

IL CATALOGO È QUESTO

Mercati azionari, economie emergenti, Europa e Italia, un breve elenco dei possibili rischi per i mercati finanziari nel prossimo futuro

“L’illusione di saperla più lunga è più insidiosa della consapevolezza della propria ignoranza”, così terminava L’Alpha e il Beta della settimana scorsa, una regola di comportamento che, quando si tratta di investimenti, diventa invito alla cautela. Una delle trappole cognitive più diffuse è quella delle paure sbagliate e, ricordando le recenti Lezioni del professor Legrenzi, tra le paure sbagliate c’è quella di immaginare il futuro sulla base dell’esperienza del passato. Il passato, dopotutto, contiene informazioni solo sul passato.

All’inizio dell’ultimo decennio del secolo scorso, il Financial Times scriveva una grande verità, che i veri punti di svolta della Storia restano sconosciuti ai contemporanei, sono riconosciuti e compresi solo molto dopo. Lo stesso editoriale si sbilanciava in una previsione sui mercati finanziari, nel decennio che stava per cominciare fare buoni risultati sarebbe stato più difficile rispetto al decennio precedente. Previsione, oggi lo possiamo ben dire, lontanissima da come andarono effettivamente le cose in uno dei migliori decenni della storia delle borse.

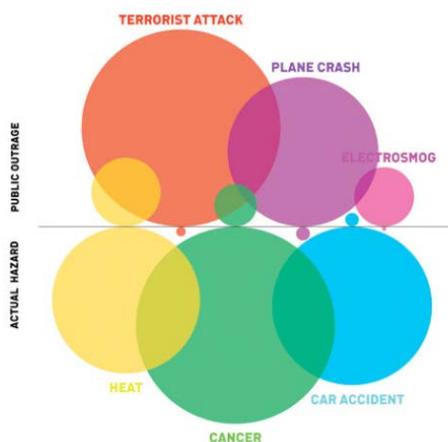


Fonte: Financial Times, 2 gennaio 1990

L’interrogativo di oggi non è molto diverso da quello dell’editoriale del FT, cosa accadrà da qui a qualche mese? Il secondo ciclo di espansione più lungo della storia ha sufficiente forza per superare il primato dei 120 mesi del periodo 1991-2001?

La mappa dei rischi reali è sempre più ampia dei

rischi percepiti perché “non abbiamo le paure giuste”. Se torniamo indietro con la memoria, la tragedia dell’11 settembre 2001 ebbe un forte impatto anche sulle scelte di viaggio degli americani. Impressionati dalle immagini drammatiche dello schianto degli aerei, nei mesi successivi molte persone preferirono utilizzare l’auto anziché l’aereo. Le probabilità di incidente sono naturalmente molto diverse, l’incremento del traffico sulla strada comportò anche un incremento degli incidenti e delle vittime.



Percezione dei rischi e rischi reali (il rischio di morire in un anno a causa di un incidente aereo è per un americano attorno a 1 su 11 milioni. Le probabilità di morire per un incidente d’auto sono stimate 1 su 5,000. Fonte: Susanna Hertrich, grafico basato sul lavoro del Dr. Peter M. Sandman.

Questa settimana L’Alpha e il Beta prova a elencare alcuni dei rischi di cui tenere conto in questa ultima parte dell’anno.

“Madamina, il catalogo è questo, delle belle che amò il padron mio ...”.



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

Così Leporello, servitore di Don Giovanni, prova maldestramente a consolare Donna Elvira, sposa tradita e abbandonata dal fedifrago furfante.

Leporello mostra a Donna Elvira un libretto, un "catalogo egli è, che ho fatt'io". Nella versione cinematografica del 1979 di Joseph Losey, il catalogo è rappresentato non da un libretto ma da un lunghissimo foglio arrotolato. Leporello lo svolge lungo la scala della villa La Rotonda di Palladio elencando le conquiste del suo padrone. Donna Elvira mette da parte la sua animosità, sembra suggerire Leporello, Don Giovanni è così, seduce per "il piacer di porle in lista".



Una scena del Don Giovanni di Joseph Losey, del 1979

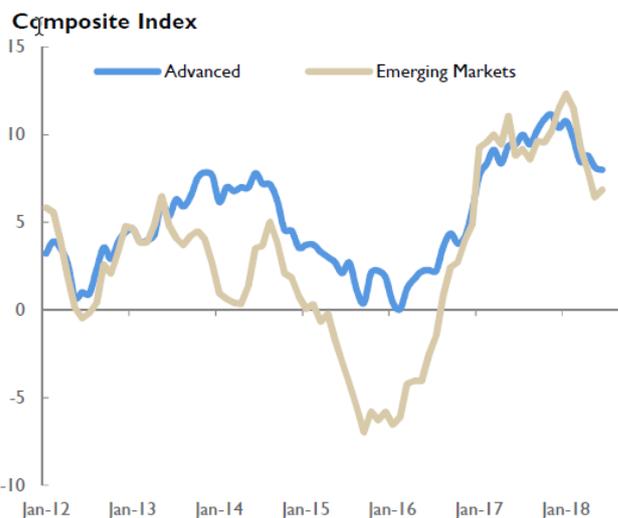
Il nostro elenco è meno eccitante, non ci sono "cameriere, cittadine, contesse marchesane, principesse", ma è più breve rispetto alle 2.065 conquiste dichiarate da Leporello. Svolgendo il nostro foglio, al primo posto troviamo le economie emergenti.

E' una scelta allocativa di lungo termine che confermiamo, i rischi che riguardano le economie emergenti sono di tre ordini: globali, domestici, e "one-off", ovvero unici, specifici.

"In mezzo ai rischi globali si può navigare" dice il nostro Tim Love, perché sono noti, prevedibili come ad esempio "curve più ripide, dollaro forte, carry trade positivo ...". Un rischio globale è la Cina, il livello del suo debito e le dimensioni della sua economia fanno sì che "quel che succede in Cina non resta in Cina". Un rischio per tutte le economie emergenti è costituito dal dollaro forte che però, nel medio periodo, dovrà fare i conti con la politica monetaria europea e, soprattutto, con il deficit federale e il desiderio dell'amministrazione americana di una valuta competitiva (un dollaro forte contrasta con il desiderio di modificare il disequilibrio della bilancia commerciale).

I rischi del secondo ordine sono quelli relativi alle condizioni dei vari paesi e si affrontano con l'analisi delle singole specificità, ad esempio la stagione elettorale in America Latina e le conseguenti scelte di conservazione o di riforme che, ricorda Love, costituiscono a loro volta un rischio.

I rischi del terzo tipo sono quelli detti "one-off", eventi singoli, non ripetibili. Ne sono un esempio le epidemie che hanno avuto luogo nel continente africano, pochi anni fa l'aviaria in Asia o le sanzioni alla Russia. Nonostante il paese abbia un ragionevole livello di indebitamento in dollari e società quotate di buona qualità, cercare extra rendimento nel listino russo significherebbe assumere l'extra rischio delle sanzioni e del contesto politico generale.



L' "Indice composito", sintesi di più indicatori, mostra la forza relativa delle economie avanzate ed emergenti. Fonte: Brooking Institute)

Che i mercati emergenti, azionari e obbligazionari siano rischiosi è un truismo che non deve frenare l'investimento: sono importanti le leve della selezione attiva e del tempo, altrettanto rilevante lo status "investment grade" di molti dei maggiori paesi emergenti, condizioni finanziarie nettamente migliori rispetto al passato.

I rischi degli investimenti tematici, di cui abbiamo trattato poche settimane fa, sono i medesimi di qualsiasi investimento azionario, correzioni brusche e volatilità. I titoli del lusso, avverte Scilla Huang Sun, potrebbero registrare i contraccolpi dal peggioramento del quadro politico globale, specificamente la contesa sui dazi.

Poi, Madamina, c'è il rischio Italia, tutt'uno con il rischio Europa.

Per giorni l'attenzione si è concentrata su un documento incompleto, di cui l'unica informazione nota era l'obiettivo di deficit del 2019 a 2,4% del PIL.

La settimana scorsa sono state comunicate le stime di crescita del prossimo triennio, 1,5%, 1,6% e 1,4%, vera architrate che regge l'impianto del Documento di Economia e Finanza.

Architrave che è a tutti gli effetti una scommessa (e un rischio).

Che i governi sovrastimino la crescita economica attesa è normale, succede regolarmente e l'attuale governo non si scosta da analoghi comportamenti passati.

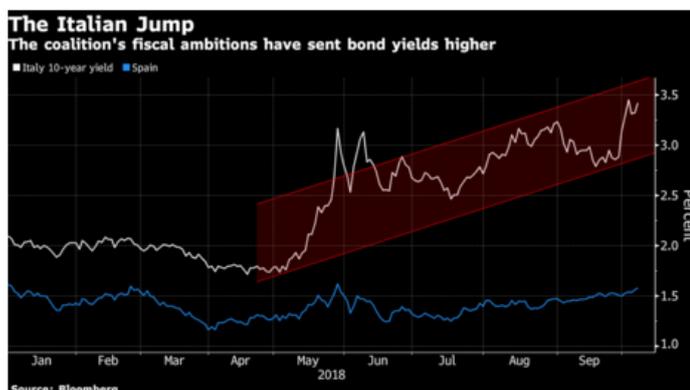
Questa volta la differenza è nella misura dello scostamento rispetto alle previsioni di consenso per il 2019, tutte comprese tra 0,9% e 1,1%.

E' una scommessa pensare che il contesto globale, il secondo ciclo espansivo più lungo della storia, regga ancora a lungo nonostante la fase discendente.

E' una scommessa attribuire a misure assistenziali e previdenziali (spesa corrente) un ruolo di stimolo tradizionalmente riservato agli investimenti.

Anche l'uso di toni rudi con la Commissione Europea non è nuovo, la libertà delle scelte politiche è indiscutibile, del tutto legittima l'opposizione politica.

Opporsi però alle regole dell'economia è altra cosa. I "numerini" contano, e più delle opinioni dei Commissari di Bruxelles contano le opinioni dei mercati finanziari, se il differenziale di rendimento con i titoli tedeschi dovesse aumentare, i costi ricadrebbero sui cittadini più vulnerabili, una verità poco compresa che fa fatica ad affermarsi.



Fonte: Bloomberg

Alle ragioni di carattere economico si aggiungono preoccupazioni di natura politica, il rischio Italia diventa tutt'uno con il rischio Europa. In origine l'acronimo EMU significava Economic Monetary Union. L'uso corrente ha trasformato "Economic" in "European", il riferimento all'unione economica, decisiva quanto quella monetaria, è andato perduto.

Rainer Masera, banchiere e ministro del bilancio nel 1995, ha recentemente ricordato che il cancelliere Kohl parlò davanti al Bundestag del significato originario della "E", il processo verso l'unione economica, diceva Kohl, sarebbe stato decisivo per far progredire di concerto l'unione politica.

Dai tempi di Kohl sono stati fatti molti passi, all'indietro. Di unione economica, e tantomeno di unione politica che dovrebbero costituire il telaio su cui tessere la trama di tutto il resto non si parla più, da anni l'Unione Europea si è incartata in contese su vincoli finanziari e impegni di bilancio.

Il rischio del Vecchio Continente è politico, le elezioni del 2019 non si giocheranno sul tradizionale confronto tra partiti cristiano-popolari e partiti della socialdemocrazia bensì sul confronto tra gli europeisti più o meno raccolti attorno al polo Merkel Macron, e gli euroscettici rappresentati dai paesi del blocco di Visegrad, dalle destre di AfD e Fronte Nazionale in Germania e Francia, dall'attuale governo italiano.

L'interruzione del processo di integrazione lascia a metà del guado l'unione bancaria, all'Italia particolarmente utile.

Il rischio paese si scarica sul differenziale di rendimento, che condiziona il prezzo dei titoli di stato, che condiziona il prezzo di borsa delle banche (che hanno in bilancio i titoli), che diminuiscono la capacità di credito, che rallentano l'attività economica, "che al mercato mio padre comprò".

Il problema italiano, andrebbe scritto sul marmo, non sono l'Europa e la moneta unica, ma l'efficienza nella produzione.

"Da molti anni [la produttività] cresce poco o non cresce affatto, perché la tecnologia adoperata è inadatta, perché leggi e regolamenti sono ostili, perché le istituzioni pubbliche sono zoppicanti, perché gli imprenditori a volte non vogliono aumentare troppo la dimensione della loro azienda, perché perché... La società italiana rimane diseguale anche per la scarsa capacità di crescita della sua economia. In ogni caso la soluzione non è più debiti dello Stato", Salvatore Rossi di Banca d'Italia non avrebbe potuto essere più chiaro.

Per maggiori informazioni visitate il sito 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.