

Italia: nessun confronto con l'UE nel breve termine, ma incertezza nel medio periodo.



Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset,
CIO Italy



Monica DEFEND
Chief Strategist,
Deputy Head of Research



Sergio BERTONCINI
Head of Rates & FX
Research



Annalisa USARDI
CFA, Senior Economist

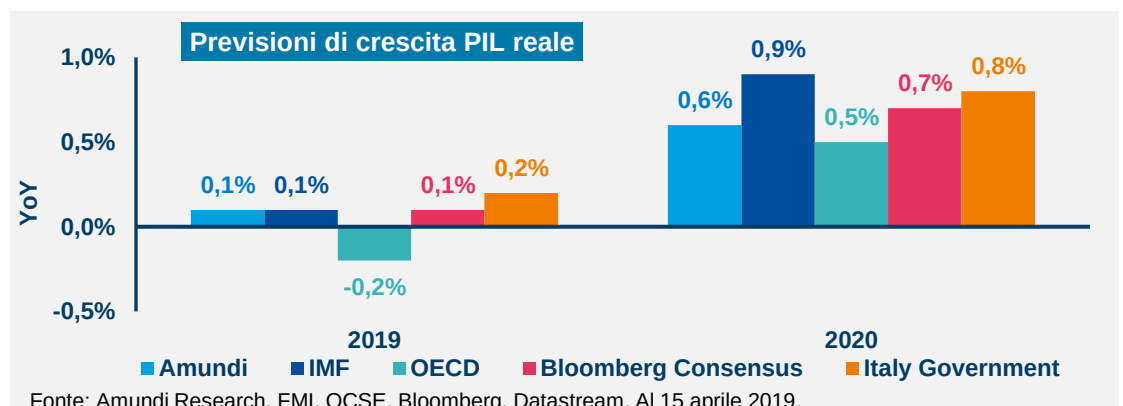


Didier Borowski
Head of Macroeconomic
Research

- **Economia italiana: crescita debole.** Il governo italiano ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita del PIL per il 2019 nel suo ultimo documento di economia e finanza. La crescita dovrebbe riprendere nella seconda metà dell'anno, tornando su livelli leggermente superiori al potenziale dal 2020, con proiezioni molto più vicine al consensus rispetto a quelle precedenti.
- **Deficit e debito: nessun confronto con l'UE nel breve termine, ma permane l'incertezza nel medio periodo.** Se il governo italiano riuscirà a rispettare i nuovi obiettivi dichiarati in materia di deficit e debito, non dovrebbe esserci per il momento alcun confronto con l'UE. Tuttavia, la traiettoria del debito nel medio termine rimane un'area di rischio, poiché le attuali proiezioni al ribasso dipendono da un ambizioso programma di privatizzazioni. Le linee guida includono anche misure aggiuntive ("flat tax" e nessun aumento dell'Iva), ma senza chiare indicazioni su come finanziarle.
- **Reddito fisso – Riparte la domanda di BTP, preferenza per i BTP a breve scadenza:** dopo un difficile fine d'anno, la domanda di BTP è rimbalzata fortemente nel primo trimestre del 2019, soprattutto tra gli investitori stranieri. Questa ripresa della domanda è dovuta all'accordo con l'UE sul bilancio, alla reazione nel complesso limitata delle agenzie di rating e alla nuova comunicazione della BCE sulla sua posizione di politica monetaria. Nel deserto dei rendimenti, i BTP a breve scadenza offrono un profilo di rischio/rendimento interessante data la stabilizzazione dei livelli di spread Bund-BTP.
- **Azioni: prudenza nel breve termine.** Nel breve termine siamo cauti sui mercati azionari italiani vista l'ancora elevata incertezza economica e politica. Guardando oltre, le opportunità potrebbero concretizzarsi in quanto il mercato è esposto al ciclo globale, che riteniamo riprenderà vigore nel proseguimento dell'anno.
- **Settore bancario italiano - miglioramento dei fondamentali, ma ancora esposto ad aree di incertezza.** Le banche italiane si sono concentrate sulla riduzione dei rischi e dei costi, nonché sul consolidamento interno. La redditività delle banche rimane ancora sotto pressione (in particolare i margini dei tassi d'interesse) e questo è il motivo principale alla base della valutazione più bassa del settore bancario italiano rispetto a quello europeo.

Quali sono le attuali prospettive di crescita per l'Italia?

Nelle previsioni di bilancio per il 2020 e oltre (dal documento del 9 aprile "Patto di Stabilità e Crescita"), le proiezioni economiche del governo sono molto più vicine al consensus rispetto alle precedenti, evidenziando una crescita del PIL più debole. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni prevede una crescita del PIL dello 0,1% per il 2019, mentre il governo italiano prevede una crescita dello 0,2% per il 2019 in considerazione degli effetti previsti dai recenti decreti legge (i cosiddetti decreti "crescita" e "sblocca cantieri").



“Se il governo italiano riuscirà a rispettare i nuovi obiettivi dichiarati in materia di deficit e debito, non dovrebbe esserci per il momento alcun confronto con l'UE.”

“La traiettoria del debito nel medio termine rimane un'area di rischio, poiché le attuali proiezioni al ribasso dipendono da un ambizioso programma di privatizzazioni.”

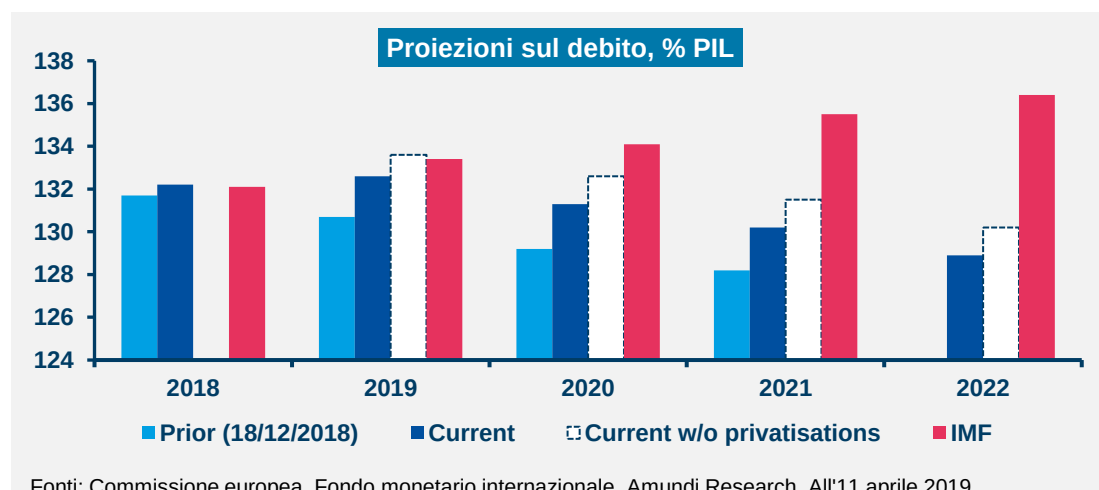
“Le linee guida includono inoltre misure aggiuntive (flat tax e nessun aumento dell'IVA), ma senza indicazioni chiare su come finanziarle.”

Qual è la vostra opinione sul deficit di bilancio dell'Italia e sulla traiettoria del debito?

Il documento di economia e finanza ha rivisto al rialzo l'obiettivo di deficit di bilancio nel 2019 (dal 2,0% al 2,4% del PIL), con l'obiettivo di ridurlo gradualmente all'1,5% entro il 2022. Questa tendenza al ribasso dovrebbe essere sostenuta da un miglioramento del saldo primario e da un graduale aumento del PIL nominale. Si prevede che il saldo primario salirà gradualmente e convergerà al 2,0% del PIL nel 2022, dall'1,2% nel 2019, ma non raggiungerà la soglia 3,0% - 3,5% che sarebbe necessaria per portare il rapporto debito/PIL su uno stabile sentiero di discesa, data la debole traiettoria del PIL nominale.

Il disavanzo strutturale dovrebbe scendere dall'1,6% nel 2019 allo 0,8% nel 2022, suggerendo quindi un progressivo miglioramento in direzione delle richieste dell'UE (evitando forse lo scontro con l'UE su questo tema specifico fino alla prossima discussione di bilancio nel 2020).

Il rapporto debito/PIL dovrebbe aumentare dal 132,2% nel 2018 al 132,6% nel 2019 a causa della combinazione di fattori quali il peggioramento delle prospettive di crescita, la riduzione del surplus primario e l'aumento del deficit. Tuttavia, si prevede che il rapporto debito/PIL diminuisca in seguito, con un obiettivo del 128,9% per il 2022. Si prevede che il differenziale tra prodotto effettivo e potenziale rimarrà ampio e non si ridurrà nell'orizzonte temporale (circa 1,7% -1,6%), e ciò dovrebbe consentire minori richieste di adeguamento sul saldo strutturale da parte dell'UE.



Se il governo italiano riuscirà a rispettare i nuovi obiettivi dichiarati in materia di deficit e debito, non dovrebbe esserci per il momento alcun confronto con l'UE, dal momento che le sue previsioni sono conformi in linea di principio alle norme UE.

Tuttavia, la traiettoria del debito proposta si basa sulle leggi vigenti che contemplano, tra l'altro, un aumento significativo dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) da gennaio 2020 (circa 23 miliardi di euro). Vengono inoltre considerati i risparmi derivanti dalla revisione delle spese (2 miliardi di euro, 5 miliardi di euro e 8 miliardi di euro previsti rispettivamente dal 2019 al 2021) e una clausola di salvaguardia di 2 miliardi di euro (da implementare a luglio 2019 se le finanze pubbliche dovessero essere inadeguate rispetto all'obiettivo di disavanzo prefissato).

La traiettoria del debito proposta dipende anche da un ambizioso programma di privatizzazione, stimato a circa l'1% del PIL (circa 17-18 miliardi di euro) nel 2019 e allo 0,3% del PIL (circa 5 miliardi di euro) nel 2020.

Quindi la traiettoria del debito nel medio termine rimane un'area di rischio. Anche se l'Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), l'organo di sorveglianza indipendente sulla finanza pubblica, che in passato ha rifiutato di convalidare le stime del Def, ha formalmente convalidato le proiezioni del governo in questa occasione. Tuttavia, ha sottolineato i rischi sulla traiettoria del debito e anche la Banca d'Italia ha richiamato l'attenzione sulla stessa questione. Le linee guida per l'azione del governo fino al 2022 sono delineate a un livello molto alto. Mentre il governo ha dichiarato l'intenzione di procedere con la riforma fiscale "flat tax" e di evitare gli

aumenti dell'IVA pianificati per il 2020, ma non ci sono indicazioni su come intende finanziare tali misure.

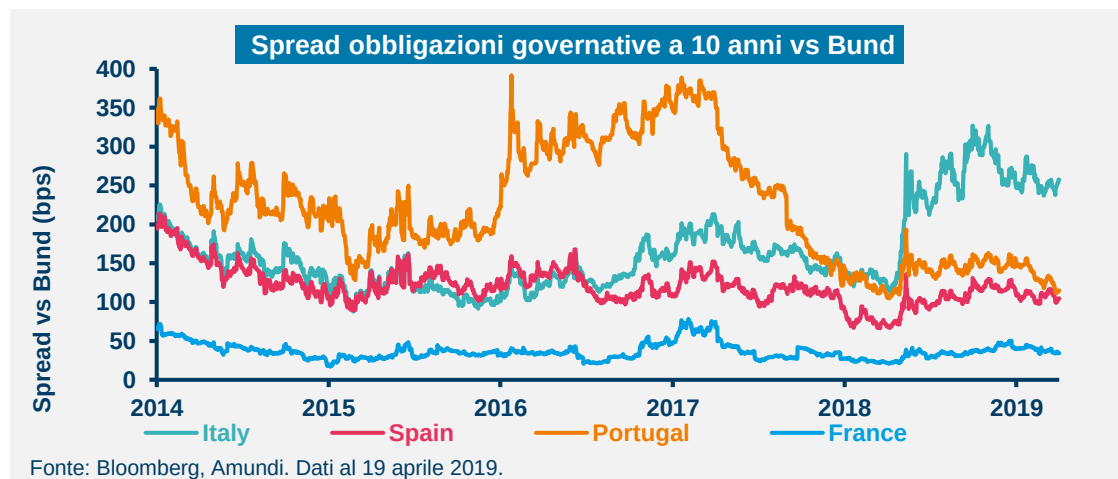
Sul fronte del reddito fisso, come valutate l'evoluzione della domanda di BTP in Italia e dove ricercare le opportunità per gli investitori?

Il reddito fisso è fortemente sensibile alle turbolenze politiche interne. Tale aspetto può evincersi nell'evoluzione della domanda dei BTP italiani. Gli investitori stranieri hanno venduto importi record di debito italiano tra maggio e dicembre dello scorso anno (92 miliardi di euro in soli otto mesi) durante il periodo di maggiore scontro sul tema del deficit italiano. Sebbene la domanda interna sia stata positiva nello stesso periodo (74 miliardi di euro), la variazione complessiva netta dei BTP detenuti dagli investitori è stata negativa.

A partire dal 2019, le posizioni molto ridotte, l'accordo con l'UE sul bilancio, la reazione nel complesso limitata delle agenzie di rating e la nuova comunicazione della BCE sulla sua posizione di politica monetaria, sono stati tutti elementi che hanno contribuito al rimbalzo della domanda a gennaio. Di conseguenza, tutti i principali detentori hanno aumentato le loro posizioni nette. Infatti, il nuovo BTP a 15 anni emesso a gennaio e il BTP a 30 anni emesso a febbraio hanno entrambi registrato una forte domanda da parte degli investitori, confermando l'interesse mostrato per i titoli di stato italiani.

Il ritorno di una forte domanda di titoli a lunga scadenza da parte di investitori stranieri ha sostenuto l'emissione di obbligazioni extra lunghe, elevando la scadenza media del nuovo debito a quasi 10 anni, superiore alla durata media quasi settennale dei titoli complessivi del debito pubblico. La duration più elevata del debito emesso significa che l'Italia ora ha un margine di flessibilità nella gestione delle aste del mese prossimo, se necessario. Pertanto, l'offerta potrebbe ridimensionarsi in termini di importi emessi / duration nel prossimo futuro.

Di conseguenza, prevediamo che il differenziale BTP-Bund rimarrà stabile nel breve termine, rendendo attraente la curva delle scadenze brevi (da uno a tre anni), soprattutto in considerazione del contesto di bassi rendimenti in Europa.



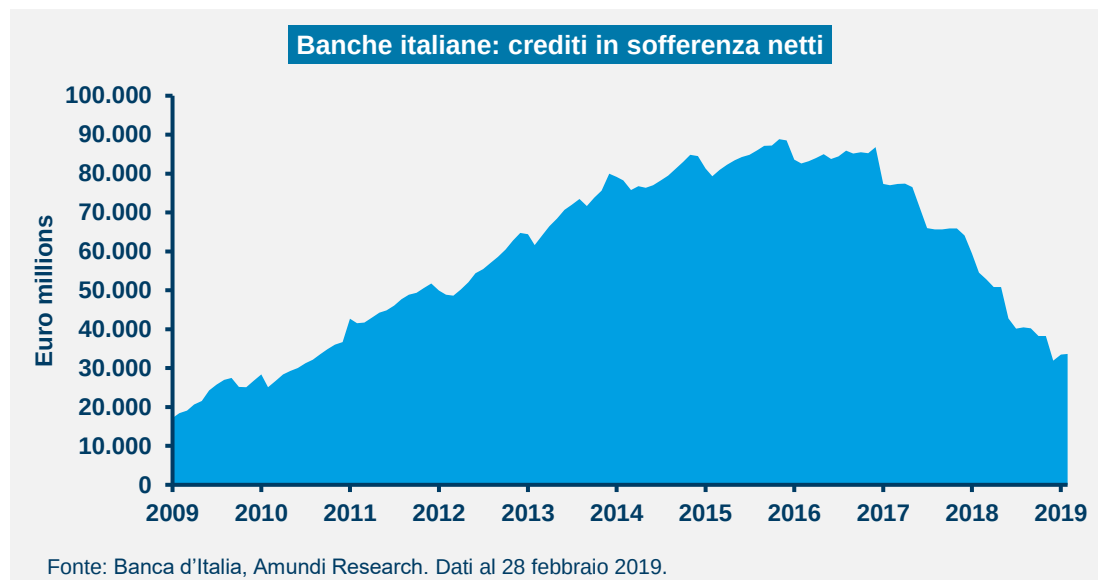
"Il settore bancario italiano rimane esposto a turbolenze politiche. I ricavi sotto pressione (in particolare sui margini dei tassi di interesse) e le prospettive economiche sono i fattori chiave da tenere sotto osservazione."

Qual è la vostra valutazione del settore bancario italiano?

Il settore bancario italiano è fortemente esposto a turbolenze politiche in quanto l'allargamento degli spread influisce direttamente sul capitale e sui coefficienti patrimoniali delle banche. Negli ultimi mesi, la stabilizzazione dei livelli degli spread e il calo della volatilità degli spread sono stati positivi. Riteniamo che quello bancario italiano sia un settore interessante dove ricercare storie di ristrutturazione e c'è ancora spazio per alcuni miglioramenti delle valutazioni. Tuttavia, il profilo di rischio/rendimento appare ora meno attraente, viste alcune incertezze sulle prospettive economiche globali, raccomandiamo quindi cautela e un approccio altamente selettivo. Si avvicina il momento di rimborsare i finanziamenti ottenuti dal settore bancario mediante i precedenti programmi di TLTRO. Secondo le nostre analisi, nessuna banca sarà costretta a rimborsare anticipatamente, il programma TLTRO offrirà un buon livello di

protezione contro la riduzione della leva finanziaria e, al margine, ridurrà i rischi di coda e il probabile costo del capitale.

Le banche italiane si sono concentrate sulla riduzione dei rischi e dei costi, nonché sul consolidamento interno. Hanno migliorato il loro mix di finanziamento, facendo sempre più affidamento sui depositi e migliorando il rischio di qualità delle attività riducendo i crediti in sofferenza.



Tuttavia, i ricavi delle banche rimangono sotto pressione (in particolare i margini dei tassi d'interesse) e questo è il motivo principale alla base della minore valutazione del settore bancario italiano rispetto a quello europeo (0,6x price to book value rispetto al settore bancario europeo a 0,8x price to book value).

I due elementi che potrebbero supportare la redditività delle banche italiane sono tassi di interesse più elevati e/o un'ulteriore riduzione degli accantonamenti per perdite su crediti, ma ciò sembra difficile date le deboli prospettive economiche in Italia. Per il momento la situazione sul rischio di credito è ancora buona, con i nuovi flussi di crediti in sofferenza a livelli storicamente bassi, ma c'è ancora il rischio che un ulteriore peggioramento delle prospettive di crescita interna possa influenzare la qualità del credito in futuro.

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 primo utilizzo: 24 aprile 2019.