

Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana e le implicazioni per il reddito fisso



Sergio BERTONCINI
Senior Fixed Income
Research Strategist –
Amundi Institute



Cosimo MARASCIULO
Head of Fixed Income
Absolute Return



Annalisa USARDI,
CFA
Cross Asset Research,
Senior Macro Strategist –
Amundi Institute

- **Il contesto globale e la situazione macroeconomica attuale dell'Italia:** il rischio crescente di stagflazione sta inducendo un taglio delle stime sulla crescita e, al contempo, un aumento delle revisioni delle stime sull'inflazione. Le previsioni di crescita per l'Italia sono state riviste al ribasso per via dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e della normalizzazione della politica monetaria, due fenomeni accompagnati dalla crisi energetica in Europa e dalle strozzature delle catene del valore globali. Di conseguenza, la crescita del PIL in Italia è stata rivista al ribasso e portata al 2,6% per il 2022, mentre nel 2023 dovrebbe rallentare e attestarsi all'1%; il PIL nella zona Euro dovrebbe invece crescere nel 2022 del 2,4% e rallentare all'1,3% nel 2023. Le proiezioni sull'inflazione sono state riviste al rialzo in quanto si ipotizza uno scenario caratterizzato da un aumento del prezzo del petrolio e da un'inflazione realizzata più robusta e più generalizzata: per il 2022 prevediamo per l'Italia e per la zona Euro un'inflazione media rispettivamente del 7,3% e del 7,5%, mentre per il 2023 ci aspettiamo una sua riduzione, con una media del 3,9% in Italia e del 4,1% nella zona Euro.
- **Le finanze pubbliche italiane e la traiettoria del debito italiano:** Il rapporto debito/PIL è salito nel 2021 al 150% a causa dello shock della pandemia da Covid-19. Osserviamo tuttavia un calo in un certo qual modo più marcato rispetto al passato del rapporto per qualsiasi livello di tassi e disciplina fiscale rispetto al passato. Tuttavia, l'Italia continua a essere esposta a movimenti sostenuti e persistenti della curva dei rendimenti, e in un'ottica di medio termine, quando sarà stata spesa gran parte dei fondi del programma NGEU, il miglioramento della crescita potenziale sarà il fattore chiave della sostenibilità del debito.
- **Implicazioni per gli investimenti:** i fattori tecnici dei BTP appaiono favorevoli, insieme a un valore relativo più interessante in termini di carry, ma la volatilità sul breve termine rimarrà persistente perché il mercato continuerà a focalizzarsi sul prossimo annuncio della BCE e su quanto il nuovo strumento anti-frammentazione "backstop" verrà percepito come efficace.

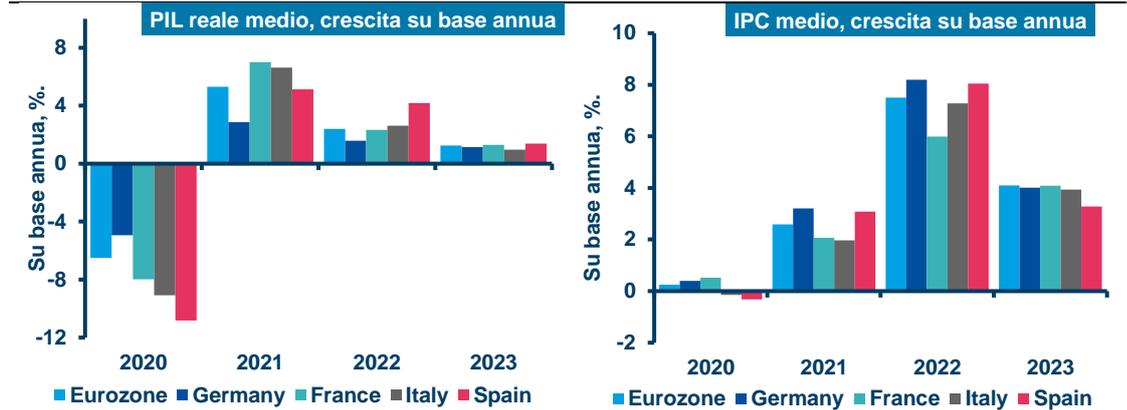
Scenario macroeconomico e prospettive economiche

Nonostante la crisi sul costo della vita che ha avuto inizio a novembre, l'Italia ha dimostrato una tenuta inattesa nei primi tre mesi del 2022, con la stima iniziale della crescita del PIL che è stata rivista al rialzo e portata dal - 0,2% allo 0,1%. Tuttavia, le notizie sul fronte della domanda interna non sono state positive: un calo dello 0,8% su base trimestrale dei consumi delle famiglie non fa ben sperare per il futuro visto che la fiducia dei consumatori è diminuita ulteriormente durante il Q2. Grazie agli incentivi fiscali e all'ottimismo generato probabilmente dai fondi del programma NGEU, l'aumento degli investimenti è stato sinora sostanziale, con un balzo del 3,9% su base trimestrale grazie all'incremento della costruzione di edifici (+ 5,4% su base trimestrale) e a un aumento degli investimenti per macchinari e attrezzature (+4,3% su base trimestrale). Gli investimenti fissi lordi hanno contribuito con uno straordinario 0,8% alla crescita trimestrale del PIL, mentre le spese per i consumi finali hanno sottratto oltre lo 0,4%. Non ci sono state variazioni a livello delle scorte. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo perché le importazioni (4,3% su base trimestrale) sono state superiori alle esportazioni (3,5% su base trimestrale).

Guardando al futuro, la crisi generata dall'aumento del costo della vita continuerà a ridurre il reddito disponibile reale nei prossimi trimestri e prevediamo che i consumi rimarranno deboli nei mesi centrali del 2022. Per contro, è incoraggiante vedere che prosegue l'espansione dell'attività d'investimento. Prevediamo una sua contrazione nel secondo trimestre e forse un'ulteriore frenata nella stagione autunnale/invernale, a patto che non vi sia un razionamento dell'energia. Il settore dei servizi dovrebbe proseguire la sua espansione nel Q3 grazie all'effetto della riapertura delle economie e agli flussi correlati al turismo.

La "forte" crescita attesa del PIL nel 2022 sarà solamente un effetto ottico grazie all'effetto di trascinamento legato al buon andamento del 2021, mentre la dinamica del PIL seguirà un andamento piatto.

Bassa crescita, inflazione elevata e divergenze nella zona Euro



Fonte: Amundi Institute. Le previsioni per il 2022 e il 2023 sono a cura di Amundi Institute e risalgono al 17 giugno 2022. IPC: indice dei prezzi al consumo

La sostenibilità del debito pubblico e del deficit italiani

I recenti sviluppi dei rendimenti indicano il rischio di un crescente costo del debito, al punto che il rendimento medio ponderato del debito italiano è cresciuto di recente dopo che il rendimento delle obbligazioni a dieci anni ha superato il livello del 4% (il massimo dal 2013); un persistente spostamento in questa direzione porrebbe l'Italia nella situazione di dover ritornare più rapidamente a persistenti avanzi primari per gestire la sostenibilità del debito sul medio-lungo termine.

Proiezioni della Commissione dell'Unione europea:

	2022	2023
Bilancio primario	-2%	-1,1%
Disavanzo: saldo delle amministrazioni pubbliche (% del PIL)	-5,5%	-4,3%
Debito pubblico lordo (% del PIL)	147,9%	146,8%

Fonte: Commissione europea, primavera 2022, previsioni economiche

Finora, l'inflazione ha contribuito a un ridimensionamento più veloce del deficit fiscale (grazie ai maggiori introiti fiscali), fornendo al governo maggiori margini per fornire maggiore sostegno all'economia senza dovere emettere più debito rispetto ai 28 miliardi di euro di misure di stimolo aggiuntive programmate finora quest'anno, mantenendo l'obiettivo del deficit al 5,6% del PIL.

Tuttavia, poiché l'inflazione importata avrà un impatto anche sul lato della spesa (maggiori costi per gli investimenti pubblici; salari e prestazioni sociali del settore pubblico che si adeguano all'inflazione), in un contesto di tassi in aumento (pagamenti di interessi più elevati), **sarà necessario un ulteriore consolidamento per portare il rapporto debito/PIL verso una traiettoria discendente sostenibile**. Uno dei principali rischi di mercato per il futuro che potrebbe gettare dei dubbi sulla capacità di impegnarsi nella disciplina fiscale sono le elezioni a metà del 2023.

Sul breve termine, il PIL potrebbe essere sostenuto dal programma NGEU; in un contesto di inflazione ancora elevata e di crescita probabilmente superiore alla media tendenziale, il debito potrebbe rimanere su una traiettoria da stabile a leggermente discendente. Tra le questioni da tener d'occhio c'è la dinamica della spesa attesa per gli interessi. Dopo il 2025-2026, quando gran parte dei fondi del programma NGEU sarà stata spesa, il miglioramento della crescita potenziale, insieme a una traiettoria fiscale controllata, sarà fondamentale per la sostenibilità del debito.

Il ruolo della BCE nel contenere la frammentazione del mercato

La Banca centrale europea sta svolgendo un ruolo fondamentale nel contenere l'ampliamento degli spread tra i titoli di Stato periferici e i titoli di Stato core della zona Euro. A tal riguardo, il 15 giugno, solamente sei giorni dopo la sua riunione ufficiale sulla politica monetaria, la BCE ha tenuto una riunione ad hoc per discutere dell'ampliamento degli spread dei rendimenti obbligazionari e dell'aumento dei costi di finanziamento nella zona Euro. Il Consiglio Direttivo della BCE ha deciso due misure importanti da implementare in futuro:

“La crescita dell'Italia dovrebbe decelerare dal 2,6% del 2022 all'1% del 2023 in un contesto di rallentamento della crescita a livello globale”.

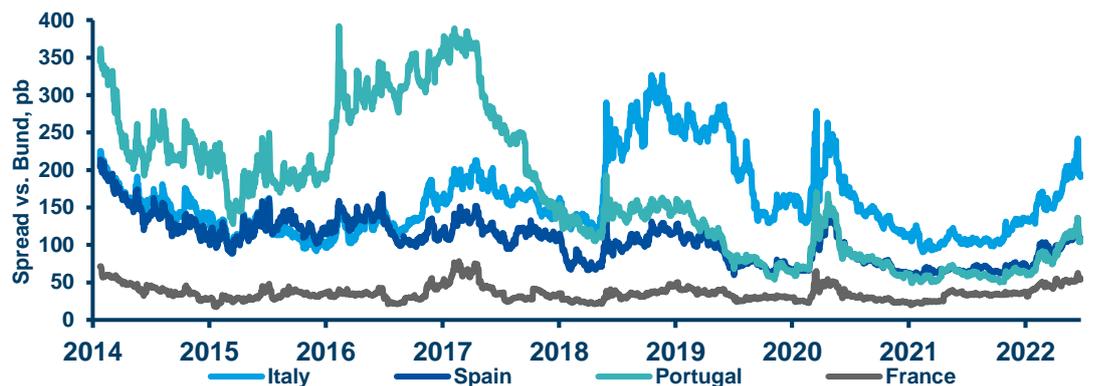
“L'inflazione complessiva dovrebbe scendere dal 7,3% del 2022 al 3,9% del 2023, ma la velocità della decelerazione resta incerta e l'incognita sull'energia rappresenta un rischio importante”.

“Il debito potrebbe rimanere su una traiettoria stabile o leggermente discendente. L'Italia rimane tuttavia esposta a spostamenti sostenuti e persistenti della curva dei rendimenti e pertanto deve mantenere un approccio fiscale equilibrato”.

- Per preservare il funzionamento della trasmissione della politica monetaria, la BCE ha deciso di applicare il criterio della flessibilità nel reinvestire i titoli in scadenza nel portafoglio **PEPP**.
- Il Consiglio Direttivo ha deciso inoltre di accelerare il completamento della progettazione di un nuovo strumento anti-frammentazione.

Questa notizia è stata accolta con favore dal mercato e si è tradotta in un restringimento significativo degli spread periferici, soprattutto per l'Italia, e in un rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro USA.

Spread dei rendimenti dei titoli di Stato europei a dieci anni vs. bund



Fonte: Amundi Institute, Bloomberg. Dati al 23 giugno 2022.

A nostro avviso, nell'attuale contesto vi sono dei pro e dei contro per il debito italiano, e **nel complesso manteniamo per il momento una posizione neutrale.**

Tra gli elementi positivi:

- Una riunione di emergenza ad hoc della BCE ha indicato che uno spread di 250 pb tra obbligazioni italiane e Bund tedeschi a 10 anni rappresenta una soglia di sofferenza per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e che la BCE è pronta a intervenire per ridurre il rischio di frammentazione.
- L'inflazione elevata e l'alta crescita nominale riducono il costo reale del debito e il costo nominale medio dei finanziamenti è ancora basso.
- L'implementazione del NGEU continuerà a rappresentare un driver positivo della crescita.

“Più visibilità sulla BCE e in particolare sullo strumento anti-frammentazione potrebbero aiutare a ridurre la volatilità”

Tra gli elementi negativi:

- Lo strumento anti-frammentazione preannunciato dalla BCE ha un elevato rischio politico e alla fine potrebbe deludere le aspettative in termini di dimensioni e di implementazione. La visibilità è quindi ancora bassa.
- La volatilità rimane elevata e la BCE ha un atteggiamento molto “hawkish”; pertanto, il contesto rimane difficile per i carry trade.

“I fattori tecnici, insieme a un valore relativo più interessante in termini di carry, appaiono favorevoli per l'Italia, ma rimarrà l'attenzione a breve termine sui driver dello spread in attesa del prossimo annuncio della BCE”

Le implicazioni per gli investimenti e l'opinione sui BTP

Uno sguardo ai fattori tecnici per i BTP

I fattori tecnici dei BTP appaiono complessivamente favorevoli perché l'Italia ha fatto maggiori progressi rispetto ad altri Paesi dell'UME nei finanziamenti di quest'anno, con l'80% delle emissioni nette già collocate a metà maggio. Anche per quanto riguarda il ruolo della BCE per quest'anno, il QE ha assorbito nel Q1 all'incirca il 50% delle emissioni nette di titoli di Stato italiani previste per l'anno in corso (principalmente grazie ai fondi rimanenti del PEPP), lasciando agli investitori privati il compito di assorbire un importo limitato nel secondo semestre. Infine, le riserve di liquidità del Tesoro sono elevate rispetto agli standard storici, con quasi 80 miliardi di euro a maggio, ampie rispetto alle emissioni nette che saranno effettuate nel secondo semestre. In termini di “effetto stock”, la BCE continuerà a svolgere un ruolo nel reinvestimento dei titoli detenuti, con i titoli in scadenza nel suo portafoglio che rappresentano all'incirca il 20% dei volumi complessivi dei titoli del debito pubblico in scadenza quest'anno. Infine, poiché gli investitori esteri hanno ridotto la quota di titoli detenuti a livelli bassi rispetto agli standard storici, il posizionamento attuale riflette già un approccio più cauto nel nuovo contesto più sfidante.

L'opinione sui driver

Finora, il debito italiano è stato influenzato in misura crescente dal forte repricing dei tassi di politica monetaria attesi dal mercato, fino a quando, nella riunione ad hoc della BCE del 15 giugno, non è stato annunciato un impegno concreto per uno strumento anti-frammentazione. Dato l'improvviso e significativo allargamento degli spread periferici, insieme all'obiettivo di evitare un loro ulteriore brusco movimento, la recente riunione ha probabilmente segnalato una soglia di sofferenza per la BCE. Non sono stati resi noti dettagli su come funzionerà questo strumento: speriamo di ricevere maggiori informazioni a luglio. Tuttavia, la BCE ha ammesso che il solo reinvestimento dei PEPP non basterebbe a combattere la frammentazione, soprattutto a causa della sua implementazione molto graduale nel corso del tempo.

Prevediamo che fin quando non sarà fatta più chiarezza riguardo a questo strumento, l'impegno dimostrato dalla BCE potrà contenere gli spread e mantenere la fascia di spread precedente alla riunione del 9 giugno, livello al quale sono tornati gli spread italiani. L'efficacia e la credibilità del nuovo strumento e dei reinvestimenti del PEPP rappresenteranno quindi il principale driver per contenere gli spread visto il contesto ancora sfidante in termini di sorprese sull'inflazione e di indebolimento della crescita. In conclusione, **i fattori tecnici appaiono favorevoli all'Italia insieme a un valore relativo più interessante in termini di carry, ma l'attenzione a breve termine sui driver degli spread rimarrà in attesa del prossimo annuncio della BCE e di quanto il nuovo strumento sarà percepito come efficace.**

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit, parte di Amundi Institute, mira a trasformare le competenze del nostro CIO e la conoscenza globale degli investimenti di Amundi in informazioni e strumenti definiti in base alle esigenze degli investitori. In un mondo in cui gli investitori sono esposti a informazioni provenienti da più fonti, vogliamo diventare partner di fiducia per fornire spunti e informative chiari, tempestivi e rilevanti che possano aiutare i nostri clienti a prendere decisioni di investimento consapevoli.

Scopri Amundi Investment Insights

www.amundi.it

Informazioni importanti

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite unicamente a scopo informativo. Questo documento non costituisce un'offerta di vendita, una sollecitazione di un'offerta di acquisto, o una raccomandazione di qualsiasi titolo o qualsiasi altro prodotto o servizio. Eventuali titoli, prodotti o servizi a cui si fa riferimento non possono essere registrati per la vendita presso l'autorità competente nella vostra giurisdizione e non possono essere regolamentati o controllati da qualsiasi autorità governativa o simile nella vostra giurisdizione. Tutte le informazioni contenute in questo documento possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in qualsiasi forma e non possono essere utilizzate come base o come componente di qualsiasi strumento finanziario o prodotto o indice. Inoltre, nulla in questo documento è destinato a fornire consulenza fiscale, legale o di investimento. Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute in questo documento sono di Amundi Asset Management S.A.S. al [23 giugno 2022](#). La diversificazione non garantisce un profitto, né garantisce contro una perdita. Il presente documento è fornito "così com'è" e l'utente di questa informazione assume l'intero rischio di qualsiasi uso fatto di queste informazioni. I dati storici e le analisi non dovrebbero essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi o previsione futura delle performance. Le opinioni espresse in merito alle tendenze economiche e di mercato sono quelle dell'autore e non necessariamente di Amundi Asset Management S.A.S. e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento sulla base delle condizioni di mercato e di altro tipo, e non ci può essere alcuna garanzia che i paesi, i mercati o i settori avranno i risultati attesi. Queste opinioni non devono essere considerate consigli di investimento, raccomandazioni su titoli, o indicazione sulla negoziazione di qualsiasi prodotto di Amundi. Gli investimenti comportano rischi, compresi quelli di mercato, politici, di liquidità e valutari. Inoltre, in nessun caso Amundi avrà alcuna responsabilità di eventuali danni diretti, indiretti, speciali, incidentali, consequenziali (ivi inclusa, senza limitazioni, la perdita di profitti) o qualsiasi altro danno derivante dal suo utilizzo.

Data di primo utilizzo: [28 giugno 2022](#)

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 Paris- www.amundi.com