



- **Italia al voto il 4 marzo: promesse elettorali per tutti i gusti**
- **In Italia si va verso un governo di larghe intese?**
- **Mercati poco preoccupati dall'esito delle urne**

Elezioni in Italia

Il 4 marzo 2018 in Italia si voterà per il rinnovo del Parlamento: il territorio nazionale è suddiviso in circoscrizioni elettorali (28 per la Camera, 20 per il Senato) in cui saranno eletti 630 deputati e 315 senatori. Ci sembrano poco fondati i timori di chi paventa – come per le elezioni francesi dello scorso anno – che un governo euroscettico possa portare l'Italia a uscire dalla moneta unica, se non addirittura dall'UE. Anche le quotazioni sui mercati finanziari non incorporano attualmente alcun rischio accresciuto per quanto riguarda i titoli di Stato italiani. La nuova legge elettorale (Rosatellum), al suo debutto in questa tornata, prevede che il 37% dei seggi sia assegnato in collegi uninominali con un sistema maggioritario. Ciò dovrebbe avvantaggiare i grandi partiti, ma difficilmente si vedranno uscire dalle urne maggioranze più nette e coalizioni di governo più stabili.

Tre schieramenti in equilibrio

Attualmente il panorama politico italiano è diviso in tre schieramenti di dimensioni analoghe. La coalizione di centro-sinistra raccolta attorno al «Partito Democratico» – cui appartiene anche il premier in carica Paolo Gentiloni – prospetta l'introduzione di un salario minimo, l'estensione degli assegni familiari e altre prestazioni sociali per pensionati e disoccupati. La coalizione di centro-destra, di cui fanno parte «Forza Italia» con Berlusconi, «Fratelli d'Italia», «Lega Nord» e altri partiti, risponde promettendo massicci tagli fiscali mediante una «flat tax»; nel programma figurano anche il controllo dei flussi migratori e un piano Marshall per l'Africa. Il «MoVimento 5 Stelle (M5S)» potrebbe risultare il primo partito, con circa il 30% di consensi. Nel frattempo, però, ha moderato i suoi toni euroscettici e punta i riflettori su altri temi: lotta alla burocrazia e allo spreco dei fondi pubblici, introduzione del cosiddetto «reddito di cittadinanza», tagli alle imposte. Il M5S sarebbe favorevole al varo di una nuova legge per punire

i «cambi di casacca»: chi decidesse di passare a un altro partito perderebbe automaticamente anche il proprio seggio. Tra gli obiettivi perseguiti vi è anche la riduzione del debito pubblico, attualmente al livello record del 130% del PIL; tuttavia, a breve termine, un ulteriore peggioramento sarebbe inevitabile per finanziare le nuove spese in programma.

Verso un governo di larghe intese?

Come spesso accade in Italia, il governo si potrà formare solo grazie a una coalizione. Le ipotesi più probabili sono una cosiddetta «grande coalizione» di centro-destra e centro-sinistra oppure un governo di transizione con successiva nuova chiamata alle urne. Come in Germania, la formazione del governo potrebbe essere difficile e richiedere tempi lunghi, soprattutto se il primato andrà effettivamente al M5S. Per la stessa natura di quest'ultimo, forza di opposizione con un programma elettorale complesso e non convenzionale, eventuali negoziati con i partiti tradizionali per dare vita a una coalizione diventerebbero infatti, con ogni probabilità, il palcoscenico ideale per dare voce alla frustrazione circa l'attuale situazione italiana.

Uscita dell'Italia dall'UE o dall'Eurozona?

La probabilità che l'Italia, nel prossimo futuro, persegua seriamente un'uscita dall'UE o dalla moneta unica è molto remota. Inoltre, la Costituzione italiana non ammette la possibilità di indire un referendum sui trattati internazionali. Per quanto una modifica della Costituzione volta a consentire questa procedura rientri nel quadro degli scenari possibili, reputiamo improbabile che ciò accada, visto il panorama politico tripolare ed estremamente frammentato.

Scarsa la preoccupazione sui mercati

I mercati non danno prova di credere in un prossimo, radicale cambio di rotta della politica estera italiana. Come nel resto dell'Eurozona, anche qui nell'ultimo anno la situazione economica è decisamente migliorata. Tuttavia, sul Paese continuano a pendere come una spada di Damocle il pericolo latente rappresentato da un debito pubblico sempre più difficilmente sostenibile in un'ottica di lungo termine e l'imprevedibilità politica delle correnti populiste. Resta però la speranza che l'Italia, avveza a vivere in un clima di caos politico e dotata dell'indubbia capacità di reagire in modo eccezionale proprio nelle situazioni più difficili, sappia ancora stupirci in positivo. Con riferimento alle elezioni, i mercati sembrano effettivamente confidare nelle doti del Paese.

USA: congiuntura ancora a pieno regime

Anche nell'ultimo trimestre del 2017, la crescita del PIL USA è stata soddisfacente, benché leggermente inferiore alle previsioni che la davano al 3%: le prime stime parlano di un +2,6%. Ad agire da freno sono stati innanzitutto la riduzione delle scorte e, in secondo luogo, un deficit piuttosto elevato della bilancia commerciale. Su quest'ultimo fronte, anche un'eventuale svalutazione del dollaro – misura da molti recentemente invocata – non risolverebbe la situazione; anzi, nel breve termine potrebbe persino accentuare il problema. C'è il pericolo che un dollaro più debole aumenti il costo delle importazioni, a fronte di una domanda di export più lenta a riprendersi. Malgrado questo rischio, anche nell'anno in corso si potrà contare su un buon andamento della congiuntura. I consumi privati sono tuttora molto solidi, la fiducia dei consumatori resta su livelli storicamente alti (fig. 1).

UE: permane il clima positivo

Anche nell'Eurozona tutto procede per il meglio. Nel 4° trimestre 2017 il PIL è cresciuto del 2,7% (YoY). Il buon andamento della congiuntura poggia su basi solide. In Francia, ad esempio, il PIL ha fatto segnare il tasso di crescita più alto dal 2011, e anche Spagna e Germania non sono state da meno. Inoltre le prospettive restano molto incoraggianti, malgrado gli elementi di incertezza sul fronte politico (voto in Italia e Brexit). Gli indicatori di sentiment viaggiano su livelli storicamente alti e anche la situazione sui mercati del lavoro è in progressivo miglioramento. Tra l'altro, l'Eurozona è una delle poche regioni in cui il tasso d'indebitamento pubblico è in regresso (fig. 2). E il livello dei tassi, che rimane basso, offre ai singoli Paesi un ulteriore margine di manovra per attuare le proprie politiche di spesa.

Svizzera: semaforo verde

Si conferma il semaforo verde per la congiuntura, benché di recente il KOF abbia segnato una lieve flessione. In ogni modo, anche con questo calo l'indicatore anticipatore continua a restare al di sopra della media di lungo periodo. L'economia svizzera beneficia, tra le altre cose, di una congiuntura globale estremamente solida. In generale, le condizioni sono favorevoli e lo si percepisce dalle attese delle imprese orientate alle esportazioni, la cui fiducia è su livelli storicamente molto alti. A soffiare nelle vele dell'export elvetico contribuisce anche l'euro forte: di fatto, l'Europa è di gran lunga il partner commerciale più importante per la Svizzera (fig. 3).

Fig. 1: Fiducia dei consumatori USA

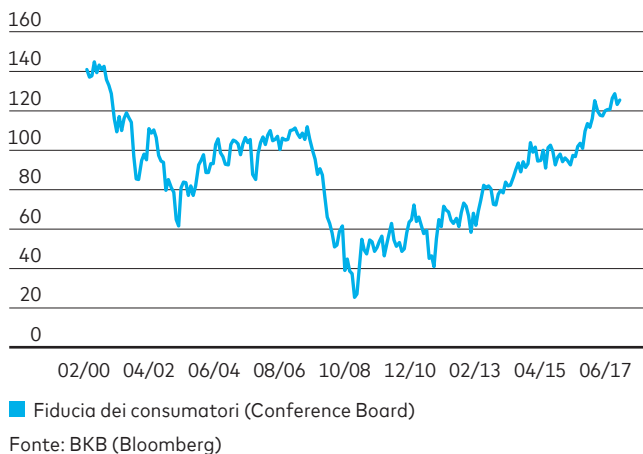


Fig. 2: Indebitamento USA ed Eurozona a confronto

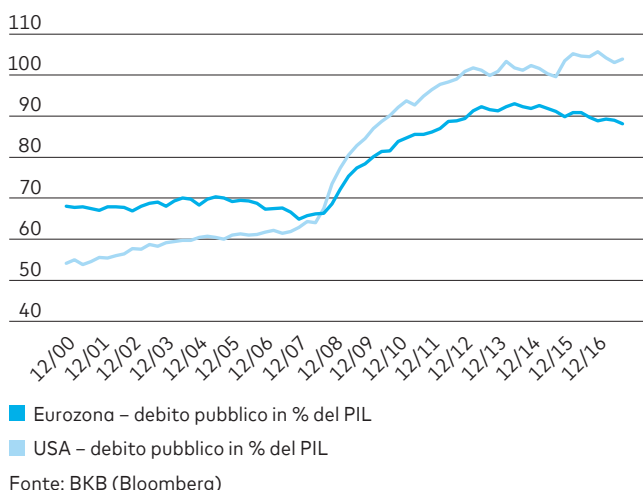
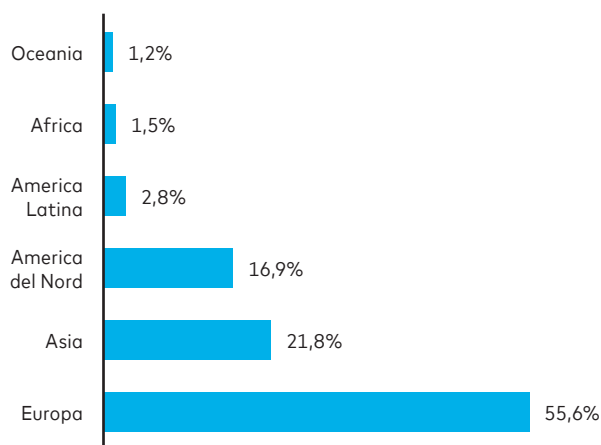


Fig. 3: Export elvetico per regioni in %



La BCE mantiene l'approccio espansivo

Nella riunione di gennaio del Consiglio direttivo, la Banca centrale europea (BCE) ha deciso di lasciare invariata la propria politica monetaria. I tassi di riferimento restano quindi a zero, e la BCE parte dal presupposto che rimarranno su questi livelli ancora per diverso tempo, ben oltre la fine del quantitative easing. Il programma mensile di acquisto di titoli sarà portato avanti senza variazioni fino a settembre 2018. Peraltro, la BCE è pronta a prolungare o ampliare le misure non convenzionali di politica monetaria finché non constaterà un ritorno durevole dei tassi d'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2%, come prefissato. Malgrado la crescita nell'Eurozona sia robusta, le spinte interne sui prezzi sono ancora nel complesso deboli. Dal punto di vista della BCE non sono ancora percepibili segnali convincenti di una perdurante tendenza al rialzo dell'inflazione. Secondo il presidente Draghi permane quindi la necessità di un ampio grado di stimolo monetario.

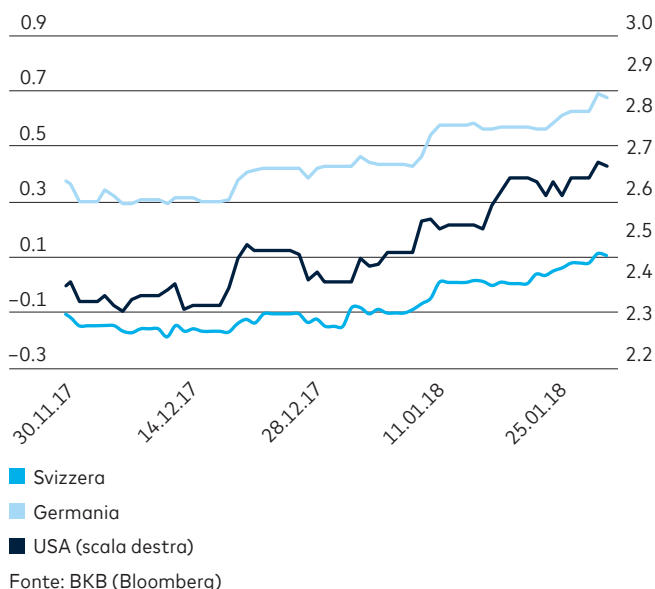
Prospettive

Da inizio anno i rendimenti dei titoli di Stato decennali di USA, Germania e Svizzera hanno registrato un aumento (fig. 1). Una delle cause è senz'altro la solidità dei dati congiunturali a livello globale. Negli USA, oltre alla congiuntura florida e ai primi segnali di rischio di un'impennata dei prezzi, è anche la politica monetaria a lasciar presagire un rialzo dei rendimenti. A ciò si aggiungono i possibili effetti della riforma fiscale: se i tagli alle imposte dovessero surriscaldare ulteriormente la congiuntura, la Fed potrebbe attuare il suo programma di normalizzazione più rapidamente del previsto. Per il 2018 la Banca centrale statunitense ha prospettato tre giri di vite, che dovrebbero essere seguiti da altri due nel 2019. In Europa, invece, la BCE non ha fretta di modificare la propria politica monetaria espansiva, e anche in Svizzera non si profila alcun cambiamento al riguardo. Per non ridurre il differenziale d'interesse rispetto all'Eurozona, correndo il rischio che il franco si apprezzi, la BNS attenderà con ogni probabilità l'intervento della BCE prima di aumentare a sua volta i tassi di riferimento.

Mercato immobiliare svizzero

Anche nel 2017 i prezzi delle abitazioni di proprietà sono lievemente saliti: per gli appartamenti l'aumento è stato di poco inferiore al 2%, mentre per le case unifamiliari si aggira attorno al 3%. A fungere da fattori di sostegno principali per questo mercato sono il basso livello dei tassi ipotecari e la robusta congiuntura. Contrariamente al mercato degli appartamenti in affitto, caratterizzato da un eccesso di offerta, quello della proprietà abitativa beneficia, oltre che dell'affievolirsi della domanda, anche di un'attività di costruzione in calo in questo segmento. Nel frattempo, molte economie domestiche non sono più in grado di finanziare l'acquisto di una proprietà d'abitazione, a causa dei prezzi elevati. Chi tuttavia intende coronare il sogno di una casa propria è anche disposto a scendere a compromessi, ragion per cui cresce la domanda di oggetti più convenienti e di dimensioni più ridotte. Probabilmente nel 2018 vi sarà ancora margine per un moderato aumento dei prezzi delle case unifamiliari, mentre non c'è da attenderselo per gli appartamenti di proprietà, che quindi saranno esposti a una più aspra concorrenza a causa dei canoni locativi in calo. Manteniamo una ponderazione neutra negli investimenti immobiliari indiretti, con una quota del 5%.

Fig. 1: Rendimenti dei titoli di Stato decennali



Inizio d'anno positivo sui mercati azionari

L'anno si è aperto splendidamente per i mercati azionari, con solo poche eccezioni. Sia l'indice americano S&P 500 che lo svizzero SPI hanno chiuso la prima seduta di gennaio toccando nuovi massimi storici e battendo poi ripetutamente, nel corso del mese, i record raggiunti. Tuttavia, a fronte di tassi in crescita, non tutti i settori hanno beneficiato in egual misura del sentiment positivo degli investitori (fig. 1). I titoli dei settori difensivi, che in passato venivano usati come sostituto delle obbligazioni in virtù dei loro profitti relativamente stabili e degli elevati rendimenti dei dividendi, hanno decisamente segnato il passo rispetto ai valori ciclici. Per contro i titoli finanziari, specie quelli europei, hanno tratto notevole beneficio dall'andamento dei tassi.

Valutazioni «salate»

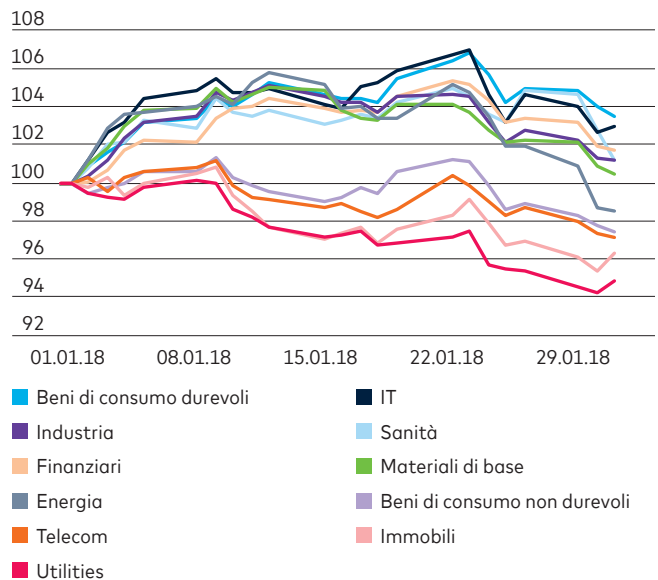
Sul fronte delle valutazioni, invece, la situazione dei mercati azionari è meno soddisfacente. Di recente i corsi azionari hanno fatto segnare rialzi più marcati rispetto agli utili, malgrado l'andamento positivo di questi ultimi. Ciò ha determinato un'ulteriore impennata delle valutazioni, che in particolare negli USA sfiorano ora il margine superiore della fascia di riferimento storica. Il basso livello dei tassi può ormai giustificare solo in parte il P/E attuale delle azioni americane, che negli ultimi mesi si è allontanato da quello che sarebbe un valore equo (fig. 2). A lungo termine, il livello elevato delle valutazioni lascia presagire rendimenti azionari inferiori alla media. In considerazione del contesto congiunturale robusto sul piano globale, non è tuttavia da escludere che gli investitori siano disposti ad accettare valutazioni elevate ancora per diverso tempo.

Strategia d'investimento

Abbiamo tenuto fede alla nostra lieve sovrapponderazione in azioni. A livello regionale prediligiamo i titoli europei e svizzeri, optando invece per una posizione sottoponderata nei titoli statunitensi.

Fig. 1: Performance azionaria per settori a gennaio 2018

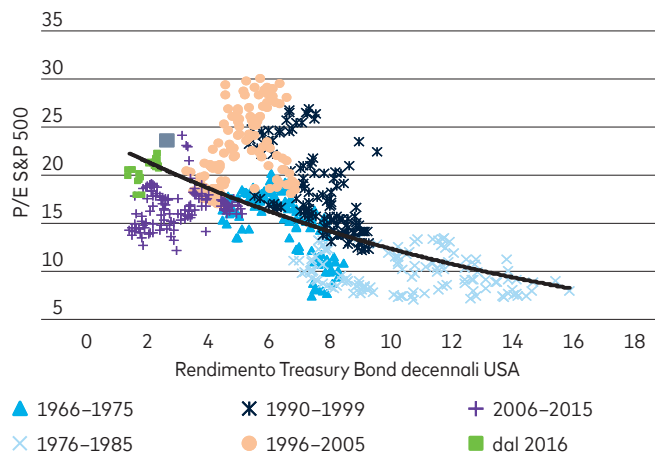
MSCI Net Total Return Index in CHF



Fonte: BKB (Bloomberg/MSCI)

Fig. 2: P/E S&P 500 e interessi

Gennaio 1966 – gennaio 2018



Fonte: BKB (Bloomberg)

© Banca Cler. Senza impegno. I nostri suggerimenti si fondano su dati di dominio pubblico che riteniamo affidabili, ma per i quali non ci assumiamo alcuna responsabilità. Non possiamo neppure garantirne la completezza e l'esattezza. La Banca Cler si riserva il diritto di modificare senza preavviso e in qualsiasi momento le opinioni qui riportate. Lo scenario d'investimento presentato in questa pubblicazione potrebbe non essere confacente alle esigenze di determinati investitori, in relazione ai loro obiettivi d'investimento, all'orizzonte temporale oppure al contesto globale della posizione finanziaria. Sugeriamo agli investitori di richiedere la consulenza di un esperto presso la propria banca prima di prendere qualsiasi decisione in merito agli investimenti. Questa pubblicazione è stata prodotta in collaborazione con la BKB.