

Il Governo Pop e l'aumento dello Spread

Sono passati più di tre mesi dalle ultime elezioni politiche e dopo parecchie peripezie, sembra che l'Italia abbia un Governo. Pare si sia ufficialmente entrati in una Terza Repubblica, caratterizzata dalla rottura del bipolarismo destra-sinistra che invece aveva caratterizzato la Seconda, con l'insediamento di un esecutivo sostenuto da forze con "colori" diversi, fino a poco tempo fa estremamente critiche l'una verso l'altra.

Vi ho appena riportato una confidenza che recentemente ho scambiato con un amico che come noi fa il consulente indipendente. Uno che come noi ha scelto di essere libero.

Dopo questa lunga fase di crisi post-elettorale, è giunto a nostro avviso, il momento di fare una prima analisi sui cambiamenti in corso e su quello che possono comportare per un investitore italiano. Chiaramente l'analisi avrà un taglio economico e finanziario e proporrà una lettura, si spera oggettiva, delle connessioni tra variabili sociopolitiche e l'andamento dei mercati finanziari; cercherà di essere quindi quanto più neutra possibile dal punto di vista politico.

Detto questo, se dovessimo fare un complimento ai nuovi vincitori, potremmo senza dubbio dire che la loro campagna elettorale e il successivo programma di governo sono "pop", ovvero secondo Google un aggettivo che indica "tendenze che hanno adottato nuovi criteri estetici e contenuti rivolti soprattutto ad un pubblico giovanile e di massa". Lega e Movimento 5 Stelle (M5S) hanno compreso molto bene che la necessità di cambiamento della maggioranza degli italiani, soprattutto dei giovani, è oggi incondizionata: gli italiani non cercano più un cambiamento istituzionale che non metta in discussione la stabilità economica e sociale del paese (proposta vincente del precedente governo Renzi), cercano un cambiamento indipendentemente dalle conseguenze che può generare.

Per questo l'elettorato ha votato per chi proponeva loro promesse accattivanti (flat tax, reddito di cittadinanza, pensioni a tutti, indeterminato senza licenziamenti, frontiere chiuse, ecc...), senza curarsi dei possibili effetti che da esse potrebbero scaturire. A ben vedere quindi il governo giallo-verde non è pop perché popolare, ma è pop perché populista. A nostro avviso chiunque neghi questo fatto è miope, come miope è chi pensa che sia inaccettabile per un politico corretto e leale, proporre idee populiste; i politici in democrazia sono espressione della volontà popolare e gran parte della popolazione italiana ha deciso per una forte discontinuità, anche a costo di saltare nel buio.

I guardiani dell'ordine istituzionale, i mercati, hanno dal canto loro snobbato il rischio Italia per tutta la campagna elettorale, anche se era chiaro che Lega e M5S stavano guadagnando voti rispetto a tutte le altre forze politiche. I mercati hanno ignorato il rischio Italia anche per buona parte dell'interregno delle consultazioni tra partiti e Capo dello Stato, mentre hanno acceso repentinamente i riflettori sull'Italia quando è divenuto chiaro che le alternative percorribili erano un governo populista Lega-M5S subito o un governo ancor più populista Lega-M5S dopo nuove elezioni. In pochi giorni i BTP, le azioni e le obbligazioni bancarie ed alcune azioni industriali italiane hanno visto significativi e violenti cali dei corsi (aumento dei tassi di rendimento) per prezzare una più alta rischiosità del paese Italia.

BTP a 10 anni – Rendimento %



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | DIPARTIMENTO DEL TESORO

Dopo attenta osservazione riteniamo però decisamente fuorviante pensare che i mercati finanziari stiano penalizzando l'Italia solo perché il nuovo governo abbia in mente politiche populiste. Le politiche populiste del presidente americano Trump sono state fin ora apprezzate senza riserve dai mercati finanziari e dagli osservatori di settore: l'idea comune è che, taglio delle tasse, sicurezza, spesa pubblica in deficit, politiche protezionistiche abbiano risvegliato gli istinti animali dell'economia e dell'imprenditoria americana, mettendo le basi per una solida crescita economica nei prossimi anni. Perché le politiche populiste del governo italiano invece preoccupano i mercati? Perché sono razzisti o ancor più complottisti?

L'ovvia risposta è no, i mercati sono lucidi osservatori imparziali sull'andamento di un'economia e della sua infrastruttura politica. Essi a nostro parere non hanno giudicato le politiche populiste proposte da Salvini e Di Maio in modo astratto, ma le hanno contestualizzate nell'infrastruttura politica ed economica in cui l'Italia si trova: l'Europa, un'area di libero scambio di beni, persone, capitali e servizi con un'unica valuta, un'unità politica monetaria, ma con più entità sociali e politiche sovrane.

I mercati pensano, o meglio temono, che le politiche populiste proposte in Italia siano inconciliabili con l'appartenenza al progetto comune europeo.

La domanda quindi a cui si deve dar risposta per comprendere se gli attuali movimenti di azioni e BTP italiani siano l'inizio di una più profonda crisi o solo momentanea, è la seguente: può un governo italiano a guida Lega e M5S convincere l'Europa che alcune politiche protezionistiche e di deficit di bilancio sono necessarie per continuare il progetto europeo, così come lo conosciamo oggi?

Se la risposta è sì allora la solvibilità dei BTP non è a rischio, se la risposta è no temiamo che l'Area Euro stessa sia a rischio. Riteniamo sia altamente improbabile che vi sia una terza opzione dove in caso di forte rialzo dello spread arrivi un governo tecnico, il fondo salva stati e il Fondo Monetario Internazionale e ci costringa ad applicare quello che sono riusciti a far applicare alla Grecia. Da un lato l'Italia è troppo grande, dall'altro politicamente non dobbiamo dimenticare che questa classe politica è espressione del cambiamento incondizionato, del "saltiamo nel buio piuttosto".

In questo contesto molti osservatori, tra cui noi, pensano che si riesca a trovare una soluzione di mediazione. L'Italia otterrà concessioni sul fronte migranti e sul fronte deficit, in cambio il governo italiano dovrà abbassare i toni ed abbandonare la continua propaganda elettorale ed autoreferenziale che caratterizza questi primi giorni di governo. Questo delicato equilibrio permetterà anche alla BCE di continuare ad essere moderatamente espansiva e dare sostegno ai BTP a più lunga scadenza, anche dopo l'uscita di scena di Draghi nel 2019.

Se questo è lo scenario base, non possiamo ignorare il fatto che anche uno scenario di coda (con probabilità di realizzazione bassa, ma possibile) è emerso all'orizzonte.

L'incapacità del governo Lega-M5S di comprendere che la mediazione con l'Europa è necessaria per dare stabilità al paese, potrebbe portare ad una profonda crisi sistemica in Italia e di riflesso in Europa e mettere definitivamente in pericolo il progetto Europeo. Le aree più critiche sono senza dubbio quelle legate alla spesa pubblica ed alla sostenibilità del debito: l'Italia vuole attuare politiche populiste che porteranno quasi sicuramente il deficit sopra la soglia indicata come accettabile da Bruxelles, se l'Italia si rifiuta di mediare o propone in futuro politiche ancor più populiste i paesi più virtuosi come la Germania potrebbero avere difficoltà politiche al loro interno e dovrebbero agire per imporre la loro visione.

In soldoni, da un lato si avrà l'italiano che vuole sempre più agevolazioni, dall'altro il tedesco che dice che sta pagando lui per mantenere lo stile di vita ingiustificato dell'italiano; in mezzo vi saranno i partiti politici che cercheranno di guadagnare consensi e di cavalcare il sentiment dell'elettorato. In questo contesto i mercati sarebbero implacabili, colpirebbero senza pietà i titoli di stato italiani e periferici, farebbero scendere le azioni e le obbligazioni delle banche di questi Stati. La crisi che ne risulterebbe sarebbe una crisi greca 10 volte più grande. A quel punto il rischio di abbandono del "progetto Euro" sarebbe decisamente elevato.

Attenzione però, non si deve credere che sia interesse di Italia o Germania uscire dall'unione. Entrambe hanno oggettivi benefici a restarvi: l'Italia può tranquillamente rifinanziare il proprio debito pubblico e continuare senza fretta nel suo percorso riformista (ricordiamo che secondo l'OECD siamo un paese del terzo mondo per quanto riguarda la competitività e la facilità di fare business), la Germania può beneficiare di una valuta a basso costo ed è militarmente credibile nel difendere il confine a Nord-Est con la Russia. La crisi sarebbe "forzata" dai mercati per mettere con le spalle al muro i governi dei vari paesi e farli scegliere una strada più responsabile piuttosto che una facile corrente populista.

Le implicazioni per gli investitori sono molteplici. Da un lato non si deve reagire d'impulso di fronte alle violente oscillazioni dei mercati di queste settimane. Lo scenario base è quello di un'Italia solvibile all'interno dell'Euro e di un rischio default dei BTP sotto i 5 anni relativamente contenuto; più nebuloso rimane lo scenario di lungo periodo e più alti potrebbero rimanere gli spread sulle scadenze più lunghe. In questo contesto non vi dovrebbero essere problemi né per i bond bancari né tanto meno per i depositi in conto corrente.

Detto questo i portafogli sovra esposti a BTP e Bond Bancari (non solo italiani, ma anche Europei) devono in parte tener conto dello scenario di coda, che oggi è decisamente più probabile rispetto a 6 mesi fa, anche se rimane pur sempre un evento di coda. L'esposizione in questo caso deve essere ridotta opportunamente. Si tenga presente a riguardo che in caso di uscita dall'Italia dall'Area Euro l'effetto a cascata sarebbe trasversale tra più classi di attivi, sia italiani che esteri; basti pensare che il maggior creditore dell'Italia è la Germania stessa tramite i saldi di TARGET2 dell'interbancario (vedi [link](#)).

Un investitore deve quindi valutare attentamente cosa comprare una volta che ha venduto parte dei suoi BTP. La risposta non è scontata.

Nel frattempo, speriamo con tutto il cuore che il governo italiano riesca a mediare con l'Europa e magari che le politiche populiste proposte riescano a fare quello che stanno facendo in USA, risvegliare gli istinti animali degli imprenditori e dei consumatori, dando un boost al rialzo al PIL. Questa sarebbe sicuramente una sorpresa inattesa capace di spiazzare positivamente i mercati.