

L'ARGOMENTO DEL MESE

La fiducia
va meritata
Amundi
ASSET MANAGEMENT

ITALIA: SFIDE COMPLESSE ALL'ORIZZONTE, MA NIENTE ITALEXIT IN VISTA!

ANNALISA USARDI, Macroeconomic Research
DIDIER BOROWSKI, Head of Macroeconomic Research

Finalizzato il 05/06/2018

L'essenziale

Agli investitori sono bastati pochi giorni per passare da un disinteresse forse eccessivo a un pessimismo smisurato nei confronti della politica italiana. Probabilmente la volatilità rimarrà presente ancora per un certo lasso di tempo perchè l'Italia sta per entrare in una fase inedita della sua storia in termini di governance, e ciò potrebbe giustificare uno specifico premio al rischio politico. Tuttavia, anche se è inevitabile uno scontro di una certa portata tra il nuovo governo e le istituzioni europee (sull'immigrazione, sulla politica di bilancio e sulla politica estera), non ci aspettiamo a breve un rischio di default o l'uscita dall'euro. I punti deboli dell'economia italiana sono noti (debito pubblico, crescita potenziale molto bassa, modesta produttività), ma la situazione economica è migliorata significativamente negli ultimi anni. Fin quando le condizioni monetarie e finanziarie rimarranno accomodanti, la ripresa dell'economia italiana dovrebbe continuare.

In pochissimi giorni, gli investitori sono passati da un disinteresse eccessivo appena prima delle turbolenze (allora l'indice MIB segnava un rialzo del 10% dall'inizio dell'anno e lo spread sovrano era stabile nonostante le incertezze riguardo al governo) a un pessimismo eccessivo (crollo del mercato azionario, spread sovrano a livelli che non si vedevano dal 2013); lo shock ha interessato maggiormente i tassi di interesse a breve termine rispetto a quelli a lungo termine. Ciò significa implicitamente che gli investitori hanno già iniziato a scontare - con una probabilità significativa - la fuoriuscita dalla zona Euro (Italexit) che avrà come corollario il default sovrano.

Dobbiamo tuttavia dar prova di un po' di buon senso:

- anche se è inevitabile uno scontro di una certa portata tra la coalizione di governo e le istituzioni europee (sull'immigrazione, sulla politica di bilancio e sulla politica estera) non c'è un rischio di default imminente nei prossimi due-tre anni;
- dai sondaggi emerge che gli Italiani (perlomeno fino adesso) non intendono abbandonare l'euro. E ciò spiega chiaramente perché i due partiti antisistema che formano la nuova coalizione di governo non hanno mai inserito questo tema nella loro agenda (e non hanno fatto campagna elettorale su questo argomento);
- il margine di manovra del nuovo governo è limitato dalle prerogative costituzionali del Presidente Mattarella che può porre il veto su alcune leggi (qualora dovessero portare a una deriva insostenibile del rapporto tra debito pubblico e PIL o fossero in contrasto con i Trattati internazionali);
- la situazione dell'economia in Europa e in Italia è migliorata in modo significativo negli ultimi anni. La ripresa nella zona Euro è stata vigorosa e l'economia italiana è tornata a crescere e presenta addirittura un avanzo della bilancia commerciale. Fin quando le condizioni monetarie e finanziarie rimarranno accomodanti, la ripresa dell'economia italiana dovrebbe continuare.

Le debolezze dell'economia italiana sono note:

- Livello eccessivo del debito pubblico;
- Stock importanti di crediti deteriorati nei bilanci delle banche;
- Banche ancora esposte in maniera eccessiva ai titoli di Stato italiani (doom loop);
- Crescita potenziale molto modesta (sostenibilità del debito pubblico a rischio nel medio-lungo termine);
- Una ripresa che è ancora troppo debole per far salire il PIL pro-capite (la sua stagnazione dall'inizio della grande crisi finanziaria contrasta nettamente con l'espansione osservata nel resto della zona Euro);
- Mancanza di competitività.

Ricordatevi però anche i punti di forza dell'economia:

- Un avanzo primario ricorrente;
- Un basso livello di debito privato e abbondanti risparmi domestici;
- Un debito pubblico detenuto principalmente dagli italiani (quasi il 70%).

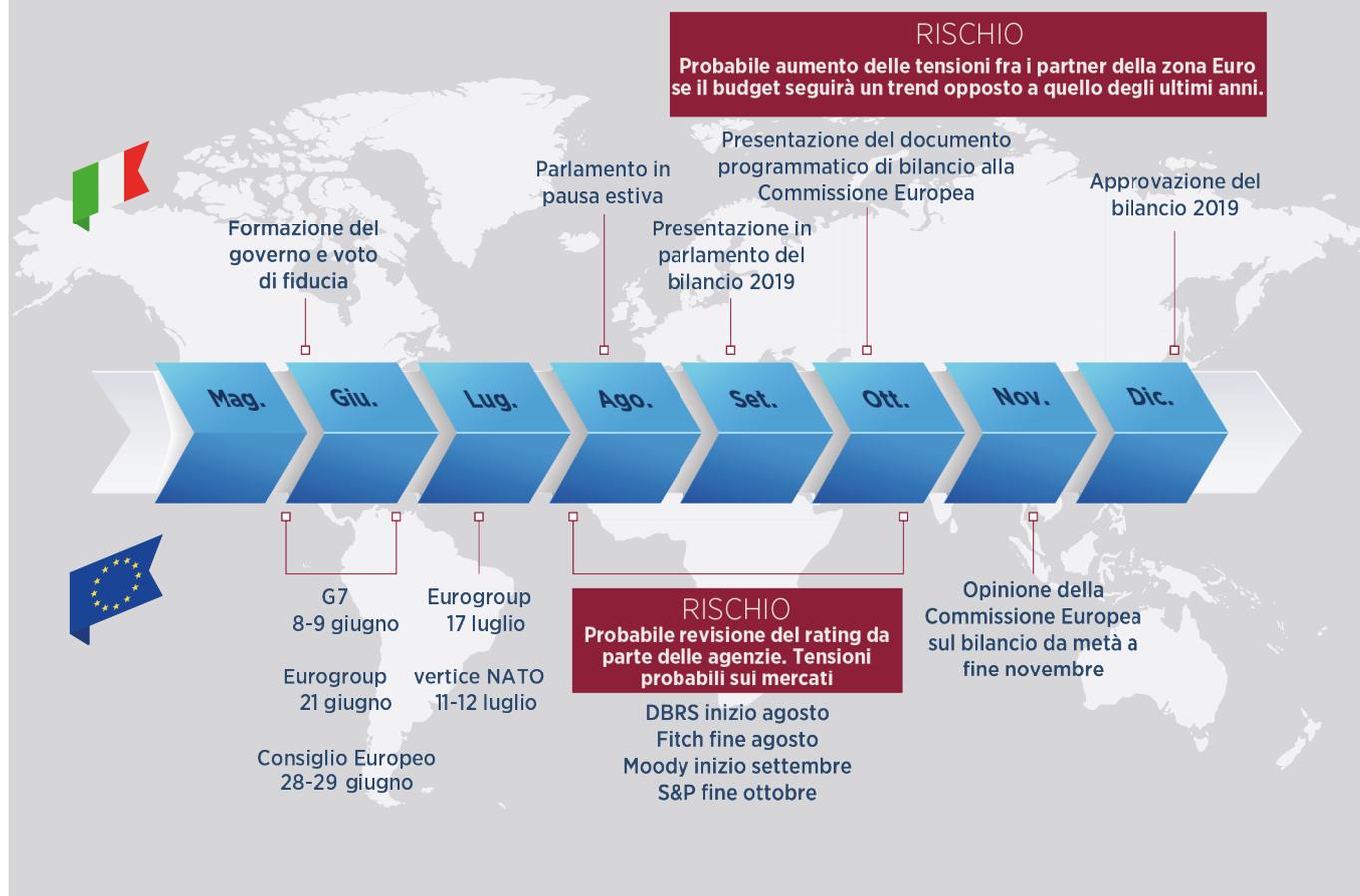
Inoltre le banche hanno iniziato a risanare i loro bilanci e quindi sembrano essere più solide rispetto a qualche anno fa. Il governo ha aumentato la duration del debito (attorno a 7 anni). Nel 2017 il tasso d'interesse effettivo pagato sullo stock del debito si aggirava attorno al 3%. In altre parole, agli attuali livelli, i tassi di interesse non mettono a repentaglio la sostenibilità del debito pubblico.

Nel caso in cui gli investitori nutrissero delle preoccupazioni, è prevedibile un intervento della BCE che mobiliterebbe i suoi strumenti anti-contagio per impedire la diffusione delle turbolenze finanziarie al resto della zona Euro.

È evidente che l'Italia stia entrando in un territorio sconosciuto in termini di governance. C'è una grandissima incertezza riguardo alla politica economica che verrà effettivamente implementata. Se la coalizione terrà fede al suo programma, lo scontro con l'UE è inevitabile (a livello di bilancio le proposte ammontano a circa 100 miliardi di euro, ovvero il 6-7% del PIL). Va comunque ricordato che la coalizione è fragile e che ha una maggioranza risicata al Senato. Nel caso in cui sopravvengano delle difficoltà, c'è la possibilità che la coalizione si spacchi e che quindi si vada a nuove elezioni. La situazione in Italia implica quindi uno specifico premio al rischio politico nettamente superiore a quello degli altri Paesi periferici. Riteniamo tuttavia che le attuali proposte di bilancio saranno ulteriormente diluite e spalmate su diversi anni. Visto il contesto, non c'è motivo di ritenere che, in questa fase, la situazione in Italia pregiudichi le prospettive economiche nella zona Euro o il programma della BCE di uscita dal QE entro la fine dell'anno.

CALENDARIO DEL NUOVO GOVERNO

Il nuovo governo dovrà affrontare un'agenda fitta sia sul piano interno che su quello internazionale come illustrato nel grafico sottostante. Gli eventi chiave a breve termine riguarderanno complesse questioni internazionali. Gli eventi più importanti saranno la riunione dell'Eurogruppo (21 giugno) e la riunione del Consiglio europeo (28-29 giugno) in cui verranno probabilmente discussi dei temi chiave per l'Italia, come il trattato di Dublino, le riforme dell'UE e la rinegoziazione del bilancio 2021-2027, l'unione bancaria e la condivisione dei rischi. Un governo debole disporrà probabilmente di scarso potere negoziale.

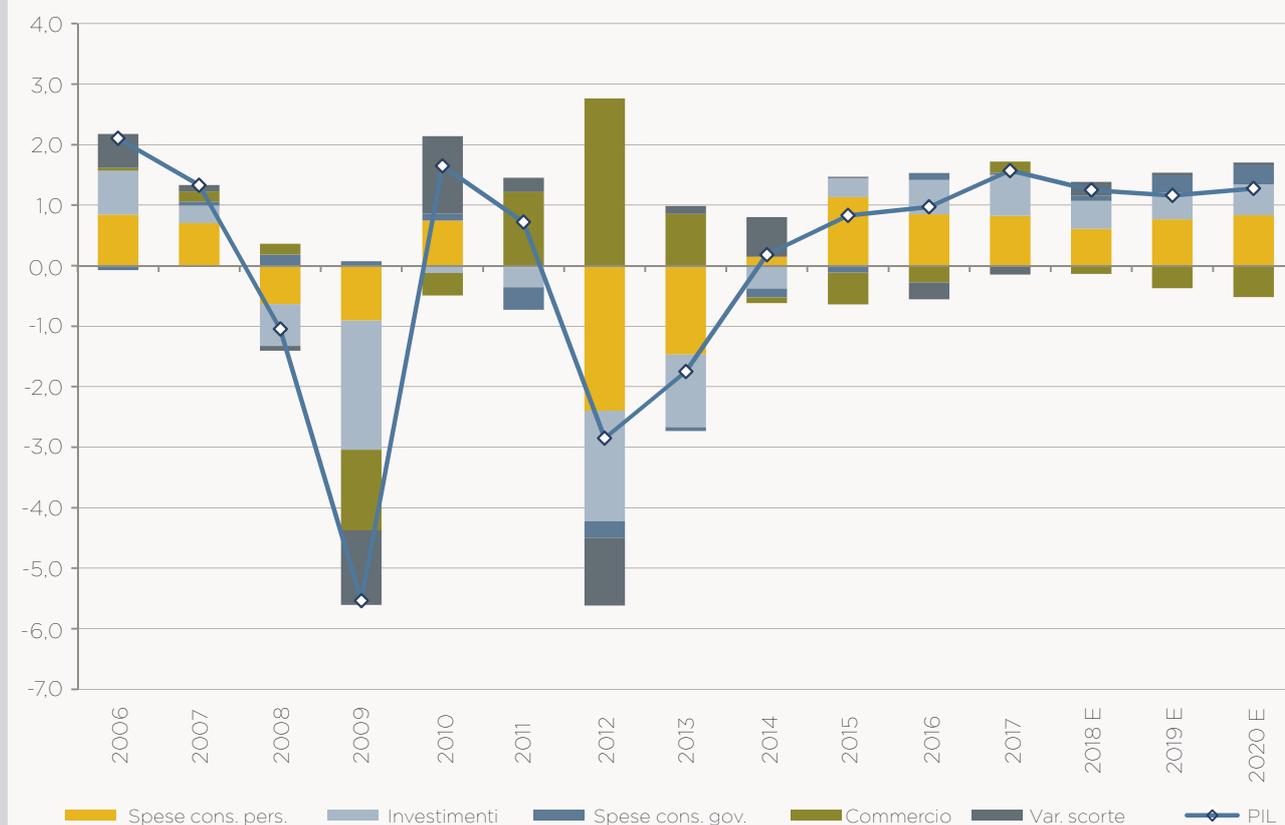


QUAL È L'ANDAMENTO DELL'ECONOMIA ITALIANA

Cosa monitorare

Il contesto macroeconomico in Italia è molto più positivo rispetto a quello durante la crisi del debito sovrano in Europa nel 2011. Sul fronte dei fondamentali, all'inizio dell'anno ci aspettavamo che la dinamica favorevole del 2017 sarebbe proseguita nel 2018 (anche se con un lieve rallentamento), con una crescita della produzione ben al di sopra del proprio potenziale. Finora la ripresa è stata positiva: nel Q1 2018 l'Italia ha registrato un'espansione dell'attività per quindici trimestri consecutivi dopo aver sperimentato una crescita piuttosto straordinaria dell'1,5% su base annua nel 2017 (contro una crescita inferiore all'1% nel 2016), ben al di sopra del potenziale stimato. Questa performance è stata favorita da tutti i motori della crescita, in particolare dalla ripresa degli investimenti di capitali, in aumento rispetto agli ultimi due anni, e che ha interessato diversi settori e beni d'investimento. Un contributo positivo è giunto anche dai consumi personali, che hanno mantenuto un ritmo regolare grazie al miglioramento della fiducia dei consumatori. Infine, le esportazioni nette hanno beneficiato dell'espansione della produzione e del commercio mondiale, favorite dal miglioramento della competitività. Inoltre, il contesto positivo creato dalla politica monetaria della BCE ha contribuito a sostenere la ripresa. Tutti i settori, a partire dal settore manifatturiero industriale, hanno visto aumentare il loro valore aggiunto. Il mercato del lavoro ha riassorbito gradualmente l'eccesso di offerta, anche se il tasso di disoccupazione rimane ancora attorno all'11%.

CONTRIBUTI AL PIL ITALIANO



Fonte: Amundi Research

Nel complesso, rimaniamo convinti che i fondamentali economici siano positivi. Tuttavia, ci rendiamo conto che l'attuale situazione potrebbe pesare in modo significativo sulla fiducia di imprese e consumatori, penalizzando l'economia reale e spingendo a posticipare le decisioni sugli investimenti e sui consumi. Nel complesso, questo è l'elemento principale da monitorare così da ottenere segnali tempestivi riguardo all'attività.

Nei prossimi mesi un altro passo importante sarà quello della manovra finanziaria; il governo dovrà trovare i finanziamenti per evitare gli aumenti automatici dell'IVA nel gennaio 2019 che potrebbero incidere in modo significativo sul comportamento dei consumatori. Per la manovra finanziaria 2019, il governo dovrà trovare circa 12,5 miliardi di euro per evitare che l'IVA salga dal 22% al 24,2% (tasso ordinario) e dal 10% al 12% (tasso intermedio). Per la manovra finanziaria 2020, il governo dovrà invece trovare circa 19,1 miliardi di euro per evitare che a partire dal 1° gennaio 2020 l'IVA salga dal 24,2% al 24,9% (tasso ordinario) e dal 12% al 13% (tasso intermedio).

Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale. Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso.

Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N° GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.