

Il percorso incerto della transizione politica italiana



Annalisa Usardi, CFA
Senior Economist



Isabelle Vic-Philippe
Head of Euro Govies and Inflation

Nei prossimi giorni potremmo assistere a uno stato di cose alquanto insolito, una sorta di "governo tecnico" non di estrazione parlamentare, soggetto a un contratto politico.

- *La situazione politica in Italia è ancora molto fluida e, seppur vi sia qualche indicazione, non vi è stata ancora una nomina formale del Primo Ministro. Potremmo assistere a qualcosa di insolito nei prossimi giorni, una sorta di "governo tecnico" non di estrazione parlamentare, assoggettato a un contratto politico. Una situazione che potrebbe rivelarsi problematica nel medio termine, minando l'indipendenza del Primo Ministro e del Governo. Saranno fondamentali anche la nomina del Ministro dell'economia e del Ministro degli affari esteri per rassicurare i partner europei sul rispetto delle regole dell'UE, dell'euro e della cooperazione internazionale. Su questi temi le posizioni dei due principali partiti non sono infatti ancora chiare.*
- *Il contratto tra M5S e Lega, per come è stato formulato, presenta una serie di sfide. La sua implementazione rischia infatti di non essere coerente con il Patto di Stabilità e il principio costituzionale del bilancio in pareggio. Al momento il programma non rispetta le caratteristiche richieste per essere declinato in un budget adeguato ed è probabile che venga modificato in caso di formazione del governo.*
- *Nonostante il forte allargamento dello spread, le incertezze sull'attuazione delle misure annunciate dalla coalizione e sul loro finanziamento suggeriscono di avvicinare il mercato del reddito fisso in euro con posizioni tattiche e una quantità limitata di rischio.*
- *L'effetto di contagio su altri mercati periferici dovrebbe essere contenuto se il centro del dibattito rimane incentrato sul grado di espansione fiscale italiana. Se la discussione dovesse estendersi ad altri aspetti e mettere a rischio l'Unione Europea è possibile che il contagio possa essere molto più ampio e dannoso per altri spread periferici.*

Come si sta evolvendo la situazione politica in Italia? Quali sono i prossimi passi?

Usardi: La situazione politica in Italia è ancora incerta e si articola in tre punti chiave.

1. Il 21 maggio i leader del M5S e della Lega hanno presentato al Presidente Mattarella il loro nome per la carica di Primo Ministro; secondo quanto riferito, è il prof. Giuseppe Conte, professore universitario e figura "esterna" mai eletta in Parlamento. Il Presidente Mattarella ha chiesto almeno un giorno per valutare se il candidato è adatto a tale posizione: il Presidente incontrerà i presidenti di Camera e Senato, ma non è previsto che conferisca l'incarico prima di mercoledì di questa settimana.
2. Nonostante le dichiarazioni secondo cui questo sarà un governo politico con pieni diritti e poteri, restano aperti interrogativi sul ruolo che ricoprirà il Primo Ministro: i suoi poteri e l'autonomia sono garantiti dalla Costituzione ma, in realtà, potrebbero essere limitati dal "contratto" e dalle indicazioni dei due leader dei partiti che hanno dato vita al governo stesso.
3. Secondo quanto riferito, vi è ancora disaccordo tra M5S e Lega sui ministeri chiave (Affari interni, Affari esteri, Giustizia, Economia, Difesa, Finanza, Sviluppo economico), sebbene la responsabilità di tali nomine spetti al Presidente della Repubblica, tenendo in considerazione i suggerimenti del Primo Ministro. Riteniamo che il candidato debba essere una persona di livello internazionale. Nei prossimi giorni potremmo assistere a qualcosa di insolito, una sorta di "governo tecnico" non di estrazione parlamentare, soggetto a un contratto politico.

Ritenete che il piano fiscale delineato nel programma sia sostenibile? Quali sono i principali rischi ad esso collegati?

Usardi: Diversi punti presenti nel contratto sembrano potenzialmente in contrasto con il Patto di Stabilità riguardo a temi quali il disavanzo e il debito e, pertanto, sarebbero difficili da attuare all'interno di questo quadro di riferimento e in considerazione del principio costituzionale di un bilancio in pareggio (articolo 81 della Costituzione, introdotto a maggio 2012). Sulla base del programma del 17 maggio, l'Osservatorio dei Conti Pubblici (Università Cattolica di Milano)

Diversi punti nel contratto sembrano potenzialmente in contrasto con il Patto di Stabilità riguardo a deficit e debito.

ha cercato di stimare l'impatto sulla spesa e sulle entrate delle misure "esplicitamente" menzionate.

Secondo tali stime, l'aumento della spesa e la diminuzione delle entrate legate alle riforme fiscali ("dual-tax") comporterebbero misure espansive pari a 108,7 - 125,7 miliardi di euro; mentre i tagli ai costi e alle spese "esplicitamente" menzionati ammonterebbero a soli € 0,5 miliardi. Il 21 maggio il quotidiano finanziario italiano, *Il Sole 24 Ore*, ha riportato una stima leggermente più ottimistica delle spese scoperte pari a circa 50 miliardi di euro nel primo anno. Al momento il programma non rispetta le caratteristiche richieste per essere considerato un budget adeguato ed è probabile che venga modificato in caso di formazione del governo. Di fatto, qualsiasi proposta di legge sul budget sarebbe sottoposta all'esame della Ragioneria dello Stato.

Ritenete che la nuova politica estera del governo possa avere un impatto sugli equilibri all'interno dell'area Euro e su scala mondiale?

Usardi: Guardando al nuovo "contratto", la quantità di argomenti che potrebbero mettere l'Italia in contrasto con i suoi partner è ancora lungi dall'essere trascurabile: modifiche alle politiche sull'immigrazione; proposte di modifica delle sanzioni alla Russia (e indirettamente in contrasto con gli Stati Uniti); promozione del "Made in Italy" per il settore agricolo attraverso la riforma della Politica Agricola Comune (PAC); l'impegno a perseguire "una politica estera che pone al centro l'interesse nazionale". Il programma renderebbe inevitabile la possibilità di un confronto con l'UE, anche se ciò potrebbe essere ulteriormente attenuato nella pratica durante i lavori parlamentari. Come prima tappa, ci aspettiamo che i partner dell'UE seguano attentamente gli sviluppi: la chiave di percezione della posizione italiana potrebbe essere la nomina del ministro degli Esteri, che dovrebbe essere una persona in grado di aggiornarsi rapidamente sui dossier internazionali aperti per rassicurare i partner europei.

Ritenete che il rating del debito italiano sia a rischio?

Vic-Philippe: Come risultato dei recenti sviluppi politici in Italia, ci aspettiamo che le agenzie di rating desiderino avere una visione più precisa delle misure e del loro finanziamento prima di rivalutare il rating italiano. A breve termine, ciò impedirà qualsiasi revisione in positivo del rating o dell'outlook. Non vediamo un rischio reale di un downgrade su un orizzonte a breve termine grazie ai risultati economici italiani.

Nel lungo termine, la capacità dell'Italia di rimanere in linea con il miglioramento delle metriche del debito sarà fondamentale e legata alla calibrazione e all'attuazione delle principali misure previste della coalizione.

Questi livelli di spread offrono opportunità di acquisto per un investitore con orizzonte di lungo termine?

Vic-Philippe: Gli investitori con orizzonte di lungo termine sono estremamente sensibili alla qualità creditizia dei loro investimenti. Lo spread italiano si è ampliato di 60 punti base dalla fine di aprile. Ora si attesta a 180 pb ma, per gli investitori con orizzonte di lungo termine, non sembra sufficiente viste le incertezze sull'attuazione delle misure annunciate dalla coalizione e sul loro finanziamento. Gli investitori devono ottenere informazioni più accurate su tali aspetti prima di implementare posizioni strategiche.

Vedete un rischio di contagio verso gli altri paesi periferici? In che modo gli investitori dovrebbero muoversi nell'attuale fase del mercato?

Vic-Philippe: Per il momento, l'ampliamento dello spread sul debito italiano è stato contenuto come l'effetto contagio su altri mercati periferici. L'effetto di contagio sugli altri mercati periferici dovrebbe essere contenuto se il centro del dibattito rimane focalizzato sul grado di espansione fiscale italiana. Se la discussione dovesse estendersi ad altri aspetti e mettere a rischio l'Unione Europea è possibile che il contagio possa essere molto più ampio e dannoso per altri paesi periferici (effetti negativi del "flight to quality").

Per questo motivo, gli investitori dovrebbero muoversi nell'attuale fase del mercato solo con posizioni tattiche e con un basso livello di rischio.

Gli investitori necessitano informazioni più accurate sulle misure di bilancio prima di implementare posizioni strategiche sulle obbligazioni governative italiani.

Spread obbligazioni governative vs Bund – titoli decennali



Fonte: Bloomberg, 21 maggio 2018.

La situazione italiana non dovrebbe far deragliare il processo di uscita dal QE della BCE.

Ritenete che la situazione italiana possa avere qualche impatto sul processo di uscita dal QE della BCE?

Vic-Philippe: A breve la BCE dovrebbe annunciare formalmente come intende concludere il suo programma di acquisti. Il nostro scenario centrale prevede una progressiva riduzione degli acquisti e la definitiva conclusione a dicembre 2018. Nonostante il rallentamento del primo trimestre, l'attuale espansione economica è ancora sostenuta in Italia e negli altri della zona Euro. La situazione italiana non dovrebbe far alterare il processo di uscita dal QE della BCE. D'altro canto, la fine del programma di acquisto di obbligazioni della BCE potrebbe avere un impatto sui tassi di interesse globali e, potenzialmente, sui livelli degli spread nei paesi dell'UE, con le decisioni degli investitori guidate da parametri diversi (ad es. la qualità del credito) rispetto agli acquisti della BCE.

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 contenute, 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: 22 maggio 2018.