

Italia: I fondamentali sono la bussola nel nuovo contesto politico



Eric Brard
Head of Fixed Income



**Annalisa
USARDI, CFA**
Senior Economist

With the contribution of:
Giuseppina Marinotti
Investment Insights Unit

- **Un nuovo governo:** Dopo tre mesi di stallo, Movimento 5 Stelle e Lega hanno trovato un accordo e ridisegnato la formazione di governo. Il professor Conte è stato nuovamente designato come Primo Ministro. Il "contratto" tra i due partiti sarà la "lista dei desideri" del nuovo governo ma rimane l'incertezza su come verrà implementato e sulle implicazioni per gli obiettivi di finanza pubblica.
- **Economia:** L'attuale scenario macro dell'Italia è molto più positivo di quello che ha caratterizzato il periodo della crisi del debito sovrano dell'area euro del 2011. Nel primo trimestre del 2018 l'Italia risultava in espansione per 15 trimestri di fila. Nel complesso, continuiamo a ritenere che i fondamentali economici restino positivi, ma riconosciamo che la situazione attuale potrebbe incidere in modo significativo sulla fiducia delle imprese e dei consumatori. Nel complesso, questa è la cosa fondamentale da tenere sotto osservazione per identificare i primi segnali sulla probabile evoluzione dell'attività economica.
- **Punti di forza e di debolezza:** Da un punto di vista finanziario, il principale problema dell'Italia rimane l'alto livello di indebitamento, sebbene l'elevata scadenza media (6,8 anni) in qualche modo protegge da una rapida trasmissione di tassi di interesse più alti nelle dinamiche del debito. Il debito del settore privato è uno dei più bassi dell'Eurozona. La vulnerabilità finanziaria delle famiglie e delle imprese dovrebbe rimanere limitata anche in caso di un aumento dei tassi di interesse. La solidità del sistema bancario italiano è aumentata. La quota di debiti deteriorati (NPL) nei bilanci delle banche sta diminuendo progressivamente, in particolare per le banche che hanno effettuato cessioni su larga scala.
- **Obbligazioni:** Andando avanti, il livello della volatilità continuerà a essere influenzato dal flusso di notizie e rimarrà probabilmente alto finché alcune questioni chiave, specialmente in termini di bilancio fiscale, diventeranno più chiare. Ci aspettiamo che la BCE si attenga al suo mandato e al processo decisionale annunciato. Il nostro scenario centrale è una progressiva riduzione degli acquisti di attività finanziarie per la fine di dicembre 2018. Per il momento, preferiamo mantenere un approccio cauto e molto flessibile (in termini di duration ed esposizione al rischio) poiché le condizioni possono evolvere rapidamente. È troppo presto per accumulare posizioni, ma cercheremo chiaramente il momento giusto nel corso dell'estate per entrare nel mercato.

Qual è la recente evoluzione della crisi politica italiana?

Usardi. Dopo tre mesi di stallo, il 31 maggio, i due principali partiti – Movimento 5 Stelle e Lega - hanno trovato un accordo e ridisegnato la formazione di governo. Il Professor Conte è stato nuovamente designato Primo Ministro. Ha presentato la lista dei Ministri, rimuovendo l'ostacolo che aveva in precedenza bloccato i tentativi di formare un governo. La figura più controversa (Paolo Savona, economista, la cui nomina a Ministro dell'Economia e delle Finanze aveva provocato il fallimento del precedente tentativo di formare un governo) è stata spostata ad un altro ministero, mentre alcuni ministeri chiave sono stati assegnati a figure non politiche anche se con esperienza in precedenti governi (ad esempio il Ministro dell'Economia e delle Finanze, Giovanni Tria, negli ultimi anni è stato chiamato come esperto in diversi ministeri quali Economia e Finanze, Affari Esteri, Pubblica Amministrazione, Lavoro). Entrambi i leader della coalizione (L. Di Maio e M. Salvini) sono stati nominati sia Ministri che vice Primo Ministro. Da quel momento, il governo ha assunto pieni poteri e dovrebbe ottenere la fiducia del Parlamento nelle prossime ore, con il sostegno garantito dai voti di M5S, Lega e di alcuni senatori del gruppo misto in Senato (dove la maggioranza di M5S e Lega sarebbe contenuta). Il "contratto" tra i due partiti sarà la "lista dei desideri" del nuovo governo ma rimane l'incertezza su come verrà implementato e sulle implicazioni sugli obiettivi di finanza pubblica.

Il "contratto" tra i due partiti sarà la "lista dei desideri" del nuovo governo. Rimane l'incertezza su come verrà implementato e sulle implicazioni sugli obiettivi di finanza pubblica.

Alla fine del primo trimestre dell'anno, l'Italia risultava in espansione per 15 trimestri di fila, dopo aver registrato nel 2017 una crescita piuttosto straordinaria dell'1,5% anno su anno, ben oltre il potenziale stimato.

Qual è la vostra valutazione sull'economia italiana?

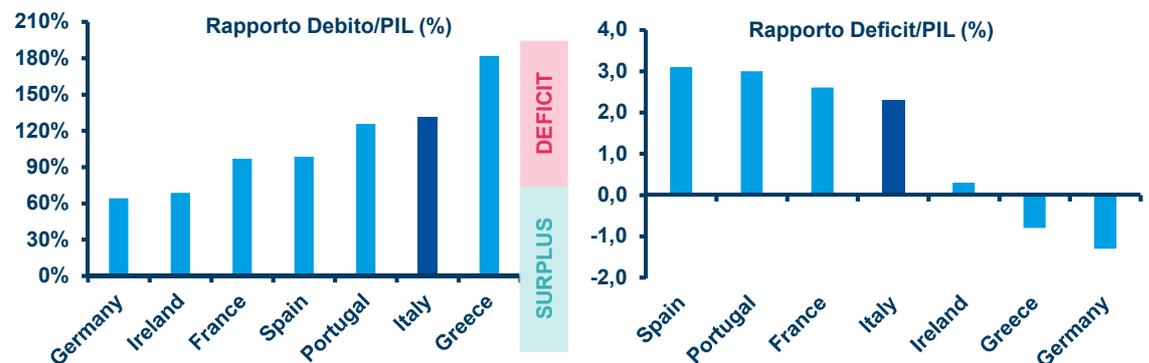
Usardi. L'attuale scenario macro dell'Italia è molto più positivo di quello che ha caratterizzato il periodo della crisi del debito sovrano dell'area euro del 2011. Sul fronte dei fondamentali macro, a inizio anno, ci aspettavamo che il momentum positivo del 2017 continuasse nel 2018 (sebbene con un ritmo di crescita più contenuto) mantenendo la crescita ben oltre il potenziale. La crescita e la ripresa sono andate nella giusta direzione fino adesso: alla fine del primo trimestre dell'anno, l'Italia risultava in espansione per 15 trimestri di fila, dopo aver registrato una crescita piuttosto straordinaria dell'1,5% anno su anno nel 2017 (contro meno dell'1% nel 2016), ben oltre il potenziale stimato. Questa performance è stata sostenuta da tutti i motori di crescita e in particolare dalla ripresa degli investimenti in beni finalizzati alla produzione, che è accelerata rispetto agli ultimi due anni e in modo diffuso tra settori e tipologia di beni capitali. Il supporto è venuto anche dai consumi delle famiglie, con un ritmo sostenuto di crescita grazie ad un aumento della fiducia; infine, le esportazioni nette hanno beneficiato dell'espansione della produzione globale e degli scambi commerciali, sostenute da una maggiore competitività. Il contesto positivo creato dalla politica monetaria della BCE ha contribuito a sostenere la ripresa. Il valore aggiunto è aumentato in tutti i settori, in particolare nel settore manifatturiero. Il permanere di risorse inutilizzate nel mercato del lavoro è stato gradualmente assorbito, sebbene il tasso di disoccupazione si mantenga ancora intorno all'11%. Nel complesso, continuiamo a ritenere che i fondamentali dell'economia rimangano positivi, ma riconosciamo che la situazione attuale potrebbe intaccare la fiducia delle imprese e dei consumatori, influenzando quindi l'economia reale attraverso il rinvio delle decisioni in materia di investimenti e consumi. Nel complesso, questo è l'elemento chiave da monitorare con attenzione per identificare segnali tempestivi sull'evoluzione dell'attività economica.

Quali sono le principale vulnerabilità del Paese?

Dal punto di vista finanziario, il problema principale dell'Italia è l'elevato livello di debito pubblico, mentre il debito del settore privato non rappresenta un elemento di preoccupazione. La finanza pubblica sta lentamente migliorando (il rapporto debito pubblico / PIL nel 2017 è stato pari al 131,8% - nel 2016 era pari al 132%, in lieve diminuzione con l'impegno di ulteriori riduzioni); il rapporto disavanzo / PIL nel 2017 è stato pari al 2,3% (vs 2,5% nel 2016) con l'obiettivo per il 2018 dell'1,6% (-0,7% rispetto al 2017). Nei piani, è stato previsto un progressivo calo del disavanzo per raggiungere un equilibrio di bilancio nel 2020 e un modesto avanzo nel 2021. L'Italia ha un avanzo primario pari all'1,5% del PIL, stabile rispetto al 2016, con una pressione fiscale in calo dal 42,7% al 42,5% nel 2017. L'alto livello del debito pubblico rappresenta un rischio, sebbene l'elevata scadenza media (6,8 anni) protegga da un'improvvisa trasmissione di un aumento dei tassi alla dinamica del debito. La quota del debito pubblico italiano in mano a investitori stranieri è pari a 33,2% ad aprile 2018.

L'alto livello del debito pubblico rappresenta un rischio, sebbene l'elevata scadenza media (6,8 anni) protegga da un'improvvisa trasmissione di un aumento dei tassi alla dinamica del debito.

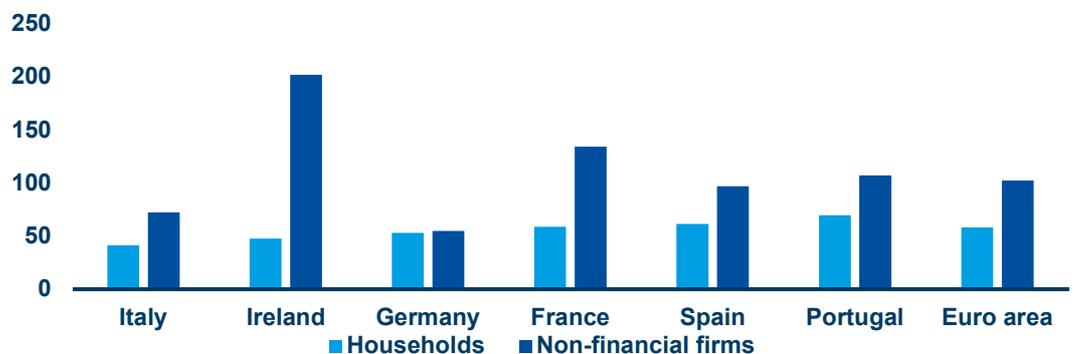
Il problema del debito e le preoccupazioni riguardo al deterioramento dei conti pubblici



Fonte: Amundi, dati al 4 giugno 2018.

Il debito delle famiglie è tra i più bassi all'interno dell'Eurozona, pari al 60% del reddito disponibile (rispetto a circa l'80% di Francia e Germania e al 100% della Spagna) e i tassi di insolvenza sono bassi; la quota di debito detenuto da famiglie vulnerabili si attesta all'11,4% circa rispetto al 24,2% del 2008 e le simulazioni di stress test della Banca d'Italia stimano che un aumento di 100 punti base (bps)¹ dei tassi di interesse spingerebbe il debito detenuto da famiglie vulnerabili al 12,4%, un aumento di 200 punti base al 13,4%. La loro vulnerabilità finanziaria rimarrebbe limitata anche con un forte aumento dei tassi di interesse. La leva finanziaria delle imprese è ora ridotta al 40% (Francia e Germania rispettivamente al 32% e al 37%) con un forte calo dell'indebitamento detenuto da imprese vulnerabili (45% nel 2012, sceso al 32% nel 2016, previsto al 28% nel 2018). Le simulazioni degli stress test condotti dalla Banca d'Italia indicano che questo rapporto sarebbe ancora in calo anche con un aumento di 100 bps dei tassi di interesse, mentre un aumento di 200 bps porterebbe il debito detenuto da società vulnerabili al 32%. La continua ripresa economica supporta la redditività aziendale, riducendo la vulnerabilità delle aziende. Tuttavia, le fragilità persistono tra le piccole imprese e nel settore delle costruzioni.

Il debito del settore privato (% del PIL) è tra i più bassi nell'Unione Europea



Fonte: Amundi, dati al 4 giugno 4 2018.

Complessivamente, il sistema bancario italiano presenta livelli di asset liquidi soddisfacenti per far fronte anche a forti aumenti dei tassi di interesse privi di rischio.

Il settore bancario è stato sotto pressione nelle ultime settimane. Quali sono le sue attuali condizioni?

Secondo il Rapporto sulla stabilità finanziaria della Banca d'Italia dell'aprile 2018, la solidità del sistema bancario italiano è aumentata. La qualità del credito bancario sta migliorando in modo costante. Il flusso dei crediti in sofferenza (NPL) sono ora tornati a livelli paragonabili ai livelli pre-crisi. La percentuale degli NPL nei bilanci delle banche è in progressivo calo, soprattutto per le banche che hanno effettuato cessioni su larga scala. Diversi aumenti di capitale hanno ridotto il divario di patrimonializzazione rispetto alla media degli altri paesi europei. Inoltre, la redditività delle banche sta migliorando, anche se persistono aree di vulnerabilità per molte istituzioni bancarie di piccole e medie dimensioni. Complessivamente, il sistema bancario italiano presenta livelli soddisfacenti di liquidità per far fronte anche a forti aumenti dei tassi di interesse. La Banca d'Italia ha effettuato stress test per valutare gli effetti di un rialzo dei tassi di interesse sugli indici di liquidità delle banche (liquidity coverage ratio). Sono stati esaminati tre ipotesi di rialzo dei tassi di interesse pari rispettivamente a 100, 200 e 300 punti base (bps) sull'intera curva dei rendimenti, mantenendo costanti i premi al rischio (a fronte di uno scenario base in cui i tassi di interesse rimangono sui livelli della fine di gennaio 2018). I risultati mostrano che, anche nel peggiore dei casi, dove l'indice di liquidità scende dal 172% al 143%, rimane comunque ben al di sopra del minimo regolamentare del 100%. Nello scenario di un rialzo dei tassi di interesse di 100 punti base, la quota delle banche che si troverebbe sotto la soglia sarebbe pari al 2,6% e in termini di dimensione rappresenterebbe il 2,7% del totale

¹ I punti base (bp) si riferiscono a una unità di misura comune per i tassi di interesse. Un punto base corrisponde a 1/100 di 1% o 0,01%.

dell'attivo. Tali valori salirebbero rispettivamente a 4,3% e 5,0% nello scenario intermedio (aumento di 200bps) e a 4,6% e 5,4% in quello più severo (aumento di 300 bps).

Che cosa è cambiato nel settore finanziario europeo dall'ultima crisi finanziaria europea?

La crisi del debito dell'area dell'euro ha evidenziato la necessità di una più profonda integrazione del sistema bancario nei paesi dell'area dell'euro, poiché sono interdipendenti. Dal 2011, la BCE e l'Eurozona si sono impegnate a prevenire e gestire attivamente la stabilità finanziaria con una serie di strumenti: il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) è stato istituito come meccanismo permanente di gestione delle crisi, la BCE ha ampiamente utilizzato il suo bilancio per acquistare attività finanziarie e alcuni progressi sono stati compiuti verso l'Unione bancaria. Dall'ultima crisi, la vigilanza del settore bancario si è rafforzata e unificata sotto la supervisione della Banca Centrale Europea e rientra nell'ambito del progetto dell'Unione bancaria europea. La tabella di marcia dell'Unione bancaria si basa su 3 pilastri. I primi due pilastri sono ora pienamente operativi, il meccanismo di vigilanza unico (SSM) e il meccanismo di risoluzione unico (SRM) per le banche, che rafforzano e unificano la vigilanza delle principali banche in tutti i paesi membri. Il terzo pilastro è stato proposto dalla Commissione europea, come ulteriore passo verso l'Unione bancaria (a novembre 2015): si tratta del sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS) che mira a fornire una copertura assicurativa più forte e più uniforme per tutti i titolari di depositi bancari retail nell'unione bancaria. L'EDIS fornirebbe una più forte e più uniforme copertura assicurativa nell'area euro, riducendo la vulnerabilità dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi a forti shock locali e garantendo che il livello di fiducia su una banca da parte dei titolari di depositi bancari retail non dipenda dalla localizzazione della banca stessa.

Dall'ultima crisi la supervisione del settore bancario si è rafforzata e unificata sotto il ruolo di supervisore della BCE e rientra nel progetto dell'Unione Bancaria Europea.

Cosa vi aspettate in termini di volatilità sul reddito fisso?

Brard. Sebbene il picco della crisi politica italiana possa dirsi superato, il nuovo governo dovrà affrontare diverse sfide e il mercato osserverà con attenzione le azioni e le decisioni che verranno prese per realizzare gli impegni che i leader politici hanno assunto. Da qui in avanti ci aspettiamo che la volatilità continui ad essere influenzata dal flusso di notizie e probabilmente rimarrà elevata fintanto che non si farà chiarezza su alcune problematiche cruciali, come la fiscalità. È importante avere una strategia per affrontare questa fase di incertezza e secondo noi quella più appropriata è di affidarsi all'analisi dei fondamentali. Questa è stata una crisi politica, ma l'Italia ha diversi parametri favorevoli. Questi fattori positivi contribuiranno ancora a mitigare la turbolenza generata dall'incertezza politica.

È importante avere una strategia per affrontare questa fase di incertezza e secondo noi quella più appropriata è di affidarsi all'analisi dei fondamentali.

Quali sono le vostre attese sulla politica della BCE in questo contesto?

Brard. La BCE non deve essere considerata un *deus ex machina* in questo ambito e dovremmo aspettarci che svolga il suo ruolo di Banca Centrale mantenendo la stabilità finanziaria e dei prezzi, senza reagire alle crisi politiche. Pensiamo che la BCE continuerà a portare avanti il suo mandato e il processo decisionale annunciato: a breve dovrebbe annunciare formalmente come intende concludere il suo programma di acquisti (QE). Il nostro scenario centrale prevede una riduzione progressiva del programma di acquisti fino alla fine di dicembre 2018. Nonostante l'indebolimento evidenziato nel primo trimestre, la fase di espansione economica è ancora sostenuta in Italia e in altri Paesi dell'Eurozona. Nelle prossime settimane sarà importante tenere sotto controllo gli indicatori sulla fiducia dei consumatori e delle imprese per comprendere di che tipo di rallentamento si tratta e se la crisi politica italiana ha minato la fiducia dei mercati.

Gli investitori come dovrebbero affrontare questa fase di incertezza?

Brard. Per il momento preferiamo mantenere un approccio cauto ed essere molto flessibili (sia in termini di duration che di esposizione al rischio) perché le condizioni possono mutare rapidamente. In termini generali il quadro è meno critico se, oltre all'Italia, si guarda anche all'Eurozona, dove lo scenario è molto diverso rispetto al 2011. L'Europa si trova in una diversa fase del ciclo economico e la crescita ora è solida e diffusa. Anche i livelli dei tassi di interesse sono molto diversi: i rendimenti dei decennali italiani si trovavano poco al di sopra del 3% nel

Anche se per il momento rimaniamo in attesa di sviluppi, ci aspettiamo che i fondamentali positivi dell'Eurozona possano presto gettare le basi per interessanti opportunità.

pieno della crisi politica, mentre a novembre 2011 hanno superato la soglia del 7%. La Banca d'Italia recentemente ci ha ricordato che il costo medio del debito è attorno al 3% mentre gran parte della curva è sotto il 2,5%. Inoltre l'effetto contagio verso gli altri mercati europei è stato contenuto. Anche se per il momento rimaniamo in un atteggiamento attendista, ci aspettiamo che i fondamentali positivi dell'Eurozona possano presto gettare le basi per interessanti opportunità di investimento. Continueremo a tenere sotto controllo la situazione politica, i dati economici (in particolare lo sviluppo del debito), il comportamento degli investitori e le condizioni di liquidità. Queste ultime sono particolarmente importanti nelle fasi di volatilità: la pressione sulla liquidità durante le fasi di forte ribasso dei prezzi degli asset italiani ha contribuito a generare dislocazioni dei mercati. È quindi importante avere delle regole sulla liquidità, per proteggere gli investitori nelle fasi di rarefazione della liquidità. Per concludere, anche se ora è troppo presto, cercheremo con cura il momento più opportuno per entrare sul mercato nel corso dell'estate.

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 giugno 2018](#)