

Elezioni Europee: i giochi non sono finiti, opportunità dalle divergenze



Didier BOROWSKI
Head of Macroeconomic Research



Eric BRARD
Head of Fixed Income



Kasper ELMGREEN
Head of Equities



Tristan PERRIER
Senior Economist

- **Risultati delle elezioni:** i risultati sono sostanzialmente in linea con le indicazioni dei sondaggi, anche se con una piccola sorpresa "Pro-istituzione". Insieme, tutte queste forze Pro-istituzione europeiste rappresentano circa il 67% dei membri del Parlamento vs il 70% pre-elezioni. I due principali partiti storici possono costruire la maggioranza attraverso una coalizione con il Centro liberale, o con i Verdi: sarà un po' più difficile di quanto si era abituati nel passato, ma in ogni caso possibile.
- **Implicazioni per la Brexit:** nel Regno Unito la situazione politica è ancora molto aperta. I conservatori e i laburisti sono stati puniti dagli elettori. Il partito pro-Brexit di Nigel Farage è il grande vincitore. Di conseguenza, Boris Johnson è in posizione favorevole per succedere a Theresa May. Ma non è ancora stato fatto nulla e tutte le opzioni sono sul tavolo. Altrove, la buona notizia è che sempre meno partiti populistici in Europa chiedono l'uscita dall'euro (che richiederebbe l'uscita dall'Unione Europea). È probabile che siano influenzati dalle turbolenze britanniche.
- **Impatti sugli investimenti:** il mercato è rimasto tranquillo. L'attenzione del mercato si concentra ora sui dati economici e sulle implicazioni di un'ulteriore escalation delle controversie commerciali, poiché l'economia europea è aperta e sensibile al ciclo globale. Ciò detto, la componente della domanda interna è ancora resiliente, le condizioni finanziarie sono molto accomodanti e la BCE si impegna ad attuare tutte le misure necessarie per evitare un ulteriore deterioramento economico.
- **Dal punto di vista del reddito fisso,** riteniamo che l'incertezza economica e l'aumento dello scenario di rischio manterranno il "costo della protezione" molto elevato e, di conseguenza, il rendimento dei titoli di stato core rimarrà molto basso. Preferiamo le obbligazioni semi-core (Francia, Olanda, Austria) al Bund tedesco. Tra i periferici, vediamo valore in Spagna e Portogallo. In Italia, la pressione per maggiori stimoli fiscali probabilmente metterà sotto stress gli spread dei BTP (e le banche) e aumenterà la volatilità. Anche se non riteniamo che ciò sia una grave minaccia nel breve periodo, perché l'Italia e l'Unione Europea potrebbero trovare un accordo su un orientamento fiscale più flessibile, preferiamo adottare un atteggiamento prudente per il momento. In generale, riteniamo che le divergenze nelle misure fiscali a livello di paese e nei fondamentali di paese / settore potrebbero offrire potenziali opportunità per la selezione attiva e per l'allocazione del rischio.
- **Azioni:** aver superato le elezioni, di per sé, dovrebbe rimuovere una fonte di incertezza. Tuttavia, il nostro punto di vista è che la Brexit e le relazioni commerciali USA / Cina rappresentano un rischio ancora forte per il sentiment in Europa: si tratta di due incertezze che non sono ancora state risolte. Riteniamo ci siano ancora buone opportunità nei comparti più ciclici delle azioni europee. In particolare, le società più esposte all'economia domestica dovrebbero trarre beneficio da una stabilizzazione degli indicatori economici e da una potenziale ripresa nel secondo semestre. Un aspetto interessante di queste elezioni è il risultato dei Verdi nei principali paesi dell'Unione Europea. La consapevolezza delle aziende europee sui temi legati al cambiamento climatico è in aumento e molte aziende hanno adottato misure significative per affrontare la questione. Questo è un settore sul quale abbiamo forti convinzioni e potrebbe offrire interessanti opportunità agli investitori.

Quali sono le prime considerazioni post elezioni europee per gli equilibri nel Parlamento Europeo e per le prossime importanti scadenze dell'Unione Europea?

I risultati sono sostanzialmente in linea con quanto indicato dai sondaggi, anche se con una leggera sorpresa "Pro-istituzione". In primis, si è assistito ad un calo dei voti per i due grandi gruppi politici, i socialdemocratici e i cristiano-democratici o destra moderata; questi due partiti detenevano, dal 1979, la maggioranza congiunta al Parlamento europeo, ma ora non è

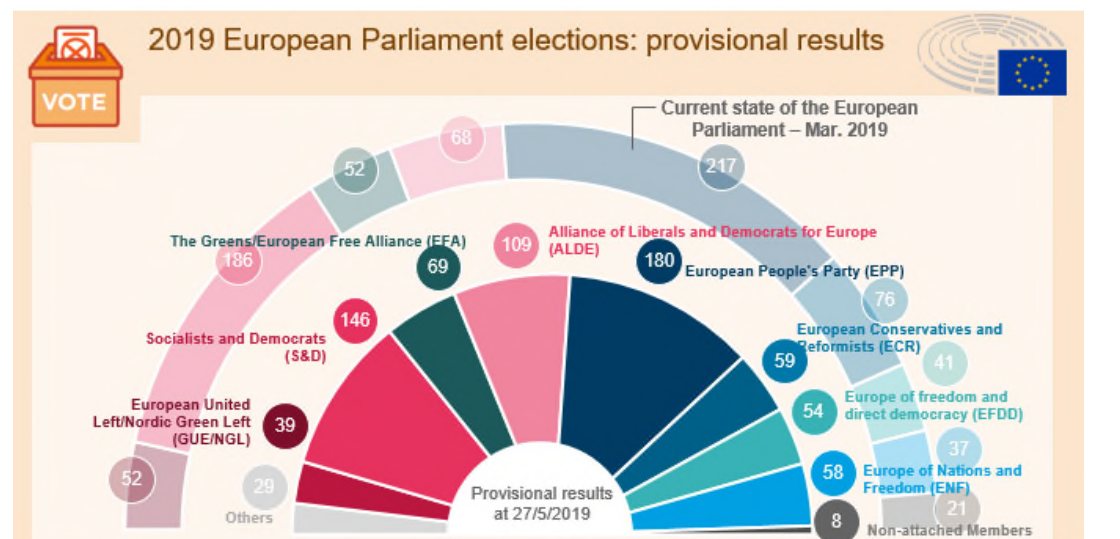
“Insieme, tutte queste forze pro-istituzionali e filo-europee detengono circa il 67% dei parlamentari contro il 70% prima delle elezioni”.

più così. In secondo luogo, vi è stato un aumento di altre cosiddette forze "tradizionali", i Centro Liberali, favorevoli al mercato, compreso il partito del Presidente francese Macron e, ancor più in particolare, i Verdi. **Insieme, tutte queste forze pro-istituzionali e filo-europee detengono circa il 67% dei parlamentari contro il 70% prima delle elezioni.** Infine, l'ultima considerazione riguarda i partiti di estrema destra (o euroscettici di destra) che vedono aumentare la propria quota da circa il 20% al 25%, con casi importanti in Francia, dove il fronte nazionale di estrema destra viene prima del partito del Presidente, e l'Italia. Tuttavia, i partiti di estrema destra hanno ottenuto un po' di meno delle aspettative in altri paesi chiave come Germania e Paesi Bassi, mentre il partito di estrema sinistra ha visto diminuire la propria quota dal 10% al 7%.

Nel complesso, anche se la quota totale dell'insieme dei partiti radicali e dei partiti euroscettici aumenta dal 30% al 32%, non ci troviamo di fronte ad uno tsunami che avrebbe potuto rappresentare uno shock per le istituzioni.

Sarà un po' più difficile rispetto al passato, **per i due partiti storici tradizionali costruire la maggioranza attraverso una coalizione con il Centro Liberale o con i Verdi**, anche se comunque possibile. I partiti radicali avranno un po' più di potere, specialmente attraverso le commissioni parlamentari, e potrebbero tentare di proporre emendamenti ma non dovrebbero essere in grado di bloccare la legislazione chiave se non su argomenti su cui le forze di maggioranza potrebbero essere molto divise.

Infine, l'aumento del tasso di partecipazione al voto è stato notevole. L'affluenza alle elezioni europee è stata storicamente bassa, e in calo, ma questa volta si è passati dal 43% a circa il 50%, il che dimostra un crescente interesse per le questioni europee.



Fonte: Commissione europea, dati al 27/5/2019.

Ci saranno delle implicazioni per la Brexit?

Il Regno Unito sta attraversando una profonda crisi politica. I conservatori e i laburisti sono stati puniti dagli elettori. Il Partito pro-Brexit di Nigel Farage è il grande vincitore e Boris Johnson ha il vento in poppa per succedere a Theresa May. Ma non c'è ancora nulla di fatto. Le dimissioni di Theresa May saranno efficaci dal 7 giugno e le procedure per individuare il suo successore inizieranno solo il 10. Theresa May manterrà comunque la sua posizione fino alla fine del processo di selezione del successore e certamente non mancano i candidati. La situazione dovrebbe risolversi al più tardi entro la fine di luglio. Bisogna però considerare che i partiti dichiaratamente pro-Brexit (come i liberaldemocratici) hanno comunque ottenuto buoni risultati elettorali rendendo il quadro politico ancora più polarizzato e, se possibile, contribuendo a stimolare ulteriormente la richiesta di un secondo referendum. Il prossimo 31 ottobre i 27 Paesi dell'Unione Europea dovranno esprimere un consenso unanime per consentire un'ulteriore proroga della scadenza della Brexit e questo esito è tutt'altro che

“Il Regno Unito sta attraversando una profonda crisi politica; è ancora tutto possibile”.

scontato. Pertanto la probabilità che il Regno Unito lasci l'UE senza un accordo è già aumentata ed è necessario continuare a prepararsi per questa eventualità sia a livello nazionale che a livello di singole società. **Tuttavia è ancora tutto possibile:** nessun accordo Brexit, nuove elezioni, nuovo referendum, nuova estensione dell'articolo 50, senza contare che non si può escludere che il governo britannico possa semplicemente revocare l'articolo 50. L'unica buona notizia è che sempre meno partiti populistici e di protesta in Europa chiedono l'uscita dall'euro (decisione che richiederebbe l'uscita dall'UE). È probabile che siano stati frenati dalle turbolenze britanniche.

Quali sono i punti di forza e di debolezza per le economie europee e per l'assetto politico in Europa nel contesto delle attuali controversie commerciali?

L'economia è molto migliorata a partire dal 2013. Nonostante le forti delusioni del 2018, le stime del primo trimestre 2019 hanno mostrato che i timori di una recessione diffusa erano probabilmente eccessivi - soprattutto in Germania – e che sebbene il settore manifatturiero sia sotto stress, fino ad ora non ha contagiato il resto dell'economia. La domanda interna infatti rimane solida.

Ciononostante, l'Europa rimane vulnerabile per tre motivi:

- 1) **Dal punto di vista economico la crisi ha diviso l'Eurozona in due:** metà in piena occupazione e l'altra metà con un percorso di crescita appena avviato e livelli di disoccupazione ancora elevati. Questa spaccatura rischia di tornare alla ribalta se la situazione dovesse continuare a peggiorare.
- 2) **Sul fronte politico,** i leader e le popolazioni dell'Eurozona sono molto più distanti tra loro di quanto non fossero alcuni anni fa. Nel sud Europa, in particolare, è diffusa la convinzione che sia stata imposta un'austerità eccessiva, mentre nell'Europa del nord c'è il timore che le riforme possano mettere a rischio i risparmi.
- 3) **Da un punto di vista internazionale,** il mondo è diventato multipolare e diviso. Durante la crisi del debito sovrano i nostri principali partner (USA e Regno Unito) hanno aiutato gli europei a salvare l'euro. La leadership di questi paesi nel frattempo è cambiata e nessuno sa come reagiranno alla prossima crisi. Inoltre l'Europa appare sempre più indietro rispetto a Stati Uniti e Cina sul fronte delle nuove tecnologie e questo ha importanti implicazioni geopolitiche.

Gli europei dovranno quindi trovare un modo per superare le loro divergenze e rafforzare l'Europa (in termini di sicurezza e difesa comune, architettura economica e finanziaria dell'Eurozona). Infine, per quanto riguarda il commercio, dovranno trovare il modo di avere una visione comune.

Quali saranno i principali temi macroeconomici e geopolitici per il futuro dell'Unione europea che emergeranno da queste elezioni?

Molti economisti sottolineano la natura incompleta dell'Eurozona e la necessità di un bilancio comune. Un bilancio che, nel caso in cui un grave shock colpisca uno o più Stati membri, potrebbe contribuire a stabilizzare le economie impattate. Un simile bilancio, alimentato da contributi nazionali, permetterebbe di sostenere l'economia quando un paese si trova ad affrontare una crisi, da solo o con il resto della zona euro, limitando l'adozione di riforme onerose. Ciò comporterebbe trasferimenti finanziari verso le economie in difficoltà, a differenza del meccanismo europeo di stabilità (MES), creato durante la crisi per offrire prestiti agli Stati in crisi in cambio di piani di riforma strutturale. Questo bilancio dell'Eurozona, se è dedicato esclusivamente alla stabilizzazione, non dovrebbe essere molto ampio. Le fluttuazioni su piccola scala sarebbero ancora a carico delle economie nazionali. Infine, l'accesso a questo fondo potrebbe essere subordinato al rispetto delle regole di bilancio (al fine di evitare l'azzardo morale).

Ci si può rammaricare, ma sta diventando sempre più chiaro che un bilancio di stabilizzazione non è pronto ad essere istituito nella zona euro. Dobbiamo pertanto sforzarci di migliorare i meccanismi di mercato. **Il consenso più ampio riguarda l'Unione del Mercato dei Capitali.** Gli europei devono promuovere la disciplina e la condivisione dei rischi. Ciò consentirebbe di veicolare meglio gli abbondanti risparmi dell'Eurozona (risparmi in

“Nonostante le forti delusioni del 2018, le stime del primo trimestre 2019 hanno mostrato che i timori di una recessione diffusa erano probabilmente eccessivi”.

“Sta diventando sempre più chiaro che un bilancio di stabilizzazione non è pronto ad essere istituito nella zona euro: il consenso più ampio riguarda l'Unione del Mercato dei Capitali”.

eccesso sugli investimenti pari a 340 miliardi di euro nel 2018) verso esigenze di investimento concrete quali la transizione energetica, l'innovazione digitale o lo sviluppo delle piccole e medie imprese. E faciliterebbe anche l'aggiustamento macroeconomico nella zona euro. In effetti, il mercato integrato dei capitali può attenuare gli shock asimmetrici in un'unione monetaria. Quando l'azionariato di una società è altamente diversificato geograficamente, anche gli utili e le perdite sono ampiamente distribuiti. Negli Stati Uniti, ad esempio, si stima che, grazie al mercato dei capitali, quasi la metà dell'impatto di uno shock economico venga suddiviso tra i diversi stati, in misura maggiore rispetto ai trasferimenti di bilancio. Mentre nella zona euro, solo il 10% di uno shock economico è attenuato dalla condivisione del rischio privato.

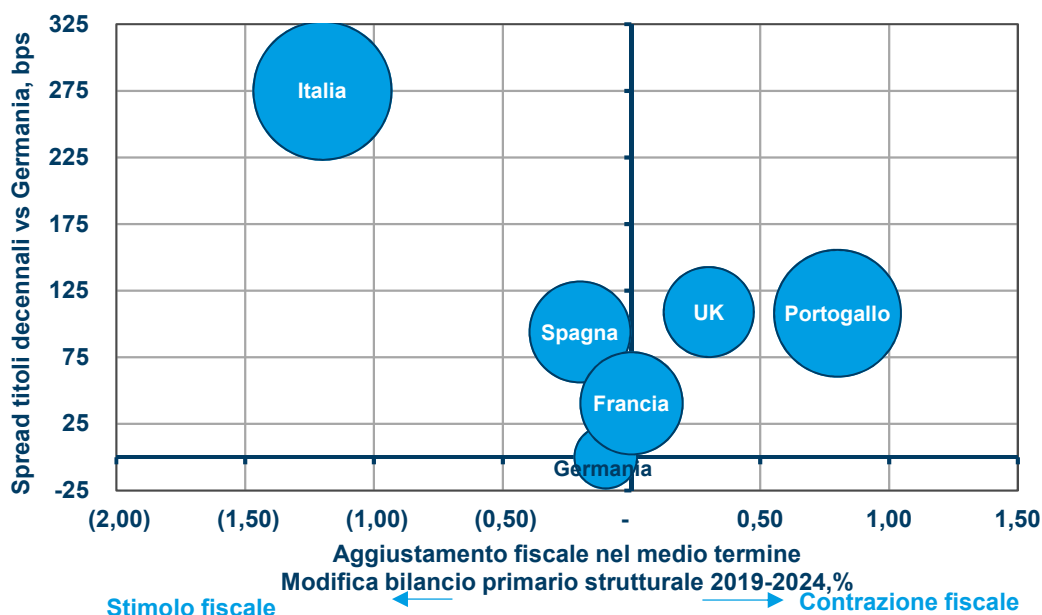
IMPLICAZIONI SUI MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nella zona Euro le richieste di maggiori stimoli fiscali sono cresciute. Quali potrebbero essere le implicazioni nel breve e medio termine per i mercati del reddito fisso in euro?

Le elezioni europee si sono svolte in un contesto di moderata crescita economica. Le politiche fiscali espansive sono complessivamente già in atto. Le richieste di maggiori incentivi fiscali riflettono il sentiment secondo cui l'Europa ha bisogno di ulteriore supporto in un momento in cui gli strumenti di politica monetaria sono più limitati. Le politiche fiscali più espansive si traducono in un aumento del deficit fiscale e in un peggioramento del rapporto debito / PIL, che non è favorevole ai mercati obbligazionari nel lungo periodo. Nel breve termine, le implicazioni per i mercati del reddito fisso potrebbero essere abbastanza diverse nell'area, a seconda della situazione dei diversi paesi. La Germania ha ovviamente più spazio di manovra rispetto all'Italia, ad esempio, e i paesi più indebitati sono esposti a tensioni sui tassi di interesse. Il proseguimento di questo trend potrebbe rafforzare le aspettative di inflazione, ma significherebbe anche un'ulteriore frammentazione all'interno dell'area.

“Se la politica fiscale più espansiva dovesse diventare un trend prolungato, potrebbe aumentare le aspettative di inflazione e portare più frammentazione e opportunità di selezione”.

Quadro fiscale di alcuni stati membri dell'UE ... e come il mercato li sta valutando



Fonte: Bloomberg, dati al 27/05/2019, FFV Monitor Database Fisc aprile 2019. La dimensione delle bolle rappresenta il debito pubblico come percentuale del PIL.

In questo contesto frammentato, il reddito fisso offre molte opportunità di selezione; tra le obbligazioni periferiche, preferiamo la Spagna e il Portogallo all'Italia. Nel credito, ad esempio, siamo positivi sugli industriali ma non sui ciclici e siamo cauti sul settore automobilistico

tedesco; riteniamo ci sia valore nei finanziari, e in particolare nel settore bancario, ma siamo prudenti riguardo alle banche italiane.

Di recente, sono aumentate le pressioni sul debito italiano, rispetto alla possibilità di non rispettare i vincoli fiscali dell'UE. Qual è la vostra opinione sul debito italiano?

Abbiamo adottato un atteggiamento moderatamente prudente sul debito italiano che potrebbe essere interessato da misure fiscali potenzialmente più aggressive, deficit più ampi in un contesto di crescita lenta (negativa nella seconda metà dello scorso anno) del PIL, con il rischio che il paese sia sottoposto alla procedura per deficit eccessivo da parte della Commissione Europea. Ciò potrebbe mettere sotto pressione gli spread dei BTP e aumentare la volatilità, per non parlare della potenziale reazione delle agenzie di rating e del danno aggiuntivo per le banche italiane. Anche se non riteniamo che questa sia una grave minaccia nel breve termine, perché l'Italia e l'UE potrebbero trovare un accordo su un orientamento fiscale più flessibile, preferiamo adottare una posizione attendista.

Con le elezioni europee alle nostre spalle, ci sarà sollievo per l'Euro?

La reazione del mercato sull'euro è stata molto limitata in quanto i risultati sono stati in gran parte in linea con le aspettative e non rappresentano un punto di svolta. Le questioni chiave in gioco rimarranno il profilo della crescita economica, gli sviluppi nel panorama politico europeo dopo le elezioni in ciascun paese, la necessità di maggiori stimoli e l'impatto delle varie minacce ancora in atto, che si tratti dei dazi o della Brexit. Il contesto attuale non prevede un'improvvisa ripresa dell'euro.

IMPLICAZIONI PER L'AZIONARIO

Dopo aver superato le elezioni europee, prevedete un miglioramento del sentiment degli investitori azionari nei confronti dell'Europa e perché?

Sì, il solo svolgimento delle elezioni dovrebbe eliminare un'incertezza anche se la piena manifestazione del nuovo Parlamento europeo si avrà nei prossimi mesi: la nuova Commissione e il nuovo Presidente della BCE devono ancora essere eletti e quelli saranno passi cruciali nel determinare il percorso dell'Unione europea nei prossimi anni. Crediamo che la Brexit e le relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina rappresentino un rischio ancora maggiore per il sentiment in Europa - due incertezze ancora irrisolte.

Quali opportunità tra le azioni europee potrebbero trovare gli investitori nei prossimi mesi?

Riteniamo ci siano ancora buone opportunità nei comparti più ciclici delle azioni europee. In particolare, le società esposte all'economia domestica dovrebbero beneficiare di una stabilizzazione degli indicatori economici e di una potenziale ripresa nel secondo semestre. Inoltre, vediamo alcune selezionate opportunità all'interno del settore sanitario e delle telecomunicazioni tra i segmenti più difensivi. Naturalmente l'economia europea è molto esposta al commercio globale, quindi sarà influenzata dagli sviluppi nelle relazioni commerciali USA / Cina.

“Italia: non rappresenta una minaccia nel breve termine, ma adottiamo una posizione attendista, poiché il dibattito fiscale sarà al centro dell'attenzione”.

“Le elezioni nell'UE sono lungi dall'essere il fattore principale a pesare sui mercati europei e sull'euro”

“Nel medio-lungo termine ci sono alcune sfide nella società che richiederanno una risposta delle imprese: l’Europa è ben posizionata sulla strada del progresso in questa direzione.”

Credete che il nuovo ambiente politico possa influenzare nuovi temi di investimento futuri?

Nel medio-lungo termine ci sono alcune sfide nella società che richiederanno una risposta delle imprese. Per il terzo anno consecutivo, le condizioni meteorologiche estreme guidate dai cambiamenti climatici hanno preso il primo posto nel Global Risks Report presentato a Davos e nel 2019 il secondo e il terzo posto sono stati rispettivamente occupati dalla mitigazione dei cambiamenti climatici e dai disastri naturali. La portata della sfida è enorme e la soluzione dovrà essere multidimensionale. Gli ottimi risultati dei Verdi alle elezioni sono un chiaro segnale che questi temi stanno richiamando l’attenzione tra la popolazione di molti paesi. La consapevolezza delle aziende europee rispetto alla sfida climatica è in aumento e molte aziende hanno adottato misure significative per affrontare la questione. Questo è un settore in cui abbiamo elevate convinzioni per il futuro.

A nostro avviso, le tematiche ESG sono una tendenza strutturale che sta prendendo piede tra le società e gli investitori. Le aziende europee hanno un buon record ESG da una prospettiva relativa, ma devono andare avanti. Sempre più analisi suggeriscono che le società che migliorano i fondamentali ESG tendono a sovraperformare il mercato. Riteniamo che questa continuerà ad essere un’area di interesse e opportunità per gli investitori negli anni a venire.

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d’offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all’investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: [28 maggio 2019](#).