



Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset,
CIO Italy



Sergio BERTONCINI
Head of Rates & FX
Research



Lorenzo PORTELLI
Head of Cross Asset
Research



Annalisa USARDI
CFA, Senior Economist



Didier BOROWSKI
Head of Macroeconomic
Research

- **Crisi politica e possibili scenari:** Il vicepremier Matteo Salvini ha recentemente ritirato il sostegno del suo partito al governo di coalizione guidato dal Primo Ministro Giuseppe Conte, chiedendo un voto di sfiducia nei confronti del Primo Ministro e successive elezioni anticipate. Il 20 agosto, dopo essersi rivolto al Senato, il Primo Ministro Conte si è dimesso. Il Presidente Sergio Mattarella ora soppeserà tre opzioni: consultare i partiti politici per formare un nuovo governo (con le stesse forze della coalizione attuale o con nuove), nominare un governo di transizione o chiedere nuove elezioni.

- **Date principali ed eventi da monitorare**

Data	Evento
20 agosto	Dimissioni del Primo Ministro Giuseppe Conte
26 agosto	Scadenza per la nomina di un Commissario europeo dell'Italia
6 settembre	Revisione del rating da parte di Moody's
Metà settembre	Presentazione in Parlamento del primo disegno della Legge di Bilancio
27 settembre	Inizio del processo di revisione della Legge di Bilancio italiana
Dopo il 20 ottobre	Prima data per le possibili elezioni
25 ottobre	Revisione del rating da parte di S&P
Entro il 31 dicembre	Approvazione della Legge di Bilancio

Fonte: Amundi Research. Solo date provvisorie.

- **Italia ed Eurozona:** l'attuale situazione politica italiana è una sfida per i leader dell'Unione Europea, poiché la retorica domestica sembra essere in crescita nel paese. La crisi si sta verificando anche in uno scenario economico deteriorato per l'Italia e l'Eurozona. È ancora presto per prevedere quanto durerà la crisi e le sue implicazioni sull'economia: molto dipenderà da quale dei possibili scenari emergerà nelle prossime settimane. La preparazione e l'approvazione della Legge di Bilancio (entro la fine dell'anno) sono priorità fondamentali per il paese, nonché la necessità di evitare l'aumento dell'IVA. Queste tappe fondamentali alla fine influenzeranno l'evoluzione della crisi, creando pressione per la sua rapida risoluzione o, almeno, per una soluzione transitoria che salvaguardi le finanze pubbliche italiane. Riteniamo che, nella fase attuale, i rischi di contagio negli altri paesi periferici siano limitati, soprattutto grazie al sostegno della BCE. Il pacchetto di politica monetaria previsto a settembre sarà probabilmente una combinazione di riduzione dei tassi (prevediamo una riduzione di 10 punti base), un sistema di remunerazione delle riserve a più livelli (cioè applicazione di tassi differenziati per ammontare sulle riserve), per proteggere il fragile settore bancario europeo, e la riapertura del quantitative easing. Inoltre, diversi paesi dell'Eurozona (a partire dalla Germania) saranno probabilmente "costretti" a utilizzare la politica fiscale per arginare gli effetti di una recessione manifatturiera che si è intensificata nel primo semestre del 2019. Inoltre, tassi di interesse bassi potrebbero sostenere i paesi nel loro piano di stabilizzazione del rapporto debito / PIL e del costo del debito pubblico. Ma questo non sarebbe nel lungo termine un rimpiazzo per l'attuazione di un solido consolidamento fiscale.
- **View sugli asset italiani:** l'apertura della crisi politica e la comparsa del conseguente premio per il rischio è abbastanza evidente. Dal punto di vista del rendimento corretto per il rischio, i BTP potrebbero andare meglio delle azioni se la crisi politica si aggraverà o si prolungherà

fino al 2020. Infatti, dato il recente calo generalizzato dei rendimenti obbligazionari su tutta la linea, riteniamo che la caccia al rendimento manterrà l'interesse degli investitori verso le obbligazioni italiane. La nostra analisi mostra che il valore dei BTP italiani rappresenta la metà del valore delle attività rimaste con rendimento positivo nel segmento del reddito fisso Investment Grade denominato in euro, pur rappresentando solo il 12% del debito complessivo in essere. Nonostante la recente volatilità, prevediamo che la domanda degli investitori rimarrà molto elevata, limitando nel breve termine la pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari.

CRISI POLITICA, POSSIBILI SCENARI E TAPPE FONDAMENTALI

A che punto siamo dell'attuale crisi politica italiana?

“Il Presidente potrebbe 1) individuare un nuovo governo supportato dalla maggioranza degli attuali parlamentari eletti, 2) indire nuove elezioni o 3) nominare un governo di transizione.”

Lo scorso 8 agosto, il vicepremier Matteo Salvini ha dichiarato che il governo non aveva una maggioranza di sostegno per rimanere in carica. In una conferenza stampa dopo questo annuncio, il Primo Ministro Giuseppe Conte ha preso atto della richiesta ma non si è dimesso, annunciando che avrebbe voluto prima riferire in Parlamento. Dopo aver parlato al Senato il 20 agosto, il Primo Ministro Conte ha rassegnato le dimissioni al Presidente della Repubblica.

Il Presidente terrà ora le consultazioni con gli attuali rappresentanti del Parlamento per verificare se sia possibile formare un nuovo governo. Se questi tentativi fallissero, il Presidente indirebbe nuove elezioni per formare un nuovo parlamento. Le opzioni a disposizione del Presidente sono se avere un nuovo governo supportato dalla maggioranza degli attuali parlamentari eletti o tenere invece nuove elezioni. Una terza opzione è che il Presidente possa nominare un governo di transizione che possa presentare il bilancio autunnale e approvare i tagli alla spesa necessari per evitare un aumento dell'IVA.

In questa fase, anche se le elezioni sembrano essere lo scenario più probabile, **la possibilità di un grande governo di coalizione non può essere completamente esclusa.** In effetti, alcuni partiti all'interno dell'attuale Parlamento hanno scarsi incentivi a spingere per le elezioni anticipate, poiché potrebbero perdere seggi. In particolare, il Movimento 5 Stelle (M5S) e il Partito Democratico (PD) potrebbero subire una sconfitta, sebbene quest'ultimo sia diviso sull'opportunità di sostenere una grande coalizione.

“Anche se le elezioni sembrano essere lo scenario più probabile, la possibilità di un grande governo di coalizione non può essere completamente esclusa.”

Ogni partito politico o coalizione ha bisogno di 316 deputati e 161 senatori per formare un governo. Se M5S e PD mettessero da parte le loro differenze e tentassero di formare un governo, avrebbero complessivamente 327 deputati e 158 senatori, ipotizzando che tutti i loro leader eletti agiscano all'unanimità. Tuttavia, i rappresentanti eletti del PD sono divisi in gruppi - una sezione vicina all'ex primo ministro Renzi, e poi ce ne sono altri. Se il primo gruppo votasse a favore della creazione di un governo, il M5S partecipasse e riuscissero persino a trovare il sostegno delle regioni autonome locali, la grande coalizione risultante avrebbe 322 parlamentari nella Camera e 166 membri al Senato. Questo sarebbe sufficiente per arrivare, con fatica, all'obiettivo ed evitare le elezioni. La domanda chiave è se questo governo avrebbe a portata di mano un obiettivo specifico (e quindi un definito orizzonte temporale).

Il compito a breve termine sarebbe quello di consegnare il bilancio 2020, a seguito del quale potrebbero seguire le elezioni all'inizio della prossima primavera. Ma se l'obiettivo della grande coalizione è ridurre il numero di parlamentari (già in una fase avanzata del processo di cambiamento costituzionale), l'orizzonte temporale potrebbe essere più lungo, ritardando alla fine le elezioni almeno a primavera inoltrata. Tuttavia, ridurre il numero di parlamentari potrebbe essere dannoso per gli interessi della grande coalizione. Pertanto, è improbabile che a quel punto richiedano nuove elezioni preferendo

invece rimanere in carica fino al 2022, giusto in tempo per nominare un nuovo Presidente della Repubblica.

“In caso di nuove elezioni, il successo di una potenziale coalizione di centrodestra tra Lega, adesso in testa ai sondaggi, e altri due partiti sarà fondamentale per i futuri rapporti con l’Unione europea.”

“I prossimi due mesi saranno cruciali per il Paese in quanto un nuovo governo deciderà il bilancio nazionale e i mercati si aspettano una revisione del rating da parte delle agenzie.”

“L’attuale contesto globale ed europeo presenta alcuni rischi al ribasso per la crescita dell’Italia, data l’ampiezza dell’economia italiana e i collegamenti della produzione domestica con la catena di produzione tedesca.”

Tornando ad oggi, **se nessun partito fosse in grado di formare un governo, si potrebbe andare ad elezioni a metà ottobre - inizio novembre**, purché avvengano consultazioni rapide tra il Presidente e i partiti politici. In entrambi i casi, il successo di una coalizione di centrodestra (forse formata da Lega, Fratelli d'Italia e Forza Italia o eventualmente solo il primo dei due partiti) è quasi certo secondo i sondaggi più recenti. La questione chiave sarebbe con quale margine vincerebbe la Lega? Quanto bisogno avrebbe degli altri due partiti per avere una forte maggioranza alla Camera dei deputati e al Senato? Ciò determinerebbe se la Lega, che è stata più conflittuale con l'Unione Europea su più fronti (immigrazione, politica fiscale e, più recentemente, non appoggiando Ursula Von der Leyen al vertice della Commissione Europea), sia in grado di promuovere il suo programma.

Calendario dei principali eventi

Calendario politico

26 AGOSTO



Ultimo giorno per la nomina del **Commissionario europeo dell'Italia**. In assenza di un governo, potrebbe essere più difficile per la Lega nominare uno dei suoi rappresentanti per una posizione chiave all'interno della Commissione europea.

META' SETTEMBRE



Presentazione in Parlamento del primo disegno della **Legge di Bilancio**

27 SETTEMBRE



Il Parlamento italiano dovrebbe iniziare la revisione della **Legge di Bilancio 2020** che deve essere inviata alla **Commissione Europea** entro il 15 ottobre. Secondo la Costituzione italiana, la **Legge di Bilancio** deve essere approvata entro il 31 dicembre.

DOPO IL 20 OTTOBRE



La costituzione italiana richiede 45-60 giorni, ma ora è richiesto un minimo di 60 per gli elettori all'estero. Nel caso in cui Parlamento e Senato votino per la crisi intorno al 20 agosto, la prima possibile data per le **nuove elezioni** potrebbe essere il 20 ottobre.

Calendario per il rating del credito

6 SETTEMBRE

Moody's

Baa3
Outlook stabile
19 ottobre 2018

25 OTTOBRE

S&P Global
Ratings

BBB
Outlook negativo
26 ottobre 2018

Fonte: Amundi Research. Solo date provvisorie.

ECONOMIA ITALIANA E IMPLICAZIONI A LIVELLO DI UNIONE EUROPEA

Qual è la vostra view sull'economia italiana? Come sta reagendo allo scenario globale più complesso?

I dati disponibili finora mostrano un inizio dell'anno molto debole, con un PIL in crescita dello 0,1% e 0,0%, trimestre su trimestre, rispettivamente nel primo e nel secondo trimestre 2019 (-0,1% e 0,0%, su base annua). Se la crescita dovesse rimanere in territorio leggermente positivo nel secondo semestre, sarebbe giusto aspettarsi che l'economia italiana cresca in media dello 0,1% quest'anno. Ciò indica una stagnazione a causa della flebile domanda interna - rallentamento degli investimenti e deboli consumi personali - e della fiacca performance delle esportazioni, risultate sottotono nel primo semestre.

L'attuale contesto globale ed europeo presenta alcuni rischi al ribasso per la crescita economica italiana, date l'interconnessione della produzione interna con la catena di produzione tedesca e l'apertura verso l'esterno dell'economia italiana. È probabile che questi rischi derivino da una possibile debolezza in Germania (secondo trimestre negativo) e dall'incertezza relativa ai rischi geopolitici e alle controversie commerciali, che possono potenzialmente influire negativamente sulla produzione e sulle filiere esistenti. Inoltre, l'attuale incertezza politica in Italia potrebbe pesare sulle decisioni di investimento.

Vedete qualche implicazione della situazione italiana a livello europeo? Vedete un rinnovato rischio politico nella zona euro e quali potrebbero essere le implicazioni?

La situazione politica italiana rappresenta una sfida per i leader dell'Unione Europea e in particolare per quelli dell'eurozona. Ciò detto, come in tutti i paesi in cui i movimenti nazionalisti / populistici sono in aumento, è importante in Italia distinguere la retorica domestica dall'azione politica. Mentre Salvini sa benissimo che opera in un clima economico teso che non consente ai leader dell'eurozona di trattare con fermezza l'Italia, è anche consapevole dei limiti di ciò che può raggiungere. È chiaro che le relazioni tra un potenziale governo Salvini (in caso di elezioni) e la Commissione europea sarebbero tese, ma gli italiani non hanno intenzione di lasciare l'eurozona. Pertanto, cercherebbero di scendere a compromessi, se sarà necessario.

“Riteniamo che i rischi di contagio negli altri paesi periferici siano minimi”.

L'Italia continuerà a beneficiare del calo dei tassi di interesse nella Zona Euro e della politica monetaria eccezionalmente accomodante della BCE. Alla vigilia dei tagli dei tassi di interesse della BCE e dell'annuncio di un nuovo importante programma di acquisti di attività a settembre, riteniamo che i rischi di contagio negli altri paesi periferici siano minimi. Questo perché diversi paesi della zona Euro (a partire dalla Germania) saranno probabilmente "costretti" a utilizzare la politica fiscale per arginare gli effetti di una recessione manifatturiera che si è intensificata nel primo semestre del 2019.

Nel breve termine, in un contesto di bassi tassi di interesse, gli investitori proseguiranno la ricerca di rendimento e ciò dovrebbe limitare la pressione del mercato. Tuttavia, nel medio termine, l'Italia dovrà affrontare una vera sfida. In assenza di riforme strutturali per aumentare il suo potenziale di crescita, il debito pubblico non sarà sostenibile (il rapporto debito pubblico / PIL continuerebbe ad aumentare). Detto questo, va notato che in un contesto di tassi di interesse strutturalmente più bassi, sarà più facile per tutti i paesi della regione stabilizzare il loro rapporto debito / PIL.

Al di là dell'esperienza italiana, sono le regole fiscali e l'implementazione di strumenti di stabilizzazione per far fronte agli shock asimmetrici (attraverso uno schema comune di assicurazione contro la disoccupazione) che torneranno alla ribalta una volta che sarà istituita la nuova Commissione Europea. In questo contesto, l'Italia avrebbe più da perdere che da guadagnare da un duro confronto con le istituzioni europee.

IMPLICAZIONI PER GLI INVESTIMENTI

Qual è la vostra opinione sul BTP italiano, considerando la dinamica della domanda / offerta, le misure della BCE e la propensione al rischio degli investitori?

L'apertura di una crisi politica nel governo di coalizione ha provocato un'improvvisa reazione dei mercati finanziari e, di conseguenza, sia le obbligazioni sia le azioni italiane hanno sottoperformato. Nelle prossime settimane, gli spread dei BTP probabilmente rimarranno volatili e al di sopra dei bassi livelli registrati a luglio, date le incertezze sulle nuove elezioni e l'approvazione della legge di bilancio. La minore liquidità del periodo estivo e le incertezze geopolitiche derivanti dal quadro globale probabilmente incrementeranno la volatilità.

“Gli spread dei BTP italiani probabilmente rimarranno volatili e al di sopra dei bassi livelli registrati a luglio, date le incertezze sulle nuove elezioni e l'approvazione della legge di bilancio.”

Detto questo, lo spread del BTP a 10 anni rispetto al Bund è tornato recentemente ai livelli di inizio luglio, un mese che ha registrato una notevole compressione del premio per il rischio. Quando esaminiamo il comportamento dei diversi segmenti della curva BTP, la reazione iniziale del mercato sembra piuttosto sobria. Lo spostamento verso l'alto del rendimento a 2 e di quello a 10 anni è stato abbastanza simile e la pendenza non è riuscita a comprimersi in modo significativo, segnalando preoccupazioni limitate degli investitori sulla qualità del credito italiano. Inoltre, Fitch ha confermato il rating BBB insieme all'outlook negativo per l'Italia. Il momento della decisione è coinciso con il giorno in cui è scoppiata questa crisi politica, attenuando la pressione nel breve termine sui BTP.

Nonostante il ritorno delle incertezze elettorali, riteniamo che l'impatto sugli spread italiani sarà limitato rispetto alle precedenti fasi di pressione politica viste da maggio dello scorso anno. Infatti, nei prossimi mesi agirà una combinazione di fattori tecnici di supporto e valutazioni relative, in un momento in cui è probabile che la BCE riaprirà gli acquisti netti del QE.

Dal lato dell'offerta, a partire dall'inizio di agosto, il Tesoro italiano ha completato quasi il 70% delle nuove emissioni programmate annualmente di obbligazioni a medio-lungo termine, in un momento in cui si è verificato solo il 40% dei rimborsi annuali. Di conseguenza, l'emissione netta di BTP ha raggiunto il suo picco a 85 miliardi di euro e dovrebbe diventare negativa nei restanti mesi del 2019, scendendo a un livello vicino a 50 miliardi di euro entro la fine dell'anno.

Settembre e ottobre dovrebbero trovare un supporto tecnico derivante da ingenti rimborsi di obbligazioni esistenti rispettivamente del valore di 43 e 26 miliardi di euro. Insieme ad un po' di sollievo proveniente dai numeri dell'offerta, vale la pena menzionare l'emissione riuscita di BTP lunghi ed extra lunghi da parte del Tesoro italiano. Questi ha emesso BTP extra lunghi con durata di 15 anni, 20 anni e 30 anni durante l'anno, mentre a luglio la riapertura di BTP a 50 anni ha incontrato una forte domanda da parte degli investitori stranieri.

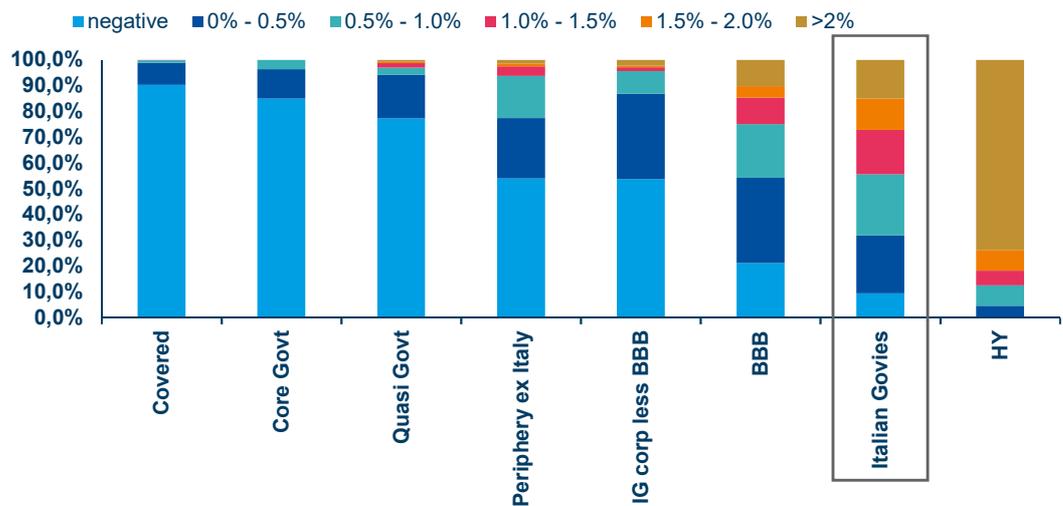
Come risultato, la scadenza media dell'offerta da inizio anno è vicina ai 10 anni, abbastanza elevata per gli standard storici comparabili. Ciò indica che probabilmente le emissioni annuali rimanenti saranno limitate non solo in termini di dimensioni, ma anche più basse in termini di duration, con probabile conseguente minor pressione sui tratti più lunghi della curva.

Il secondo fattore a supporto dei BTP ha a che fare con le valutazioni relative. Abbiamo effettuato alcune analisi sulla concentrazione dei rendimenti nell'intero mercato del reddito fisso Investment Grade denominato in euro. Dato il recente calo generalizzato dei rendimenti obbligazionari, i risultati mostrano che il valore dei BTP italiani rappresenta la metà del valore delle attività a rendimento positivo rimanenti nell'ambito del reddito fisso Investment Grade denominato in euro, pur rappresentando solo il 12% del totale del debito. L'unico vero "competitor" dell'Italia che offre un rendimento positivo nell'universo Investment grade è rappresentato dalle obbligazioni societarie con rating BBB, che ora rappresentano solo il 21% del valore dei titoli con rendimento positivo con un peso sul debito totale simile (10%).

“L'unico vero "competitor" in Italia che offre un rendimento positivo nell'universo di investimento high-grade è rappresentato dalle obbligazioni societarie con rating BBB.”

“La nostra analisi mostra che il valore dei BTP rappresenta la metà del valore delle attività con rendimento positivo rimanenti nell'ambito del reddito fisso IG denominato in EUR.”

Ripartizione del reddito fisso in Euro per fasce di rendimento



Fonte: Bloomberg e Amundi Research, dati al 31 luglio 2019.

“Un ulteriore taglio del tasso di deposito in territorio ancor più negativo, sosterebbe una caccia ancora più forte per il rendimento.”

Questo ci porta al terzo e più importante fattore che dovrebbe rendere i BTP più resilienti alle incertezze politiche nei prossimi mesi, vale a dire il pacchetto di allentamento monetario della BCE in arrivo a settembre. Un ulteriore taglio del tasso di deposito in territorio negativo, insieme a un possibile QE2 sulle obbligazioni sovrane, sosterebbe una caccia ancora più forte al rendimento. Ciò potrebbe rendere il contesto favorevole ai BTP rispetto alle alternative meno interessanti nell'ambito delle obbligazioni europee. La nostra opinione è ulteriormente supportata dai dati più recenti forniti dalla Banca d'Italia. I flussi di investimento sui BTP a giugno sono stati pari a 34,7 miliardi di euro, i maggiori flussi mensili di quest'anno.

In conclusione, ci aspettiamo che gli spread dei BTP rimangano volatili nel breve termine a seconda degli sviluppi politici. Tuttavia, la volatilità dovrebbe rimanere frenata dalla ricerca di rendimento e da dati tecnici favorevoli: i segmenti di curva di medio-lungo termine rimangono maggiormente supportati dalla combinazione di valutazioni relative e da un'eventuale riapertura del programma di acquisto di attività della BCE (APP).

Dal punto di vista prospettico, qual è la vostra opinione sulle attività italiane?

“Mentre riconosciamo il potenziale rischio politico nel paese in un contesto globale sfidante, manteniamo la nostra visione moderatamente positiva sui titoli governativi italiani.”

Manteniamo una posizione cauta da un punto di vista generale poiché ci troviamo in una fase più matura del ciclo finanziario globale. I rischi sono ora al ribasso, dato che tensioni geopolitiche in aumento stanno già deprimendo il commercio globale e il settore manifatturiero. In particolare, la crisi politica italiana è un rischio idiosincratco e non sistemico per i mercati.

Tuttavia, il premio per il rischio politico è abbastanza evidente e manteniamo la nostra preferenza per i BTP rispetto alle azioni italiane. È importante notare che le attività italiane presentazioni valutazioni più convenienti in termini relativi se si confrontano i multipli azionari e gli spread dei titoli governativi con quelli degli altri paesi europei. I rapporti prezzo / utili attuali e attesi per le azioni italiane sono molto inferiori a quelli europei e il rendimento da dividendi è prossimo al 5%. Le aspettative sui profitti nel paese non sono eccessivamente ottimistiche, quindi non dovrebbero essere deludenti nemmeno in un contesto politico sfidante.

Dal punto di vista del rendimento corretto per il rischio, i BTP potrebbero andare meglio dei titoli azionari se la crisi politica diventasse più profonda o si prolungasse fino al 2020. In effetti, l'eccezionalità di questo regime di ciclo maturo è la straordinaria linea accomodante delle banche centrali e il loro impegno a contenere qualsiasi rischio di contagio per i mercati del reddito fisso. Tuttavia, tassi estremamente bassi a livello globale offrono poche opportunità di investimento in obbligazioni governative con rendimenti positivi, almeno nei paesi sviluppati. Mentre riconosciamo il potenziale rischio politico nel paese in un contesto globale sfidante, manteniamo la nostra visione moderatamente positiva sui titoli governativi italiani.

- **Spread BTP-Bund:** differenziale di rendimento tra il BTP italiano a 10 anni e il Bund Tedesco a 10 anni.
- **Volatilità:** misura statistica di dispersione dei rendimenti per un determinato titolo o indice di mercato. Solitamente, più alta è la volatilità, più rischioso è il titolo/mercato.

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: [21 agosto 2019](#).