

Proposta di bilancio sotto esame



Matteo GERMANO

Head of Multi Assets,
CIO Italy

“I nuovi obiettivi del rapporto deficit e Pil per il 2019-2021 rappresentano una significativa revisione al rialzo rispetto ai precedenti e una mossa che mettere sotto esame l’andamento del debito pubblico italiano.”

“Assistiamo a una fase transitoria di elevata incertezza politica, soprattutto di attriti con organismi europei che ritarderanno ulteriormente le trattative sul bilancio europeo.”

- **I punti chiave della Nota di aggiornamento del DEF.** Il Governo italiano ha sorpreso negativamente i mercati annunciando una sostanziale revisione al rialzo degli obiettivi di deficit per il 2019-2021 al 2,4%, mossa che potrebbe minare la potenziale riduzione del debito italiano (130% del PIL) nei prossimi anni.
- **La reazione dei mercati:** la mossa del Governo ha innescato una vendita consistente di asset italiani (obbligazioni, azioni e soprattutto titoli del settore bancario). L’incertezza rimarrà alta con la sostenibilità del debito sotto il giudizio dei mercati e le attese di nuove valutazioni da parte delle agenzie di rating entro fine ottobre. Un declassamento sembra ora più probabile.
- **La nostra view:** Abbiamo una opinione neutrale sui titoli del debito pubblico italiano e continueremo a monitorare i dettagli delle proposte di bilancio e le evoluzioni delle prospettive economiche. Siamo cauti sui titoli azionari italiani dove ci focalizziamo sulle società meno indebitate. La volatilità nel breve termine potrebbe avere un impatto sulle azioni europee; siamo più costruttivi sull’asset class nel medio termine.

Quali sono i punti chiave della proposta di legge di bilancio del 27 settembre?

In una mossa inattesa, all’ultimo momento, il governo italiano ha sorpreso negativamente i mercati annunciando una sostanziale revisione al rialzo degli obiettivi di deficit di bilancio per il 2019-2021 al 2,4% del PIL. Questa mossa è risultata in chiaro contrasto con le comunicazioni rassicuranti delle scorse settimane di un deficit più contenuto, che avevano contribuito al restringimento di 60 punti base dello spread BTP/Bund sulla scadenza a dieci anni, dal 31 agosto al 27 settembre, sino a raggiungere i 236 punti base.

Questi nuovi obiettivi di deficit pubblico sono in netto contrasto con quelli presentati nel Documento di Economia e Finanza 2018 e concordati con la Commissione Europea, rispettivamente di -0,8%, 0,0% e +0,2% del PIL. L’Unione Europea richiede infatti non solo di mantenere il rapporto deficit/pil sotto il 3% ma anche, per i paesi più indebitati, di seguire un percorso di riduzione del loro debito pubblico. Questi nuovi numeri sono una aperta sfida a questo percorso. Non ci sono al momento molti dettagli sulle ipotesi di crescita del PIL e sul contenuto della manovra che contiene una serie di misure annunciate durante la campagna elettorale dai partiti che hanno formato la coalizione di governo, senza tuttavia chiarezza sul mix finale e sulle coperture che saranno note solo dopo le discussioni in Parlamento. I pochi dettagli disponibili mostrano un bilancio delineato da trasferimenti piuttosto che da investimenti e riforme strutturali.

Quali saranno secondo voi i maggiori impatti di questa nuova proposta di bilancio?

Da qui, possiamo prevedere rischi di un **prolungato periodo di incertezza** derivante da:

- Perdita di credibilità del Ministro delle Finanze Tria e del Governo che hanno fissato obiettivi di bilancio superiori ai limiti sui quali avevano dato assicurazioni ai mercati. Il Ministro delle Finanze, che, stando alle voci, voleva rassegnare le dimissioni, manterrà il suo ruolo su richiesta del Presidente della Repubblica, per evitare ulteriore incertezza. Ma la sua abilità di contenere le pressioni delle forze politiche al governo potrebbe adesso essere percepita come molto debole;
- Sostenibilità del debito sotto esame: la mancanza di riforme strutturali a favore della crescita nella proposta di bilancio 2019 sta piano piano emergendo come fattore di preoccupazione per la sostenibilità del debito pubblico, in assenza di una politica fiscale di consolidamento;
- La risposta delle agenzie di rating (da metà a fine ottobre), con rischi di declassamento per le ragioni sopra elencate;

- Probabili tensioni crescenti con Bruxelles legate all'allentamento del consolidamento fiscale strutturale implicito nei nuovi target di deficit. Con un rapporto deficit / PIL al 2,4%, l'UE probabilmente avvierà per l'Italia la procedura di disavanzo eccessivo. Prevediamo una fase transitoria di elevata incertezza politica, soprattutto di attriti con gli organismi europei che ritarderanno ulteriormente i colloqui su un bilancio europeo.

“I dati sul deficit presentati nel documento programmatico aumentano in modo significativo il rischio di una revisione al ribasso del rating assegnato al debito italiano.”

“Sul debito italiano abbiamo un posizionamento neutrale e continueremo a monitorare i dettagli della legge di bilancio e l'evoluzione del contesto economico.”

“Siamo cauti sull'azionario italiano, dove preferiamo le aziende meno indebitate. La volatilità di breve termine potrebbe avere impatti anche sulle azioni europee, ma siamo più costruttivi in ottica di medio periodo”

Cosa succederà adesso? C'è il rischio di un declassamento del debito italiano?

Entro il 15 ottobre, il documento programmatico di bilancio verrà sottoposto alla Commissione europea che dovrà valutarlo entro e non oltre il 30 novembre. Invece il dibattito e il voto del Parlamento italiano sul disegno di legge di bilancio dovranno essere portati a termine entro la fine dell'anno (alla Camera a novembre e al Senato a dicembre).

Entro la fine di ottobre le agenzie di rating decideranno se rivedere il rating assegnato al nostro Paese, ma i dati sugli obiettivi di deficit presentati nel documento programmatico aumentano in modo significativo il rischio di una revisione al ribasso del rating assegnato al debito italiano. In effetti, questo declassamento potrebbe essere giustificato da decisioni che manifestano uno scarso impegno a proseguire il consolidamento fiscale. Le misure annunciate mettono a rischio la capacità dell'Italia di ridurre nei prossimi anni il debito pubblico (130% del PIL), a meno che la crescita del PIL non riesca a compensare gli effetti di un deficit più elevato. Vale la pena notare che in questo momento non c'è ancora chiarezza sulle modalità di copertura di questa manovra: se dovesse essere finanziata attraverso una riduzione strutturale delle spese questa decisione potrebbe dare un po' di fiato al mercato. Oggi l'Italia ha un rating Moody's pari a Baa2 (in revisione per un possibile ribasso) e rating Fitch BBB (con outlook negativo).

Quali sono le vostre attese per gli asset italiani e i mercati finanziari?

La reazione immediata dei mercati è stata piuttosto marcata, con lo spread sul BTP in aumento a 270 bp e con perdite sul mercato azionario nell'ordine del 4%, in questo momento, e un settore bancario particolarmente penalizzato.

Sui titoli del **debito pubblico italiano abbiamo un posizionamento neutrale**. Questi movimenti di breve termine riflettono l'aggiustamento delle aspettative del mercato (che secondo noi erano troppo positive), ma andando avanti ci aspettiamo che l'analisi sull'Italia possa diventare più critica e che aumenti il premio per il rischio richiesto sugli asset italiani rispetto ad altri mercati europei, in ragione dell'incertezza sulla politica fiscale. Gli investitori non domestici sono già cauti sul debito italiano e non ci aspettiamo ulteriori rilevanti peggioramenti in questo ambito nel breve termine. Tuttavia, i mercati osserveranno con attenzione le modalità di copertura della legge di bilancio per comprenderne i possibili impatti sul debito e sulle dinamiche di crescita. L'indebolimento delle attese sulla dinamica dell'economia italiana potrebbe mettere nuovamente sotto pressione le obbligazioni governative italiane proprio nel momento in cui la Banca Centrale Europea sta iniziando a ridurre il proprio piano di acquisti sul mercato. L'allungamento della duration sulle obbligazioni governative core potrebbe contribuire a mitigare questa fase di stress sugli asset italiani.

In questo momento non ci aspettiamo un contagio all'intero **mercato obbligazionario europeo** poiché questa rimane una problematica locale, ma non si può escludere che l'estendersi di una minore disciplina fiscale tra i Paesi possa portare ad un aumento della pressione sui mercati.

Siamo molto cauti anche sul **mercato azionario italiano** poiché ampiamente esposto al settore bancario, a sua volta esposto ai titoli di Stato, e ad altri settori come quello dei servizi di pubblica utilità che potrebbero essere penalizzati dall'incertezza sulla regolamentazione e sulla tassazione future. In questa fase, una maggiore attenzione alle aziende meno indebitate e meno esposte al rialzo dei tassi potrebbe contribuire a mitigare la volatilità. Anche il mercato del credito italiano potrebbe riflettere la volatilità dei titoli di Stato, in particolare i titoli bancari.

Sull'azionario europeo abbiamo un atteggiamento attendista in un contesto di elevata volatilità di breve termine. Siamo però più costruttivi sul medio termine. Quest'anno abbiamo assistito alla marcata supremazia dell'azionario americano e ad un forte ritracciamento degli

indici emergenti, mentre l'Europa si è mossa all'interno di un intervallo. Pensiamo che quando l'incertezza politica verrà superata, l'azionario europeo sarà nuovamente sotto i riflettori, grazie anche alle valutazioni estremamente interessanti.

Avvertenze

La diversificazione non è garanzia di guadagno né protegge dalle perdite.

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 settembre 2018](#).