

Italia: l'ombrello BCE per proteggere il mercato obbligazionario nonostante l'incerta situazione politica



Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset
CIO Italy



Sergio BERTONCINI
Head of Rates and FX
Research



Isabelle VIC-PHILIPPE
Head of Euro
Aggregate

- **Situazione politica.** Il 13 gennaio, Italia Viva, guidata dall'ex Presidente del Consiglio Matteo Renzi e partner minore della coalizione, è uscita dal Governo, lasciando l'esecutivo senza una maggioranza al Senato. **Tuttavia, riteniamo che le elezioni anticipate siano per ora improbabili.** A nostro avviso, gli scenari più credibili sono: il Presidente del Consiglio Giuseppe Conte **potrebbe cercare di ottenere un voto di fiducia** con il sostegno dei partiti sia all'interno sia all'esterno della maggioranza e anche dei parlamentari non affiliati (Gruppo Misto); **Conte potrebbe dimettersi, dando il via a un nuovo ciclo di colloqui** che potrebbero portare alla formazione di un nuovo Governo guidato dallo stesso Conte o da un altro Presidente del Consiglio e con il sostegno della medesima alleanza; da ultimo potrebbe essere nominato un Governo ad interim per gestire il Paese fino alle prossime elezioni.
- **I mercati finanziari sembrano reggere, con l'azione della BCE che contribuisce a mantenere la volatilità a livelli storicamente contenuti.** Nella riunione di dicembre 2020, la **BCE** ha ampliato il proprio programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP) di altri 500 miliardi di euro, portandolo a un totale di 1.850 miliardi di euro, e ha anche esteso la propria politica di reinvestimento. Riteniamo che l'azione della BCE dovrebbe mantenere basso il costo medio dei finanziamenti. **I fattori tecnici** rimarranno solidi nel 2021 grazie agli acquisti della BCE, alla minore emissione netta attesa e alla persistente "caccia al rendimento" tra gli investitori. Il ruolo svolto dalla BCE rimarrà cruciale nei prossimi anni. **Le valutazioni attuali sono tirate e offrono un margine di manovra limitato per un ulteriore restringimento dello spread.** In termini relativi, i rendimenti italiani sono più interessanti di quelli di altri Paesi periferici. Rimaniamo costruttivi sul debito sovrano italiano. Con la progressiva riduzione del premio al rischio, la curva dovrebbe appiattirsi e gli investitori dovrebbero posizionarsi sulle scadenze molte lunghe. *Nel corso della crisi politica, si prevede un livello dello spread BTP-Bund decennale nell'intervallo di 100-125 punti base.* Gli investitori sul mercato dei titoli di Stato dovrebbero considerare eventuali ritracciamenti del mercato obbligazionario italiano come un'opportunità per aumentare la propria esposizione.
- **Scenario macroeconomico:** la bassa crescita potenziale, che deriva da una mancanza cronica di investimenti, è il tallone d'Achille dell'economia italiana. **Il PIL reale** dovrebbe contrarsi dell'8,6%-9,0% nel 2020, risalire di circa il 3,2%-3,7% quest'anno e rallentare al 3,0%-3,4% nel 2022. **Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'Italia** dovrebbe salire a circa il 160% nel 2020 dal 135% nel 2019. **Il debito dell'Italia è prevalentemente - circa il 70% - detenuto da investitori domestici, mentre gli investitori esteri costituiscono il restante 30%.** La quota detenuta dal Sistema europeo delle banche centrali è aumentata da quando è stato varato il programma di allentamento quantitativo nel 2015, e a settembre 2020 si è attestata al 24% del debito negoziabile. Si prevede che salirà a circa il 28 % entro la fine del 2021 a seguito degli acquisti di attività da parte della BCE. Ci aspettiamo che il deficit di bilancio dell'Italia raggiunga l'11,4% del PIL nel 2020 per poi scendere all'8,2% nel 2021.
- **Riteniamo che il pacchetto "Next Generation EU" rappresenti un punto di svolta per la politica fiscale dell'Unione Europea** e che possa stimolare la crescita dell'Italia in modo significativo nel medio/lungo termine. **La pandemia accentuerà il divario sociale all'interno del Paese** tra le persone che hanno un lavoro "regolare" e quelle che lavorano nell'economia informale e che non possono contare sui programmi di welfare. In aggiunta, l'incertezza rimane elevata anche tra le persone che possono contare su un posto di lavoro, e il tasso di risparmio ha raggiunto il 20% nel secondo trimestre del 2020, aumentando le disponibilità sui conti correnti. **Una parte di questo risparmio elevato sarà disponibile per essere investita nell'economia reale.**

SITUAZIONE POLITICA

Il 13 gennaio, Italia Viva, guidata dall'ex Presidente del Consiglio Matteo Renzi, e partner minore della coalizione, è uscita dal Governo lasciando l'esecutivo senza una maggioranza al Senato. Renzi ha dichiarato che le Ministre del suo partito si sono dimesse per via del disaccordo su come investire i fondi del Next Generation EU fund e sulla necessità di chiedere l'attivazione della linea di credito del MES. Tuttavia, riteniamo che le elezioni anticipate siano per ora improbabili perché il presidente della Repubblica, Sergio Mattarella, ha espresso delle riserve riguardo alla prospettiva di un ritorno alle urne durante la pandemia. A nostro avviso, gli scenari più probabili sono:

- **Il Presidente del Consiglio Giuseppe Conte potrebbe cercare di ottenere un voto di fiducia**, con il sostegno dei partiti sia all'interno, sia all'esterno della maggioranza e anche dei parlamentari non affiliati (per esempio quelli del Gruppo Misto); ciò potrebbe voler dire fare affidamento su forze come quelle del partito di Silvio Berlusconi, Forza Italia, per mantenere al potere il governo.
- **Conte potrebbe dimettersi, dando il via a un nuovo ciclo di colloqui** che potrebbero portare a un nuovo Governo guidato dallo stesso Conte o da un altro Presidente del Consiglio e con il sostegno della medesima alleanza;
- Da ultimo potrebbe essere nominato un **Governo ad interim** per gestire il Paese fino alle prossime elezioni.

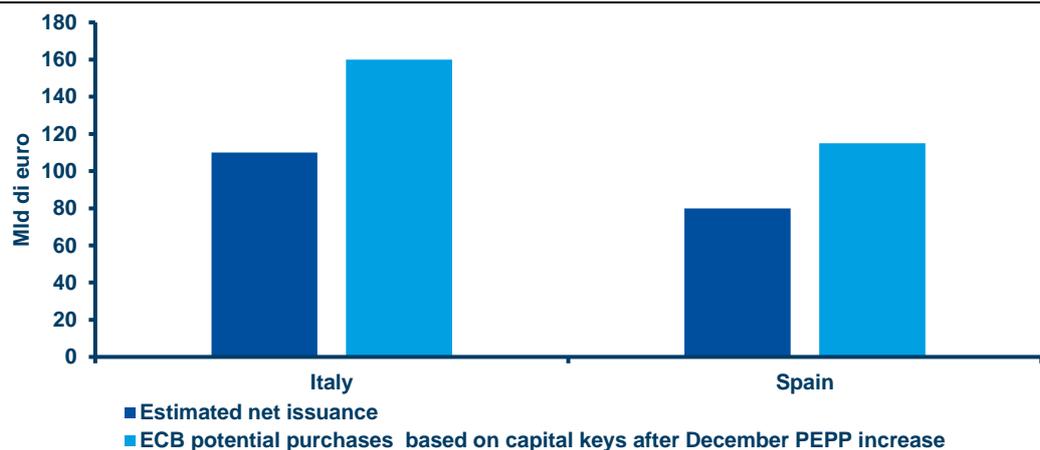
Il mercato del reddito fisso

Visti gli scambi del 14 gennaio 2021, i mercati finanziari sembrano reggere; lo spread BTP-Bund decennale si è ampliato solo di 3pb. Sembra che i mercati si siano in un certo qual modo assuefatti alle crisi politiche italiane. Al contempo, l'azione della BCE sta contribuendo a mantenere la volatilità a livelli storicamente contenuti. **Durante la durata della crisi politica, si prevede un livello dello spread BTP-Bund decennale nell'intervallo di 100-125 punti base.** Gli investitori sul mercato dei titoli di Stato italiano dovrebbero considerare eventuali ritracciamenti del mercato obbligazionario italiano come un'opportunità per aumentare la propria esposizione.

La BCE svolge un ruolo chiave nell'assorbire il debito aggiuntivo e nel mantenere bassi i costi dei finanziamenti.

- Per far fronte alla pandemia da Covid-19, la BCE ha lanciato un programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP) **che ha poi ampliato di altri 500 miliardi di euro alla riunione di dicembre**, decidendo anche di prolungarlo dal giugno 2022 fino ad almeno la fine del 2023.
- **A nostro avviso, la BCE manterrà basso il costo medio dei finanziamenti** - pari a circa lo 0,7% per il 2020 - e ciò contribuirà alla riduzione del costo dei finanziamenti per l'intero stock del debito, che si aggira attualmente attorno al 2,5%. Visto il contesto di bassa inflazione, prevediamo che la BCE continuerà a conferire un forte supporto al mercato obbligazionario anche nei prossimi anni. Tale intervento, unitamente al recente incremento e prolungamento dei flussi netti del QE e dei reinvestimenti della BCE fino alla fine del 2023, dovrebbe favorire un contesto con finanziamenti a costi persistentemente bassi.

Potenziali acquisti di obbligazioni della BCE nel 2021 rispetto alle emissioni nette attese di Italia e Spagna



Fonte: elaborazione di Amundi basata sui dati Bloomberg all'11 gennaio 2021.

“Gli investitori sul mercato dei titoli di Stato italiano dovrebbero considerare eventuali ritracciamenti del mercato obbligazionario italiano come un'opportunità per aumentare la propria esposizione.”

“Gli acquisti della BCE copriranno le emissioni nette combinate di obbligazioni e buoni del Tesoro nel 2020 e probabilmente supereranno le esigenze di finanziamento nette dell'Italia attualmente previste per il 2021.”

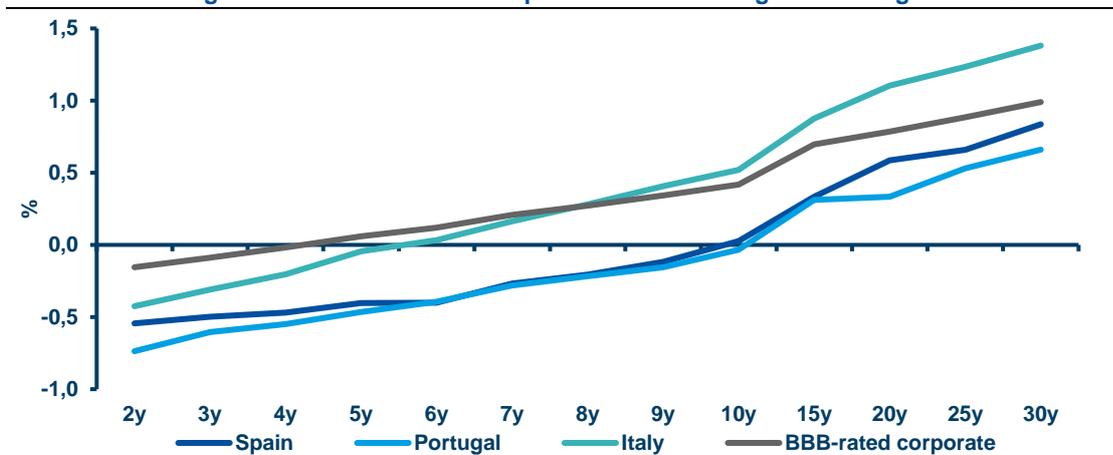
Fattori tecnici, domanda e offerta

- I **fattori tecnici** rimarranno solidi nel 2021 grazie agli acquisti della BCE, alla minore emissione netta attesa e alla persistente 'caccia al rendimento' tra gli investitori.
- **Gli acquisti della BCE copriranno le emissioni nette combinate di obbligazioni e dei buoni del Tesoro nel 2020 e probabilmente supereranno le esigenze di finanziamento nette dell'Italia attualmente previste per il 2021.**
- Il ruolo svolto dalla BCE rimarrà cruciale nei prossimi anni: la sua rilevanza è stata confermata dalle ultime revisioni del rating sovrano dell'Italia da parte di S&P e Fitch.
- Il 23 ottobre 2020, S&P ha confermato il rating sovrano dell'Italia a BBB, innalzando il suo outlook da negativo a stabile grazie soprattutto al forte supporto congiunto della politica monetaria e di quella fiscale. L'agenzia di rating ha preso atto del forte clima di incertezza che incombe sull'outlook macroeconomico dell'Italia per via della pandemia e ribadito che i rischi relativi all'outlook a breve termine sono orientati al ribasso. Tuttavia, **la straordinaria risposta politica a livello nazionale ed europeo, inclusa quella della BCE, compensa le ripercussioni negative sulla crescita e depone a favore del miglioramento dell'outlook.**
- Il 4 dicembre 2020 Fitch ha confermato il rating dell'Italia a BBB-, con outlook stabile. Secondo l'agenzia di rating, la pandemia ha avuto un impatto significativo sull'economia italiana e sulla posizione fiscale del Paese. L'elevato rapporto debito/PIL peserà sul rating, ma quest'ultimo sarà supportato da un'economia diversificata e ad alto valore aggiunto.

La nostra opinione: costruttiva sul debito italiano, preferenza per le scadenze lunghe.

I rendimenti italiani sono più interessanti di quelli offerti da altri Paesi periferici e ciò ha suscitato l'interesse e la forte domanda degli investitori giapponesi alla ricerca di rendimenti più appetibili di quelli offerti dalle obbligazioni dei Paesi core e semi-core della zona Euro. **Riteniamo che il pacchetto “Next Generation EU” rappresenti un punto di svolta per la politica fiscale dell'Unione Europea e per l'Italia.** Le valutazioni attuali sono tirate e offrono un margine di manovra limitato per un ulteriore restringimento dello spread: a seguito della forte compressione degli ultimi mesi, gli spread dei titoli di Stato italiani sono ritornati in prossimità dell'area di “basso premio al rischio” del 2015-2016, con lo spread BTP-Bund decennale a 100-130 pb. Rimaniamo costruttivi sul debito sovrano italiano. Con la progressiva riduzione del premio al rischio, la curva dovrebbe appiattirsi e gli investitori dovrebbero posizionarsi sulle scadenze molte lunghe.

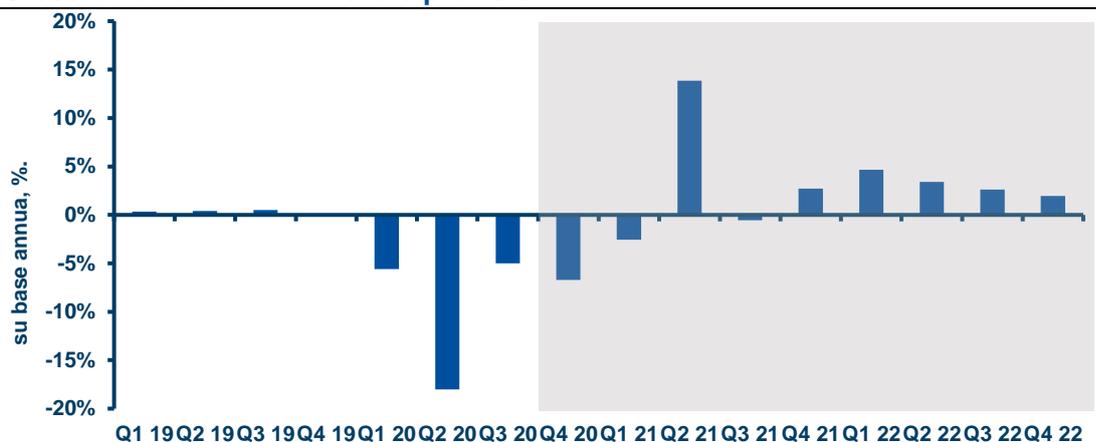
Curve delle obbligazioni societarie dei Paesi periferici e con rating BBB al 13 gennaio 2021



Fonte: elaborazione di Amundi Research basata sui dati Bloomberg al 13 gennaio 2021.

SCENARIO MACROECONOMICO:**la bassa crescita potenziale è il tallone di Achille dell'economia italiana**

- **La debolezza dell'economia è una caratteristica di lunga data del panorama italiano:** risale a ben prima della Grande crisi finanziaria (GCF) ed è imputabile ai limitati guadagni di produttività del Paese nel corso del tempo. Questa bassa produttività è riconducibile soprattutto alla cronica mancanza di investimenti, per non parlare degli effetti strutturali come l'espansione del settore terziario.
- **Alla fine del 2019, l'economia italiana non era ancora ritornata ai livelli precedenti alla GCF** e il tasso di disoccupazione era elevato (9,5%), con picchi nel Sud Italia e tra i giovani.
- Stando al nostro scenario centrale, il PIL reale dovrebbe contrarsi dell'8,6%-9,0% nel 2020, risalire di circa il 3,2%-3,7% quest'anno e rallentare al 3,0%-3,4% nel 2022. Le nostre stime sulla crescita per il 2021 e il 2022 sono superiori al potenziale di crescita dell'Italia e si basano sulla tesi che il Next Generation EU fund porterà all'implementazione efficace e rapida dei progetti ad elevata produttività, facendo da volano alla domanda interna ed esterna, soprattutto a partire dal 2022.

Crescita reale del PIL in Italia e previsioni

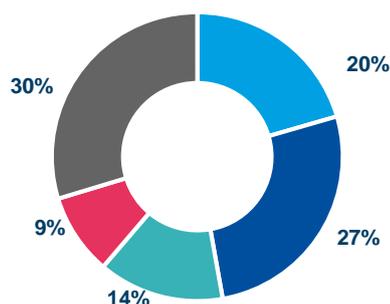
Fonte: Amundi Research Dati e previsioni al 12 gennaio 2021.

L'elevato debito pubblico limiterà i margini per la manovra fiscale

- **In Italia, il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe registrare un balzo, passando dal 135% nel 2019 a circa il 160% nel 2020.** Ciò è dovuto sia a una profondissima recessione, sia a un elevato disavanzo pubblico causati dalla pandemia, dato che l'Italia è stata tra i Paesi maggiormente colpiti dal Covid-19.
- L'analisi sulla ripartizione del debito pubblico italiano evidenzia che una quota elevata del debito in essere - circa il 70% - è detenuta dagli investitori domestici, mentre gli investitori esteri costituiscono il restante 30%. **La quota detenuta dagli investitori stranieri si è ridotta dopo la GFC e la crisi del debito sovrano**, passando da circa il 50% al livello attuale, ma è stabile dal 2012. Negli ultimi mesi, gli investitori privati stranieri sono diventati acquirenti netti del debito pubblico italiano dopo i forti deflussi di marzo e dell'aprile 2020. Tra gli investitori domestici, le banche e le altre istituzioni finanziarie rappresentano attualmente il 27% del debito pubblico complessivo, mentre le famiglie rappresentano soltanto il 4%.
- La quota di debito pubblico italiano detenuta dal Sistema europeo delle banche centrali è aumentata dal lancio del programma di allentamento quantitativo nel 2015 e a settembre 2020 era attestata al 21%. Se prendiamo in considerazione soltanto il debito negoziabile, questa quota dovrebbe salire a circa il 25% entro la fine dell'anno e a circa il 28% entro la fine del 2021.

“In Italia, il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe registrare un balzo, passando dal 135% nel 2019 a circa il 159% nel 2020.”

Il debito generale del governo suddiviso per detentori alla fine del settembre 2020



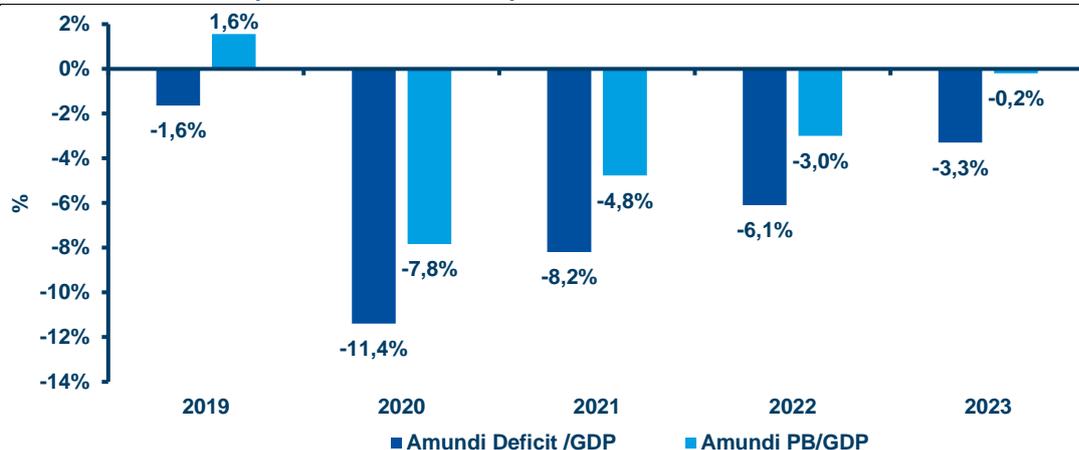
■ Central bank ■ MFI ■ Other MFI ■ Other residents ■ Non-residents

Fonte: Amundi, Banca d'Italia. Dati al 15 dicembre 2020.

- Negli ultimi anni, il governo italiano è riuscito a stabilizzare la dinamica del debito pubblico nonostante la debolezza della crescita grazie ai ricorrenti avanzi primari. Prevediamo che il **deficit di bilancio dell'Italia** raggiunga l'11,4% del PIL nel 2020, per poi scendere all'8,2% nel 2021.

“Visto il contesto di bassa inflazione, prevediamo che la BCE continuerà a conferire un forte supporto al mercato obbligazionario anche nei prossimi anni.”

Il disavanzo e il saldo primario della Italia in percentuale del PIL



Fonte: Amundi Research Dati e previsioni al 13 gennaio 2021.

Le ripercussioni della crisi causata dal Covid-19 sulla società italiana

Secondo il Censis -l'istituto di ricerca socioeconomico italiano- **la pandemia ha accentuato il divario sociale all'interno del Paese** tra le persone che hanno un lavoro "regolare" e quelle che lavorano nell'economia informale e che non possono contare sui programmi di welfare. Nel terzo trimestre del 2020, il numero dei disoccupati è salito di quasi 500.000 unità, perlopiù donne e giovani. In aggiunta, l'incertezza rimane elevata anche tra le persone che possono contare su un posto di lavoro; **secondo i dati dell'ISTAT, l'istituto nazionale di statistica, il tasso di risparmio è quindi schizzato alle stelle, raggiungendo il 20% nel secondo trimestre del 2020** e aumentando le disponibilità sui conti correnti. I "ristori" distribuiti dal governo ai settori più colpiti - per un importo totale di 26 miliardi di euro - non sono bastati a mantenere lo standard di vita precedente, soprattutto tra i lavoratori autonomi. In un tale scenario, la maggior parte di coloro che sono stati intervistati dal Censis nel corso di un sondaggio hanno detto che non se la sentono di avviare una nuova attività. Il divario sociale è emerso in tutta la sua drammaticità soprattutto in due settori dell'economia italiana: l'istruzione e la sanità. Inoltre, esistono marcate differenze tra le diverse regioni. Nel complesso, la crisi causata dal Covid-19 acuirà le disuguaglianze all'interno della società italiana. **L'aspetto positivo è che buona parte di questi risparmi preventivi sarà disponibile per essere investita nell'economia reale. I gestori di attivi saranno determinanti nell'ideare soluzioni d'investimento che convogliano tali risorse nell'economia reale.**

Focus: Il fondo Next Generation EU sarà fondamentale per sostenere la ripresa dell'Italia.

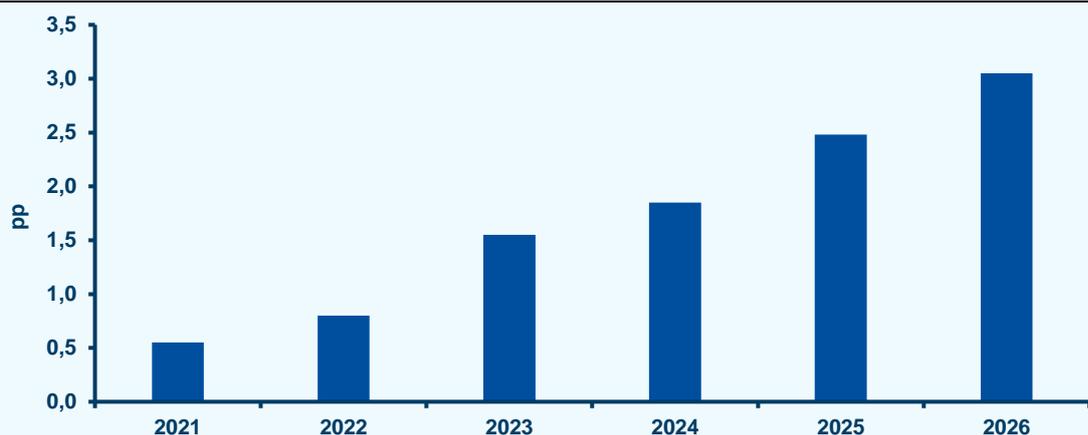
Nel luglio del 2020 i leader dell'UE hanno approvato un fondo da 750 mld di euro a sostegno della ripresa economica dei Paesi membri colpiti dalla pandemia. Il fondo d'emergenza assegnerà 390 miliardi di euro in sovvenzioni e 360 miliardi di euro in prestiti a basso tasso d'interesse agli Stati membri dell'UE. L'Italia sarà tra i principali beneficiari del piano e riceverà 209 miliardi di euro tra prestiti e sovvenzioni.

Il 12 gennaio 2021, il governo italiano ha approvato una proposta da presentare alla Commissione, che illustra le priorità su come impiegare i fondi del Next Generation EU fund. La proposta include progetti per un valore complessivo di 222 miliardi di euro, ovvero un importo superiore a quello dei fondi disponibili per l'Italia, e ciò indica che il governo sta salvaguardando la sua posizione nel caso in cui alcuni dei suoi progetti non vengano approvati. Il governo punta ad allocare oltre il 70% dei fondi in investimenti pubblici perché questi possono generare un effetto positivo sugli investimenti privati. Il governo si focalizzerà su sei aree:

- **Digitalizzazione dell'economia, innovazione, competitività e cultura:** di questa componente fanno parte il turismo, le connessioni internet a banda larga e il 5G, con una focalizzazione sulle strutture sanitarie e sociali nel Mezzogiorno. L'importo messo a bilancio è di 46 miliardi di euro e comprende progetti già in corso.
- **Transizione ecologica:** questa componente copre la transizione energetica, i trasporti pubblici locali sostenibili e il miglioramento dell'efficienza energetica e della riqualificazione degli edifici. L'importo messo a bilancio è di 69 miliardi di euro e comprende progetti già in corso.
- **Infrastrutture per una mobilità sostenibile:** questa componente comprende i progetti di alta velocità di rete e di manutenzione stradale. L'importo messo a bilancio è di 32 miliardi di euro, e comprende progetti già in corso.
- **Istruzione e ricerca:** questa componente mira a rafforzare il diritto allo studio e a potenziare l'interazione tra scuola e mondo del lavoro. L'importo messo a bilancio è di 28 miliardi di euro, e comprende progetti già in corso.
- **Crescita inclusiva:** questa componente comprende le politiche sul mercato del lavoro e qualsiasi misura specifica rivolta alle aree e ai gruppi svantaggiati. L'importo messo a bilancio è di 28 miliardi di euro, e comprende progetti già in corso.
- **Salute:** questo settore avrà un'importanza vitale nell'economia post-pandemica e questi progetti mirano a migliorare la ricerca e l'innovazione, nonché la rete dell'assistenza territoriale. Le risorse impiegate ammonteranno a 20 miliardi di euro.

Secondo la proposta del governo, l'impatto di questi progetti sulla crescita dell'Italia aumenterà col tempo grazie all'impatto degli investimenti pubblici su altri settori dell'economia (effetto moltiplicatore). Il contributo alla crescita di tali progetti dovrebbe essere di 0,5 pp nel 2021 e di 3,0 pp nel 2026.

Impatto previsto dei piani di investimento NGEU sulla crescita dell'Italia



Fonte: Amundi, #NEXTGENERATIONITALIA. Dati al 13 gennaio 2021.

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: 14 gennaio 2021.