2	11,5	45,1	15,3%	9,1%	0,0%

Le valutazioni dei listini USA riflettono la maturità di un ciclo economico molto avanzato, più arretrate quelle europee, tipiche di metà ciclo. Fonte: Bloomberg, GAM

I valori degli indici PMI (Purchasing Managers Index, indicatori che rilevano l'attività manifatturiera e dei servizi) erano su livelli straordinariamente fuori norma, non sostenibili, e "hanno ritracciato su livelli che adesso sono semplicemente alti" conclude Niall.

Il cambio di passo va seguito con attenzione ma non dimentichiamo la raccomandazione di Mervyn King a non perdere di vista i livelli assoluti. Gli attuali livelli PMI dell'Eurozona confermano la buona salute dell'economia europea, i tassi di crescita si mantengono sopra la media di lungo periodo.

Più difficile stimare le conseguenze della guerra commerciale che, allo stato, è molto rumorosa e altrettanto ingannevole: le misure tariffarie riguardano lo zero virgola del PIL di Cina e Stati Uniti. Anche qui, come nella lotteria di Borges, "l'azzardo è duplice", c'è il rischio che le ostilità commerciali degenerino in una perversa spirale ritorsiva, oppure il conflitto si risolve in rinegoziazioni bilaterali di termini e condizioni di scambio, dopotutto Trump è un negoziatore, un uomo dal "tit for tat". Trump sta ad esempio utilizzando in modo spregiudicato la minaccia di dazi sulle automobili europee, un segmento centrale nel sistema manifatturiero tedesco, ma se l'esito fosse una diminuzione dell'avanzo commerciale tedesco, ne beneficerebbero l'Eurozona e l'economia globale.

“Pensare per scommesse, come prendere decisioni intelligenti quando non si hanno tutte le informazioni” è un libro di management scritto da una ex campionessa di poker. Anne Duke, oggi consulente di strategie aziendali, ricorda che nel poker il rischio è esplicito, una singola mano di gioco dura circa due minuti e termina con un risultato certo, una vincita o una perdita. In quel paio di minuti, spesso lunghissimi, il giocatore non ha tutte le informazioni che vorrebbe, deve prendere una decisione a fronte di decine di possibili esiti. “Scommettere” dice la Duke, “altro non è che prendere una decisione su un futuro incerto”.

Le raccomandazioni della Duke, buone per i negozianti di Trump, evocano similitudini con i mercati finanziari: mancanza o asimmetrie nelle informazioni, interpretazione errata delle condizioni del gioco, decisioni da prendere in condizioni di incertezza.

Ma sarebbe un errore spingere troppo avanti l’analogia. Le decisioni di portafoglio non possono seguire la logica del dilemma del prigioniero, di cui il “tit for tat” è una strategia, o le intuizioni del giocatore di poker.

In così elevate condizioni di incertezza (ma quando mai nella storia i mercati sono stati benedetti dall’assenza di incertezza?) torna decisiva la gestione attiva e la capacità di selezionare i singoli titoli tra “winners” e “losers”.

“Il segreto della protezione è l’ammissione di non poter procedere alla scelta di una via sicura” ricorda spesso il professor Paolo Legrenzi “la vera differenziazione prende in considerazione tutte le eventualità”.

Una raccomandazione che va contro la logica del poker e dello stesso senso comune che spinge verso la scelta ritenuta la “migliore”.

La decorrelazione efficace è la sfida dei portafogli bilanciati. Per questo, nonostante convincimenti ancora positivi sulle condizioni economiche dell’Eurozona, ne abbiamo leggermente ridotto il sovrappeso. Vogliamo evitare bias eccessivamente direzionali e ampliare la diversificazione con altre classi di attivo più interessanti in termini di valutazioni relative (come ad esempio i paesi emergenti) o più efficaci nella difesa in caso di cambio di scenario (come le strategie ‘liquid alternative’ e flessibili).

“Babilonia, essa stessa, non è altro che un infinito gioco d’azzardo” scrive Borges alla fine del racconto, niente a che vedere con l’attività di investimento.



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.