

# LA ROSA DEI VENTI

05 OTTOBRE 2016

## POLITICAL RISKS

Provare ad argomentare le influenze di uno scenario politico in un contesto economico finanziario risulta spesso fuorviante. Quando poi le argomentazioni sono geopolitiche, con i vari casi di attentati o conflitti bellici regionali, la storia insegna che gli iniziali effetti negativi sui mercati finanziari siano divenuti poi straordinarie opportunità per chi in quei momenti ha trovato la freddezza di comprare a buoni prezzi quanto l'ondata emotiva portava a vendere con approssimazione. Anche il recente evento della Brexit ha confermato questa tesi. Dopo un iniziale shock, i mercati finanziari hanno recuperato in pochi giorni le forti perdite successive all'esito del voto, lasciando però ancora in sospeso gli effetti di lungo termine che questo evento politico potrà portare al ciclo economico e, di conseguenza, ai mercati finanziari stessi. Questa volta però, la pluralità di eventi politici che si stanno addensando nei prossimi mesi sembrano quei grossi cumuli nubi formi che talvolta scorgiamo nei cieli e che, quando capita, ci fanno pensare se sia il caso di uscire da casa portando con noi un ombrello. Credo quindi che provare a soffermarci su questi aspetti possa essere meritevole di attenzione.

### The Donald

Gli Stati Uniti sono un grande Paese, su questo non c'è dubbio. La straordinaria capacità imprenditoriale unita ad un contesto culturale che ha sempre favorito la libera iniziativa, hanno portato gli USA a divenire la potenza economica che tutti riconosciamo. Per non parlare poi dell'enorme innovazione tecnologica che sta cambiando ogni giorno gli usi e le abitudini delle persone e che sempre più condizionerà il nostro futuro.

Sono però anche un Paese dalle tante contraddizioni. Probabilmente in pochi avevano previsto che un personaggio come Donald Trump potesse risultare oggi un serio candidato a ricoprire uno dei ruoli più potenti al mondo. Il suo fare "guascone" contrapposto al freddo profilo da puro establishment rappresentato da Hillary Diane Rodham Clinton, nella patria dello "show business" stanno ipnotizzando l'elettore americano. Al primo dibattito trasmesso in televisione si è raggiunto il record di audience di sempre. La morbosa curiosità suscitata dalle spaccate e dal modo di fare politica poco ortodosso di Trump potrebbero sovvertire ogni pronostico. Paradossalmente anche lo stesso partito Repubblicano sta trovando imbarazzo a sostenere la sua candidatura. La nomina presidenziale del seggio vacante alla Corte Suprema (massimo organo americano di indirizzo delle politiche del Paese), ora in perfetto equilibrio fra maggioranza repubblicana e democratica ma che dal 1971 ha sempre visto una prevalenza conservatrice, potrebbe indurre a sostenere in massa il candidato Trump, non proprio gradito da tutti i repubblicani.

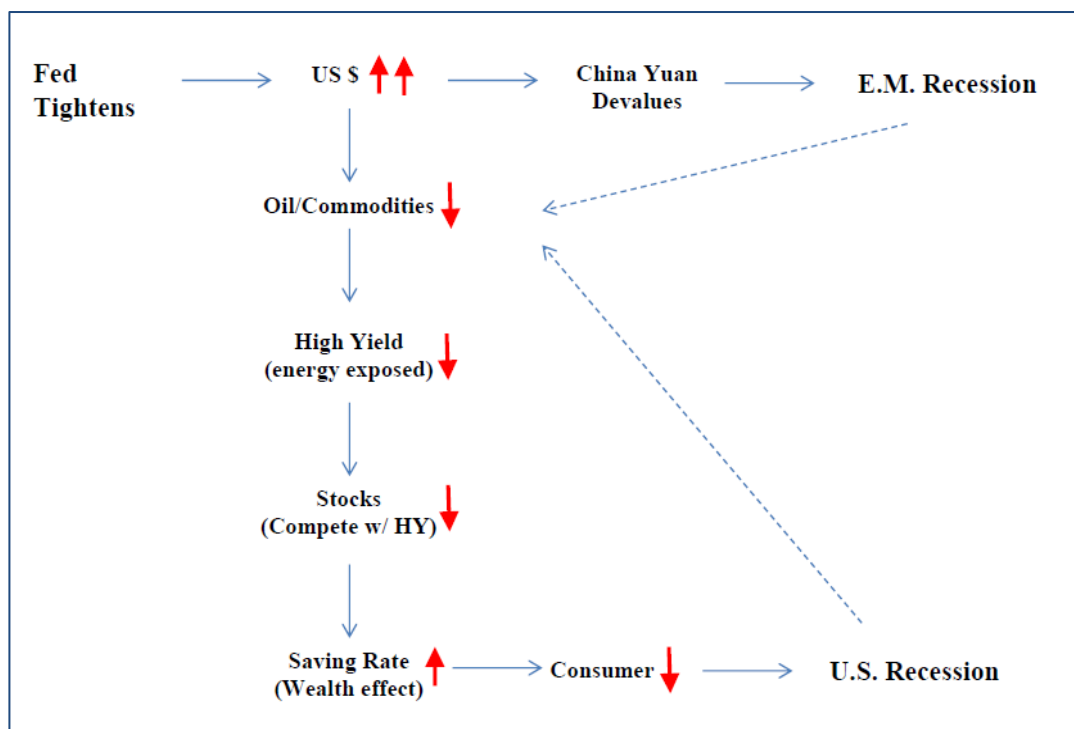




Ma perché il possibile Presidente Trump potrebbe rappresentare un rischio per i mercati? Semplicemente perché la sua proposta di politica economica e di politica estera (oltre che la sua stessa persona che proprio “tutto a casa non è” come si usa dire delle persone, diciamo, quantomeno bizzare...) è densa di incertezze; ed ai mercati le incertezze non piacciono. La possibile espansione fiscale proposta da Trump di minori tasse e maggior spesa pubblica (senza però dire con quali risorse, magari con quelle della Fed, ma qui entreremmo in un altro tema, di come finanziare gli stimoli fiscali con nuova base monetaria da helicopter money), sarebbe di per sé un eccellente stimolo alla ripresa economica. A ciò si contrappongono però la minaccia di misure di protezionismo, di rottura degli accordi economici internazionali (Trans Pacific Partnership asiatica, Nafta, accordo sul clima di Parigi ...), di nuove alleanze da costruire (Russia) e di nuovi nemici da identificare (Turchia, Arabia Saudita) per sconfiggere il terrorismo islamico, che rimangono da decifrare.

### Dove vola l'aquila

Più volte il candidato repubblicano ha criticato la politica monetaria della Fed di mantenere troppo bassi i tassi di interesse, penalizzando le banche e gli investitori di lungo termine come i fondi pensione e le assicurazioni. La possibile vittoria di Trump potrebbe far presagire quindi maggiori pressioni per un rialzo dei tassi che porterebbero ad un deciso rafforzamento del dollaro americano, minacciando il delicato equilibrio che questo comporta. I mercati emergenti (e la Cina) sarebbero le prime vittime di questo movimento, poi tutto il mondo obbligazionario, in particolare quello del credito soffrirebbero un profondo sell off, il mercato azionario si troverebbe a scontare a tassi crescenti utili non brillanti, con un attualizzazione decisamente inferiore del prezzo dei titoli. Una politica fiscale più espansiva potrebbe poi indurre (od obbligare...) le multinazionali americane ad un rimpatrio degli asset detenuti all'estero ed anche questa misura soffierebbe sulle ali dell'aquilotto US.





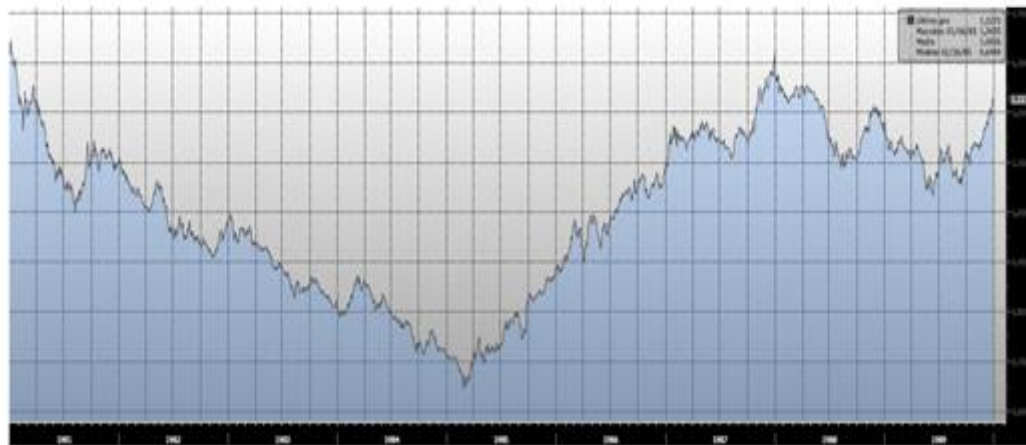
L'unico aspetto che potrebbe sovvertire questo potenziale trend, almeno in un secondo momento, è rappresentato dall'andamento del debito federale americano. Nel caso di una vittoria di Trump, una politica fiscale particolarmente espansiva, porterebbe ad un notevole peggioramento del deficit e dei conti pubblici, con potenziale pressione sul dollaro, questa volta al ribasso. Si ripeterebbe quindi, più o meno, il copione visto negli anni ottanta durante il periodo di Ronald Reagan. Il primo mandato presidenziale coincise con l'andamento della divisa americana in rafforzamento (da 1.35 dollari per euro/marco tedesco a 0.7) per tornare, durante il secondo mandato e dopo gli accordi del Plaza del 1985 nuovamente al punto di partenza.

rappresenterebbe una sconfitta politica per il proponente del referendum, l'attuale Premier Renzi. Non so se questo possibile epilogo indurrebbe il Governo a rassegnare le dimissioni, aprendo la strada verso nuove elezioni. Sicuramente aprirebbe un periodo d'incertezza che solo una possibile ulteriore manovra espansiva da parte della BCE (attesa proprio nel meeting dell'8 dicembre ma non così scontata) potrebbe alleviare sul debito pubblico italiano. La nostra borsa invece, ed in particolare le nostre banche, si verrebbero a trovare per l'ennesima volta in un contesto volatile senza disporre di alcun paracadute.

### **Classe media bye bye**

Da oramai otto anni le economie mondiali hanno ridimensionato il loro tasso di

EUR Curncy (Euro Spot)



crescita. Sono state sperimentate ricette nuove propinate dalla Banche Centrali, molte tuttora in corso, senza ottenere, sinora, effetti decisivi per uscire da questa situazione di stagnazione. Dopo cinquant'anni in cui il nemico era l'inflazione, hanno combattuto la deflazione, creando moneta. Così facendo si

### **4 dicembre**

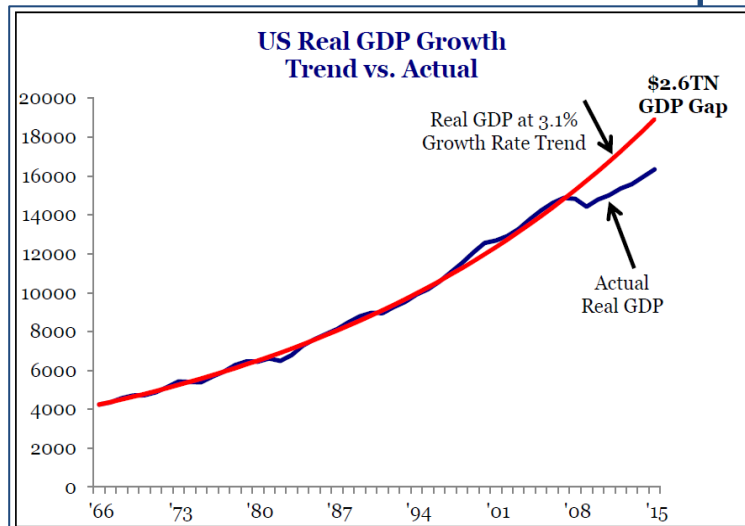
Veniamo ora a casa nostra: il prossimo 4 dicembre noi italiani dovremo scegliere quale voto dare al tema referendario sulla modifica di alcuni articoli costituzionali, in particolare sulla composizione del Senato della Repubblica. Non volendo entrare nel merito di tali quesiti, devo però rilevare come un'eventuale vittoria del no

è però costruita una trappola. Sono stati immessi sul mercato trilioni in denaro che hanno generato l'effetto di non aver più titoli da comprare. Oltre a mettere in ginocchio le banche, la stagnazione non è stata risolta così come pure la deflazione. Alcune economie come purtroppo la nostra hanno lasciato sul campo dal 2007 quasi 10 punti di PIL. C'è però, purtroppo, chi in questa situazione sta peggio



Da qui nascono i flussi migratori senza precedenti nella storia moderna che individuano nella vecchia Europa una meta ambita e insieme una speranza di vita migliore. Questo mix di bassa crescita economica, di disoccupazione (in prevalenza giovanile) elevata, di precariato ed immigrazione (da sostenere alle spalle dei Governi e quindi di noi tutti) così diffusa, incidono negativamente sia sulla fiducia che, di conseguenza, sulla domanda. Da qui nasce il principale malanno delle imprese (non solo europee) che si chiama bassa produttività. Per mantenere una marginalità accettabile, le aziende che possono permetterselo cercano di migliorare la produttività investendo in tecnologia o in robotica, cioè cercano di sostituire lavoro umano con macchinari. Le altre, quelle che cercano di sopravvivere, provano a mantenere i propri margini premendo sul costo del lavoro. La manodopera poco qualificata (ma non è sempre detto) che proviene dai flussi migratori è per queste imprese un toccasana perché si adatta ad un salario inferiore. Tutto ciò però preme ulteriormente sul mercato del lavoro e sull'occupazione in una spirale viziosa e deflazionistica. La classe media, baluardo delle democrazie del 20° secolo, è seriamente a rischio. La nascita dei movimenti populistici e di protesta non è altro che la naturale conseguenza di questo contesto. La risposta che viene data è quella delle barriere e dei muri, oppure la rinuncia ai valori che un'Unione rappresenta, come quella fatta dagli Inglesi. Se poi proviamo solamente ad alzare lo sguardo, ci accorgiamo di come i nostri vicini della Grecia, che sino a poco tempo fa erano al centro dell'attenzione per la sopravvivenza dell'Euro, ora sono stati dimenticati dalle cronache.

La popolazione greca vive invece in un precariato così diffuso che la similitudine con una polveriera pronta ad esplodere mi pare purtroppo azzeccata.



### Spagna, poi Francia e Germania, senza scordarci di Brexit

Tornando a noi, dopo le recenti dimissioni di Sanchez, anche la Spagna dovrà decidere entro ottobre la formazione di un nuovo Governo per evitare di tornare per la terza volta alle urne in un solo anno, dopo il fallimento delle precedenti elezioni politiche del 20 dicembre 2015 e del 26 giugno 2016.

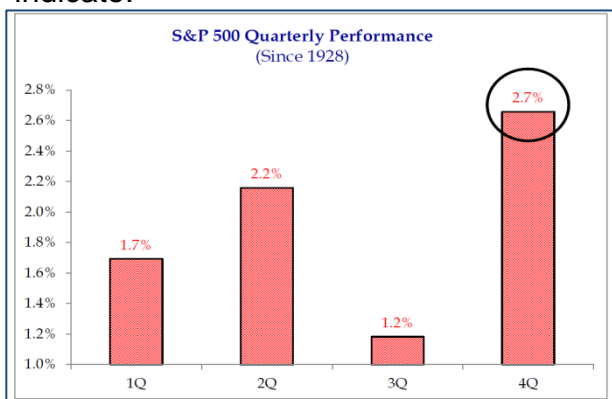
Il prossimo anno vedrà coinvolti nelle elezioni politiche anche i due principali paesi dell'area Euro, Francia e Germania. In entrambi, i leader politici appaiono appesantiti, forse più Hollande che Merkel, purtroppo anche a causa dei recenti gravi attentati che hanno sconvolto il paese. Ma l'eventuale messa in discussione della Merkel appare più destabilizzante per la precaria complessità della zona Euro



La messa in sicurezza di Deutsche Bank con regole che non contraddicano il vituperato bail-in sperimentato per primi proprio da noi italiani, appaiono per la Germania e per tutta l'opinione pubblica europea e mondiale di primaria importanza. Il 2017 vedrà anche l'avvio dei negoziati per l'uscita dell'Inghilterra dalla UE che si annunciano ricchi di incognite.

### Cosa fare sui portafogli

Entriamo nel quarto trimestre dell'anno, quello che normalmente dovrebbe essere più favorevole ai mercati finanziari. L'ago della bilancia dovrebbe farlo questa volta l'esito delle presidenziali americane, almeno nel breve termine. Una vittoria democratica potrebbe essere percepita più stabile dai mercati finanziari e garantista di una certa continuità, anche di una cauta politica monetaria da parte della Fed. Di conseguenza una strategia basata sul "carry" di rendimento portata dai bond dei paesi emergenti, dal credito, dai dividendi azionari dovrebbe continuare a premiare i portafogli. Viceversa una vittoria di Trump darebbe presumibilmente spazio per un aumento di volatilità che un possibile apprezzamento del dollaro potrebbe ulteriormente complicare. Prepararsi a questa possibilità con una quota in liquidità un po' più elevata, da utilizzare proprio in occasione di un aumento di volatilità, potrebbe essere indicato.



Allargando invece l'orizzonte e considerando che i sopra citati rischi politici possano rappresentare una possibile turbativa di breve periodo ma che, come spesso è accaduto in passato, rientrano presto dalle ansie di mercato, credo che il "nocciolo" della questione rimanga la politica monetaria della Fed e, di conseguenza, l'andamento del dollaro. E' oramai chiaro che l'ambiente dei tassi di interesse così bassi o addirittura negativi stia producendo dei pesanti effetti collaterali. Il primo Paese che si è fatto carico di mitigare questa tendenza è stato il Giappone. Dietro la velata minaccia delle banche di trasferire il costo del denaro imposto dalla Banca Centrale ai loro correntisti (e cittadini elettori...) e dietro anche la lamentela dei fondi pensione di non poter più compensare anche solo con modesti rendimenti i loro risparmiatori, la Banca del Giappone ha ipotizzato una nuova politica monetaria volta a "garantire" la ripidità della curva dei rendimenti. Credo che questo proposito, se verrà anche confermato dalle altre Banche Centrali ed in particolare dalla BCE, possa essere considerato di svolta per la prospettiva dei tassi di interesse. Questo significa che probabilmente i tassi hanno finito di scendere ma ciò non significa necessariamente che riprenderanno a salire velocemente. E vero che la pressione al rialzo del costo del lavoro negli Stati Uniti, unita ad un moderato rialzo del costo della componente energetica, potrà premere su una aspettativa di maggiore inflazione futura. Ma i fattori descritti in precedenza mi fanno propendere per un futuro a bassa inflazione. La bassa prospettiva d'inflazione unita ad una modesta prospettiva di crescita economica sono fattori strutturali per un'aspettativa di tassi "lower for longer".



Come scritto in altre occasioni, i portafogli vanno impostati con disciplina. La quota che deve garantire le riserve di liquidità va tenuta tale, pur in presenza di rendimenti così bassi. La quota di risparmio destinata ad un investimento lungimirante deve considerare la ricerca di opportunità nelle valide aziende dell'economia reale da osservare e valutare negli anni. La diversificazione deve rappresentare una costante fondamentale. Sono ricette semplici, anche banali. Solamente la serenità d'animo ci permetterà di analizzare con lucidità le tante anomalie delle economie e dei mercati non ancora risolte. Magari anche per approfittare dei vari rischi politici e delle opportunità che si presenteranno nei prossimi mesi sui mercati.

[massimo.jakelich@azimut.it](mailto:massimo.jakelich@azimut.it)

## Disclaimer

La presente pubblicazione è distribuita da Azimut Wealth Management. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Azimut Wealth Management non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Azimut Wealth Management declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Azimut Wealth Management né alcuna società appartenente al Gruppo Azimut potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

Azimut Wealth Management ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Azimut Wealth Management può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione Azimut Wealth Management sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.

---

Il presente documento è riservato esclusivamente ai soggetti collocatori. Leggere attentamente il Prospetto Informativo prima dell'adesione. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non costituiscono un'offerta ma hanno solo uno scopo informativo. Non vi è nessuna garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro.



**LA ROSA DEI VENTI**