

Le elezioni italiane non dovrebbero compromettere il quadro europeo



Andrea Brasili
Senior economist



Diego Franzin
Head of Equities



Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset

L'esito elettorale potrebbe generare incertezza sulle future politiche economiche italiane, ma non dovrebbe compromettere la storia positiva europea.

- **Esito:** il risultato elettorale (con un esito molto positivo per il Movimento 5 Stelle, adesso primo partito, e della Lega nella coalizione di centro-destra) non era atteso dal mercato. Con questi risultati, se confermati, il processo di formazione di un nuovo governo potrebbe essere piuttosto lungo e l'incertezza sui mercati rimarrà elevata.
- **Economia:** l'Italia sta mostrando tre principali segnali di miglioramento: competitività, investimenti, e accesso delle imprese al mercato. Crediamo che il risultato elettorale non debba influenzare negativamente questo posizionamento economico. Tuttavia, il mercato potrebbe reagire a questo nuovo scenario caratterizzato da maggiore incertezza per il Paese, poiché nel corso della campagna elettorale le posizioni di alcuni dei partiti vincitori sono state piuttosto critiche rispetto alle riforme messe in atto dal precedente governo, e verso l'Europa. Nel medio termine, molto dipenderà dalle riforme che implementerà il nuovo governo.
- **Mercati:** nel breve termine ci aspettiamo che ci sia una certa volatilità sui mercati, almeno fintanto che il nuovo governo sarà formato e comunicherà il proprio programma economico e fiscale. Tuttavia, questa volta, pensiamo che la ripresa economica in Europa e nel mondo sia ben più resiliente rispetto al passato e anche i bilanci societari sono più solidi dopo anni di piani di ristrutturazione.

Cosa ne pensate del risultato delle elezioni in Italia?

AB: Il risultato elettorale (l'esito molto positivo per il Movimento 5 Stelle e per la Lega nella coalizione di centro-destra) non era atteso dal mercato in queste proporzioni e determina l'inizio di una fase in cui si presentano molteplici scenari possibili. Il Parlamento si riunirà il 23 marzo e poi il Presidente inizierà ufficialmente le consultazioni con i leader di partito per esplorare la possibilità di formare un governo e indicare un Primo Ministro. Il paese ne esce anche con una spaccatura netta dal punto di vista geografico, con il Nord che ha premiato la coalizione di centro destra e la Lega in particolare e il M5S largamente vincente al Sud. Questo rende più difficile che il M5S e la Lega possano trovare un accordo di governo (per il quale avrebbero quasi i numeri) che è lo scenario che spaventerebbe di più i mercati, visto che alcune posizioni (comuni) dei due partiti vittoriosi sono abbastanza critiche verso le riforme introdotte dai governi precedenti e verso l'Europa. Con questi risultati, il processo di formazione di un governo potrebbe essere abbastanza lungo e l'incertezza sul mercato potrebbe mantenersi elevata; in ogni caso molte delle ipotesi di grande coalizione immaginate prima del voto sono ora meno probabili.

Qual è la vostra valutazione dell'economia italiana, anche alla luce dei recenti risultati?

AB: L'economia Italiana sta mostrando tre principali segnali di miglioramento. Primo, il Paese ha ripreso competitività verso l'estero come evidente dai buoni dati sulle esportazioni (nei primi 3 trimestri del 2017, l'Italia era sopra Francia e Spagna in termini di crescita delle esportazioni, mentre era leggermente sotto la Germania). Anche il saldo stabile delle partite correnti (nonostante una domanda interna più forte) e lo stabilizzarsi della quota delle esportazioni mondiali confermano il miglioramento della competitività. Secondo, le imprese italiane hanno iniziato a reinvestire in macchinari e attrezzature che stanno crescendo adesso in linea con la media dell'Eurozona. Terzo, le aziende hanno chiaramente iniziato ad intercettare capitale sul mercato molto più che in passato e questo è un chiaro segnale di cambiamento: una struttura del debito più complessa e moderna (più differenziata rispetto al semplice prestito bancario) sta obbligando le aziende ad aprirsi a nuovi partner, a una nuova classe dirigenziale, e a diventare più orientati alla crescita. Questi tre fattori suggeriscono che la crescita potenziale è leggermente più alta di quella calcolata dalla Commissione Europea (appena sopra lo zero), e che l'economia italiana può crescere in modo persistente in un intervallo dell'1-1,5% con un

tasso di inflazione in una forchetta dell'1,5-2%. In queste condizioni, il debito è destinato a diminuire e gli asset italiani potrebbero trarre beneficio dalla riduzione del premio per il rischio. La prima reazione del mercato potrà essere dominata dal timore che questi segnali di miglioramento siano in pericolo. Il rischio è che un nuovo governo smetta di perseguire una politica fiscale disciplinata e invochi un approccio molto più espansivo. Questo certamente potrebbe generare degli attriti con le autorità europee e con gli altri paesi (nell'Eurogruppo). Invece, nel medio termine, molto dipenderà dalle riforme che implementerà il nuovo governo.

Come cambia la vostra view sul rischio politico in Europa dopo queste elezioni?

AB: Con questo risultati, poiché i principali partiti vincitori sono stati molto critici nei confronti dell'Europa, è probabile che il governo non contribuisca al processo di rafforzamento del progetto europeo. Qualsiasi progresso in termini di integrazione non potrà che essere difficoltoso se uno dei membri fondatori ha una posizione neutrale o addirittura negativa. C'è anche il rischio che vi siano posizioni molto divergenti su aree di intervento rilevanti, come l'immigrazione. Nel frattempo, in Germania, il partito socialdemocratico (SPD) ha approvato l'ingresso nel nuovo governo di "Grande coalizione". Questo darà impulso ad azioni di crescita e rafforzamento dell'integrazione europea sulla scia di quanto avviato dal Presidente francese Macron. Pertanto nel complesso non ci aspettiamo un aumento sensibile del rischio politico in Europa, ma l'Italia dovrà ridefinire il proprio ruolo all'interno del sistema europeo.

Quale vi aspettate sarà l'impatto del risultato delle elezioni sulle azioni europee?

DF: Nel breve termine ci aspettiamo che ci sia volatilità, non solo in Italia, ma anche in Europa, almeno fintanto che il nuovo governo non sarà formato e non annuncerà il proprio programma economico e fiscale. Questo sarà fondamentale per comprendere il posizionamento verso l'euro e il tipo di interventi previsti in termini di sistema pensionistico, stimoli fiscali e riduzione del debito. E' difficile fare ipotesi sulla misura della correzione di mercato, tuttavia il mercato italiano è il più conveniente dell'area Euro. Rispetto alle crisi precedenti (la crisi dell'euro del 2012 e il referendum di dicembre 2016) lo sconto è più contenuto. Dal picco di circa -50% in termini di prezzo/valore di libro (P/B) e -30% di prezzo/utili (P/E), i titoli italiani adesso vengono trattati a circa -35% P/B e -15% P/E. C'è una differenza sostanziale tra la crisi attuale e le precedenti: questa volta la ripresa economica europea e mondiale è molto più resiliente e i bilanci delle imprese sono molto più solidi dopo anni di ristrutturazioni.

Ci sono già stati in Europa altri casi in cui la debole situazione politica non ha più di tanto danneggiato la ripresa economica e, dopo la prima reazione, i mercati tendono ad essere guidati principalmente dai fondamentali economici. Sul lungo termine il vero motore della crescita sarà la capacità delle imprese di generare utili.

Questo risultato politico potrebbe modificare il quadro istituzionale del mercato azionario italiano?

DF: Il decreto PIR¹ (Piano Individuale di Risparmio) è stato un vero successo in termini di raccolta netta e di nuove quotazioni. I flussi netti nel 2017 sono stati superiori ai 10 miliardi di euro. Se i mercati azionari dovessero essere più deboli ci potremmo aspettare una raccolta inferiore e un rallentamento nelle nuove quotazioni, tuttavia non crediamo che vi saranno consistenti rimborsi sui 10 miliardi raccolti lo scorso anno perché gli investitori perderebbero il vantaggio fiscale. Non ci aspettiamo neanche un cambiamento radicale del decreto sui PIR, pertanto le aziende continueranno a quotarsi, anche se forse un po' più lentamente.

Qual è la vostra view sul futuro del mercato delle piccole e medie imprese in Italia?

DF: Confermiamo il nostro approccio costruttivo nel medio termine e suggeriamo di prendere profitto se la reazione del mercato dovesse essere eccessivamente aggressiva. Il nostro approccio positivo è giustificato dal favorevole contesto istituzionale e anche dai solidi fondamentali. Il comparto delle piccole e medie imprese italiane ha realizzato performance molto positive nel 2017, anche prima dell'introduzione del decreto PIR, perché la maggior parte

¹ La legge di Bilancio 2017 (Legge di Stabilità 2017) ha introdotto i Piani Individuali di Risparmio (PIR): esenzione dalla tassazione per le persone fisiche sui guadagni di capitale associati ad investimenti di lungo termine, soggetti a determinate condizioni.

Questa volta la ripresa economica europea e mondiale è molto più resiliente e i bilanci delle imprese sono molto più solidi dopo anni di ristrutturazioni.

Non ci aspettiamo che il risultato elettorale dia origine a una marcata e persistente fase di avversione agli asset rischiosi, ma piuttosto che generi una temporanea debolezza di questi ultimi.

delle aziende quotate sono esposte alle esportazioni in misura maggiore rispetto alle aziende ad elevata capitalizzazione, che sono tradizionalmente più condizionate dal mercato locale. Ci aspettiamo che questo trend positivo possa continuare: le PMI sono il fulcro della struttura economica italiana. Sono molto specializzate in nicchie di mercato e presentano una spiccata capacità di esportare ed innovare. Normalmente queste imprese sono gestite dal loro fondatore e sono particolarmente dipendenti dai prestiti bancari. Il decreto PIR dovrebbe accelerare il processo di successione ai vertici aziendali e anche contribuire a migliorare l'efficienza di queste imprese poiché investimenti, crescita e acquisizioni dovrebbero sottostare alle dinamiche del mercato. Negli ultimi 5 anni gli utili delle PMI sono raddoppiati, rispetto ad un aumento di solo il +30%² delle aziende ad elevata capitalizzazione.

Per il 2018 il consenso del mercato indica una crescita ancora a doppia cifra per le mid cap e un trend positivo anche per le large cap. La selezione e il focus sulla qualità saranno cruciali per trarre beneficio dalle opportunità in questa area.

Quali sono le implicazioni di questo esito elettorale per le altre asset class?

MG: Non ci aspettiamo che il risultato elettorale dia origine a una marcata e persistente fase di avversione agli asset rischiosi. Piuttosto pensiamo che possa esserci una temporanea debolezza di questi ultimi. Questo dipende anche dall'evoluzione delle politiche delle banche centrali e dallo stato di maturazione del ciclo finanziario. Nel breve periodo ci aspettiamo un allargamento degli spread sul BTP a 170-190pb, poiché il mercato aveva prezzato un esito favorevole delle elezioni. Sul mercato azionario ci aspettiamo un aumento della volatilità non solo tra i finanziari, ma su tutti i titoli dell'indice FTSE MIB che ha superato di quasi il 6% il rendimento dell'EuroStoxx 600. Pensiamo possa esserci anche un temporaneo indebolimento dell'euro sul dollaro. Quanto avverrà nel medio termine dipende invece dalla direzione che prenderà il nuovo governo (una volta formato). Indipendentemente dal risultato elettorale crediamo che, con la maturazione del ciclo economico nei Paesi sviluppati, i mercati si muoveranno verso una fase caratterizzata da maggiore volatilità. Noi continuiamo ad essere moderatamente costruttivi sugli asset rischiosi (le azioni in particolare), ma pensiamo che le coperture in portafoglio continueranno ad essere essenziali per mitigare gli effetti di un possibile aumento della volatilità.

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: [5 marzo 2018](#).

² Consenso Bloomberg