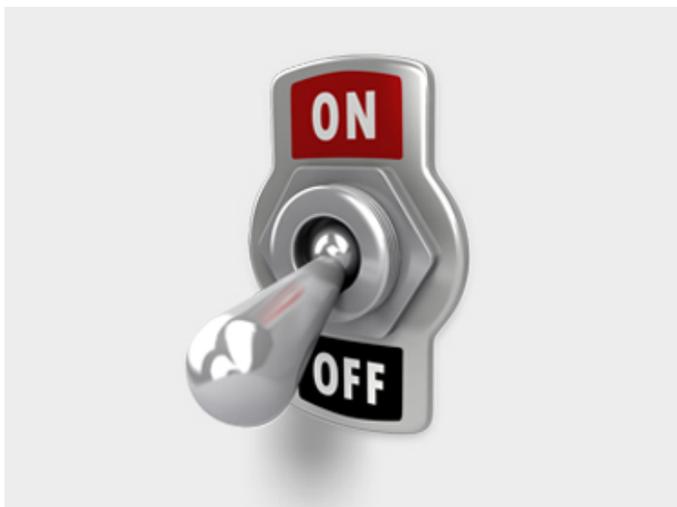




## Risk off?

Fondamentali solidi ma i rischi politici spingono alla cautela.



L'Italia è tornata sotto i riflettori. I difficili negoziati per la formazione del nuovo governo hanno fatto precipitare il Paese in un'inedita crisi politica e istituzionale. Per i mercati finanziari, finora alle prese con guerre commerciali e crisi geopolitiche, è subito scattata una nuova spia di allarme. In primo piano è tornato il «malato» Italia accompagnato, questa volta, da una maggior presa di coscienza sui rischi in arrivo dal populismo nella sua espressione europea.

Il conto delle nuove preoccupazioni è finito su Piazza Affari che, in poche sedute, ha ceduto tutto il terreno guadagnato nel corso dell'anno. Con l'innesco della nuova fase di risk off, vale a dire di avversione al rischio, anche il debito italiano è tornato di nuovo nel mirino delle

vendite. La corsa si è tradotta in una fiammata dello spread tra Btp e Bund tedeschi con il temuto differenziale che in un lampo è risalito a livelli che non si vedevano dalla primavera del 2013, sopra quota 300. Nelle sedute successive il valore ha tuttavia rifiatato ma la volatilità rimane alta.

Il nervosismo di questi giorni è rimasto limitato al nostro Paese. In questa prima fase della crisi, il rischio contagio sull'euro e sugli altri mercati europei si è, infatti, mostrato più o meno basso, cosa senz'altro positiva e a conferma della tenuta delle fondamenta. E' stato questo il vero test per gli investitori che seguono i mercati dai desk di tutto il mondo: il livello di trasmissione del malessere in corso per ora sembra restare isolato all'Italia, e non rischia di diventare una nuova epidemia mondiale. Non siamo, insomma, di fronte alla madre di tutte le catastrofi. Nei giorni delle vampate dello spread italiano, le Borse spagnole e portoghesi, gli altri due anelli deboli della catena dell'euro, hanno, infatti, sofferto ma non in maniera drammatica. L'euro è sceso nei confronti del dollaro ma solo marginalmente mentre Wall Street ha quasi ignorato il «paziente» italiano. «Non c'è rischio di un'estensione della crisi» ha affermato



Goldman Sachs sui primi inneschi delle vendite.

Molto probabilmente l'incertezza sull'Italia è destinata a durare ancora del tempo. La situazione politica italiana è ancora fluida e dunque è difficile fare previsioni. Nonostante la paura, il nostro Paese ha comunque dato segnali di stabilità con le aste sui Btp a cinque e dieci anni che hanno visto una domanda decisamente robusta. Gli investitori, insomma, non stanno girando le spalle al nostro Paese.

Al di là della bufera che si è scatenata sulla formazione del nuovo governo, l'Italia mostra comunque importanti punti di forza. In questa fase, per esempio, l'economia è in crescita con la stessa Moody's che ha appena confermato le sue previsioni che danno il nostro Pil a +1,5% a fine anno. Inoltre i fondamentali di finanza pubblica sono stati gestiti con attenzione dal 2012 in avanti. Le scadenze delle emissioni di Btp sono state allungate e il costo del debito è stato abbassato. Vuol dire una minor esposizione all'oscillazione dei tassi d'interesse nei prossimi anni.

Concentrandosi sull'analisi dei fondamentali di finanza pubblica emerge che la stabilità del rapporto debito/Pil, anche in un orizzonte di normalizzazione verso l'alto del costo del debito, è assicurata da un adeguato surplus primario, vale a dire da una differenza positiva tra le entrate e le uscite delle amministrazioni

pubbliche. E' questo un importante «airbag» che gioca a favore della stabilità futura del nostro Paese. Fatti due conti, l'Italia potrà sopportare un aumento del costo del debito di circa un punto percentuale (dal 2,9% attuale al 3,8% ipotizzato). Solo da questo livello in poi potrà essere compromessa la stabilizzazione del rapporto debito/Pil. Qualora però si venisse a determinare un pericoloso mix di politiche espansive finanziate in deficit, e di aumento del costo del debito, vuoi per reazione dei mercati o per normalizzazione della politica monetaria, la traiettoria di lungo termine del debito/Pil tornerebbe a essere crescente.

Sui mercati intanto **le azioni** hanno beneficiato dei buoni dati dall'economia. I timori geopolitici e sulle guerre commerciali sono andati via via attenuandosi e gli operatori sono tornati a focalizzarsi sui fondamentali, sia macro sia micro, che mantengono un trend di fondo positivo. Nonostante le numerose incertezze, nel mese di maggio il Dow Jones ha messo a segno un rialzo dell'1,5%. L'andamento è stato analogo per il Dax di Francoforte mentre Parigi ha ceduto un punto. E' andata bene a Londra che è aumentata del 2,5%. Questo andamento ha permesso alle quotazioni azionarie di recuperare parte delle perdite realizzate negli scorsi mesi, pur in presenza di elementi di «disturbo» in parte già attivi da inizio anno



(risalita dei tassi Usa) e in parte imprevisti, come la svolta populista del nuovo governo italiano. Riguardo al primo punto l'attuale contesto di crescita e inflazione negli Usa non dovrebbe essere tale da portare a un eccessivo rialzo dei tassi oltre i valori correnti. La variabile chiave da monitorare sono i salari, per i quali ci attendiamo un trend ascendente che non incide sulla redditività delle aziende per l'anno corrente ma può tuttavia determinare pressioni per quelli a venire.

**A livello globale** sotto i riflettori dei mercati finanziari sono finite anche alcune realtà al di fuori del mondo sviluppato. La rapida salita dei tassi di interesse americani e la forza del dollaro hanno messo pressione ai tassi e alle valute dei Paesi emergenti. Il maggior movimento ha interessato i Paesi con fondamentali di current account più deboli, come la Turchia, l'Argentina e qualche paese asiatico. Nonostante il rallentamento dei dati nel primo trimestre dell'anno nel loro complesso i Paesi emergenti offrono fondamentali più solidi rispetto al recente passato. I dati di crescita e di fiducia in Cina rimangono su un buon livello e il rallentamento del tasso di crescita in atto è coerente con gli obiettivi dichiarati dalle autorità. Il trend di inflazione su tutta l'area rimane in riduzione e con sorprese al ribasso. Qualche Banca

centrale (come quella argentina e indonesiana) a fronte della debolezza della propria valuta ha risposto alzando i tassi di riferimento mentre altre istituzioni, come quella brasiliana, hanno rinviato i ribassi programmati.