



**Kasper
ELMGREEN**
Head of Equities



**Matteo
GERMANO**
Head of Multi-Asset,
CIO Italy



**Annalisa
USARDI**
CFA, Senior Economist



**Isabelle
VIC-PHILIPPE**
Head of Euro Govies and
Inflation

“Il nuovo governo filo-europeo è disposto a discostarsi dalle politiche del precedente, con un'agenda incentrata su politiche ecologiche e socialmente inclusive”.

- **La fine della crisi politica e i prossimi passi del nuovo governo:** il nuovo governo filo-europeo sembra disposto a muoversi in una direzione diversa rispetto a quella precedente, con un'agenda incentrata su politiche ecologiche e socialmente inclusive. È difficile prevedere quanto durerà questa nuova coalizione, ma dovrà certamente affrontare la prossima legge di bilancio. Ci aspettiamo di vedere alcune misure espansive (riduzione del costo del lavoro, più spese per gli investimenti), ma senza mettere a rischio le finanze pubbliche. Tuttavia, lo spazio di manovra disponibile è limitato.
- **Italia vs Unione Europea:** il cambiamento nelle relazioni con l'Unione Europea è il cambio di rotta più importante di questa nuova coalizione, tenendo presente che ha votato per Ursula von der Leyen come nuovo presidente della Commissione europea. Il nuovo Ministro delle Finanze italiano sarà probabilmente in grado di ottenere il massimo livello di flessibilità consentito a livello dell'UE, ma ciò non porterà a una significativa espansione fiscale in Italia.
- **Outlook strutturale per l'Italia:** Lo scenario più probabile, a nostro avviso, prevede una parziale riduzione dell'incertezza internazionale (come il no-deal nella questione Brexit) e dinamiche commerciali che si normalizzino gradualmente ma rimangano contenute rispetto alla media storica. In questo contesto, dove permane un certo grado di incertezza, la crescita italiana potrebbe gradualmente riprendersi, ma rimanere attorno al livello potenziale (0,6-0,8%). In uno scenario di bassi rendimenti, con tassi di interesse inferiori alla crescita del PIL nominale, il rapporto debito / PIL potrebbe stabilizzarsi e infine diminuire, lasciando un certo margine di manovra fiscale.
- **Implicazioni per gli investimenti:** data una minore probabilità di conflitto con la Commissione europea, gli spread sui BTP italiani sono diminuiti. Prevediamo che questa tendenza continuerà, grazie al supporto della Banca Centrale Europea. La vigilanza della BCE è fondamentale: in uno scenario di bassa crescita, fornisce una certa garanzia che i bassi rendimenti rispetto alla crescita del PIL nominale saranno mantenuti, il che significa che il rapporto debito / PIL (alto per l'Italia) rimarrà su una traiettoria sostenibile, fornendo così spazio fiscale rispetto al passato. Inoltre, la BCE è pronta ad agire in caso di crisi. Di fatto, la BCE si sta comportando come una sorta di “Ministro del Tesoro” in un contesto in cui la politica monetaria si avvicina a quella fiscale.
- **L'appello delle obbligazioni italiane per gli investitori in cerca di rendimenti:** preferiamo la parte più lunga della curva (30 anni). Riguardo alle scelte cross-asset, privilegiamo i BTP rispetto alle azioni italiane che sembrano più vulnerabili allo scenario incerto esterno (guerra commerciale e rallentamento economico).
- **Le azioni dipendono dagli scambi commerciali: possibile qualche sollievo a medio termine.** Andando avanti, potremmo vedere più operazioni di IPO (offerta pubblica iniziale) dalle piccole alle medie imprese e l'interesse degli investitori ESG, che potrebbero potenzialmente giovare al mercato italiano. Il sollievo dalle guerre commerciali non sembra essere probabile a breve termine, ma potrebbe concretizzarsi nei prossimi trimestri e ciò potrebbe supportare prospettive più costruttive in Italia e nell'Unione europea.

UNA NUOVA AGENDA, SU UN SENTIERO STRETTO

Il nuovo governo italiano è ora pienamente operativo. La crisi del governo si è conclusa con il passaggio del **Movimento 5 Stelle (M5S)** dall'alleanza con il partito probabilmente più euroscettico (e conflittuale) (la Lega) all'alleanza con il partito probabilmente più europeista in Italia (Partito Democratico), con il Sig. Conte confermato come Primo Ministro.

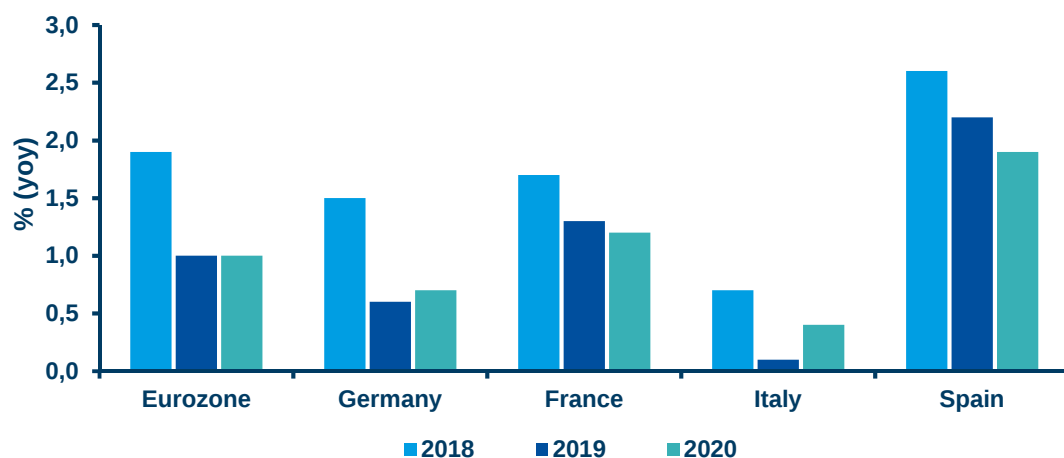
Per eliminare ogni dubbio sulla continuità con il governo precedente (data la conferma del Primo Ministro e la presenza significativa dell'M5S), **l'attuale coalizione ha compiuto sforzi significativi per evidenziare la sua divergenza** rispetto al programma del governo

precedente, ha preso posizioni su molte questioni tramite il suo sostegno alle istituzioni dell'UE e ha cambiato la sua agenda politica, **incentrata su politiche verdi e socialmente più inclusive**, sottolineando la centralità del progetto UE per l'Italia.

Se da un punto di vista politico la comunicazione di una marcata differenza è la chiave per il supporto degli stakeholder del governo, da un punto di vista economico, **è importante che il governo si concentri con pragmatismo sui problemi dell'economia italiana, che rimangono invariati e parzialmente irrisolti** (evasione fiscale, bassa produttività, inefficienze nel mercato del lavoro, divergenze tra Nord e Sud, bassa concorrenza, elevata dipendenza del sistema produttivo dal finanziamento bancario, solo per citarne alcuni). Pertanto, per il nuovo governo, **sarebbe opportuno identificare quelle aree in cui dovrebbe essere garantita la continuità dell'azione politica per eliminare l'incertezza e rafforzare l'efficacia delle politiche già attuate**. In particolare, pensiamo che **sarebbe ragionevole aspettarsi continuità, estensioni o miglioramenti delle politiche di "Industria 4.0"** (per sostenere un aumento degli investimenti privati e della produttività), politiche per **attrarre e trattenere il capitale umano** e politiche di **"inclusione sociale"**. Ciò potrebbe richiedere una riprogettazione e razionalizzazione degli strumenti finora introdotti (ad es. politiche di inclusione sociale, reddito di inclusione, reddito di cittadinanza); questi (opportunamente rimodellati) potrebbero far fronte alla crescente disuguaglianza ed emarginazione di ampie fasce della popolazione.

In questo senso, **forse le domande giuste da porsi sarebbero: l'attuale governo potrebbe durare a lungo** ed essere in grado di attuare riforme strutturali durante l'intero periodo legislativo? Oppure, l'antagonismo, un tempo forte, tra M5S e PD riemergerà presto, mettendo ancora una volta a rischio la stabilità del governo? È ancora troppo presto per trarre conclusioni: le elezioni regionali nei prossimi mesi saranno il primo test per la coalizione, ma crediamo che l'elezione del Presidente della Repubblica nel 2022 (da parte dei membri del Parlamento) sarà una scadenza chiave per sapere se la coalizione terrà.

Italia: crescita debole del PIL reale



Fonte: previsioni Amundi Research, Bloomberg. Dati al 17 settembre 2019.

Guardando al programma politico della nuova coalizione, è disegnato attorno alla volontà di implementare politiche fiscali espansive senza mettere a rischio le finanze pubbliche. Lo sforzo fiscale, a nostro avviso, è finalizzato a:

- evitare l'aumento dell'IVA (costo stimato: circa 23 miliardi €)
- sostenere le famiglie con basso reddito e introdurre un livello salariale minimo
- ridurre il costo del lavoro (contributo sociale - non è chiaro come una riduzione possa modificare la proporzione tra la quota pagata dai datori di lavoro e quella pagata dai dipendenti)

“Prevediamo alcune misure espansive (per ridurre il costo del lavoro e aumentare la spesa per investimenti), senza mettere a rischio le finanze pubbliche, ma il percorso è stretto...”

- promuovere gli investimenti in istruzione, infrastrutture, energia verde e nelle regioni meridionali; in parte, questo dovrebbe essere finanziato cercando la flessibilità dell'UE o cercando di non avere alcuni investimenti contabilizzati nel bilancio conforme alle regole UE
- avviare una più ampia riforma fiscale (compresa una revisione degli scaglioni fiscali, una revisione delle detrazioni fiscali e progressi nella revisione della spesa)
- avviare un "New Deal verde", promuovendo il comportamento ESG a tutti i livelli della società, dai consumatori alle imprese
- portare avanti la riduzione del numero di parlamentari e il successivo sistema elettorale e modifiche della legge
- promuovere l'innovazione tecnologica come fattore chiave nella crescita economica, favorendo un aumento degli investimenti privati, che è ancora inferiore alla media europea, nelle start-up e nelle PMI innovative.

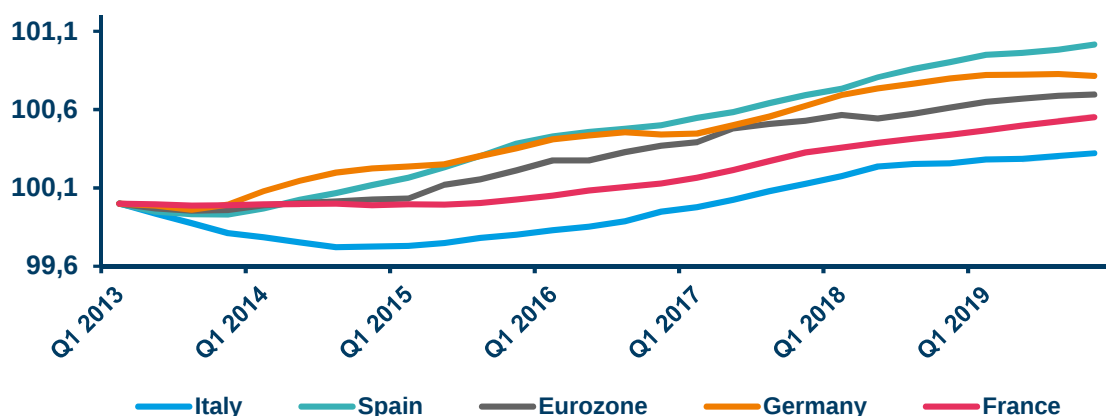
Il governo non ha fornito alcuna stima dei costi relativi a tali misure o dell'impatto economico e dei tempi di attuazione. È ragionevole presumere che la prossima legge di bilancio introdurrà misure per evitare l'aumento dell'IVA, unitamente a una revisione della spesa che potrebbe consentire una qualche riduzione del costo del lavoro (forse favorendo inizialmente i dipendenti) e alcune spese di investimento (per giustificare la richiesta di maggiore flessibilità alle istituzioni dell'UE).

È improbabile che il programma completo venga attuato tutto in una volta, soprattutto se le misure chiave del precedente governo (reddito di cittadinanza e prepensionamento) dovessero essere finanziate anche per il 2020 (secondo le recenti interviste con il nuovo Ministro delle Finanze, queste misure non saranno abbandonate). Tuttavia, alcuni risparmi aggiuntivi potrebbero derivare da un tasso di utilizzo inferiore per entrambe le misure, con spesa stimata di 2,4 miliardi di euro per il pensionamento anticipato ma in realtà difficile da stimare per il reddito di cittadinanza, pari a 1,2 miliardi di euro per il 2019, a causa dell'avvio ritardato dell'attuazione di tali misure. A luglio, tuttavia, quasi il 30% delle domande è stato respinto, quindi nel 2020 potrebbe esserci un risparmio rispetto alla spesa stimata.

Eventuali cambiamenti nel sistema fiscale, se presenti, verrebbero probabilmente introdotti in futuro, dato che ciò richiede un'analisi più approfondita dell'impatto sulle finanze pubbliche. Ma, come affermato in precedenza, potrebbero esserci alcuni miglioramenti delle misure che hanno iniziato ad affrontare questioni importanti (ad esempio, la promozione degli investimenti nelle start-up e nelle PMI innovative).

“...mentre le infrastrutture, la governance dell'UE e il sistema nazionale di contrattazione salariale rappresenteranno questioni più problematiche”.

Italia: necessità di stimolare gli investimenti in capitale, in storico ritardo rispetto ad altri paesi europei



Fonte: previsioni Amundi Research, Bloomberg. Dati al 17 settembre 2019. Investimenti di capitale lordi, 2013=100.

Attualmente possiamo effettuare proiezioni solo fino alla prossima legge di bilancio. La legge di bilancio 2020 è la prima importante scadenza per il nuovo governo: l'aggiornamento del documento fiscale di aprile, che dovrebbe diventare la base del documento programmatico di bilancio per il 2020, dovrebbe essere presentato al Parlamento entro il 27 settembre per avviare il processo di revisione. La legge di bilancio dovrebbe essere presentata alla Commissione europea entro il 15 ottobre e quindi approvata entro la fine dell'anno.

Guardando al futuro, stimare un impatto economico del programma richiederebbe che questo governo duri per un periodo significativo, ma la coesione della coalizione M5S e PD potrebbe ben presto essere testata su temi chiave come le infrastrutture, la governance dell'UE e il sistema di contrattazione salariale nazionale.

ITALIA – UNIONE EUROPEA: PIÙ FLESSIBILITÀ, NESSUNA NUOVA REGOLA NEL BREVE TERMINE

Il nuovo governo si è posizionato chiaramente in continuità per quanto riguarda il rispetto delle norme e del quadro dell'UE, in quanto il primo punto del suo programma prevede la definizione di una legge di bilancio per il 2020 volta a evitare l'aumento dell'IVA introducendo un quadro di "politica fiscale espansiva senza mettere a rischio le finanze pubbliche".

Sebbene non ci aspettiamo che la situazione diventi tanto conflittuale come nel caso del governo precedente, **non riteniamo che l'attuazione di una politica fiscale espansiva significativa dal punto di vista economico e la piena conformità alle norme dell'UE siano compiti facili**, soprattutto nell'attuale contesto economico debole (sia nazionale che internazionale), poiché la piena conformità richiederebbe un budget più stretto. Pertanto, **prevediamo di vedere a un certo punto una richiesta di ulteriore grado di flessibilità da parte dell'attuale governo**, che potrebbe essere potenzialmente concessa nell'ambito dell'attuale quadro del Patto di Stabilità e Crescita dell'UE. In questo contesto, **il nuovo Ministro delle Finanze, Gualtieri**, è ben conosciuto a Bruxelles (dove ha ricoperto l'incarico di Presidente della commissione per gli Affari Economici del Parlamento europeo); secondo quanto riferito ha svolto un ruolo chiave durante i negoziati per evitare la PDE (procedura per i disavanzi eccessivi) sia a dicembre 2018 che a luglio 2019, e quindi **potrebbe sapere come avviare un dialogo efficace all'interno delle istituzioni dell'UE per ottenere il massimo livello di flessibilità consentito**.

In generale, riteniamo che si stia sviluppando un consenso in capo alla nuova Commissione Europea per rinnovare il quadro del Patto di Stabilità e Crescita per consentire più spazio per la politica di bilancio anticiclica nell'UE, non solo a livello di paese, in un momento in cui l'efficacia degli strumenti di politica monetaria può essere limitata. Riteniamo interessante notare, in questo contesto, la nomina dell'ex premier italiano Gentiloni al ruolo di commissario europeo per gli Affari economici. Non ci aspettiamo che ciò favorisca in alcun modo l'Italia. Secondo Von der Leyen, tuttavia, ciò potrebbe "dare un buon equilibrio alla squadra in una combinazione intelligente di punti di vista diversi con Dombrovskis, con cui lavorerà".

Anche se ipotizziamo che cambiare le regole per consentire più spazio fiscale sarà la nuova direzione stabilita dalla Commissione europea, non pensiamo che farlo sarà facile o rapido, prima di tutto a causa delle diverse posizioni sulla disciplina fiscale tra i paesi dell'UE e la successiva necessità di negoziare e scendere a compromessi. **Le nuove regole non sono qualcosa su cui l'Italia potrebbe fare affidamento nel breve termine, secondo noi**. Nel prossimo futuro, riteniamo che qualsiasi margine fiscale per l'Italia assumerà la forma di ulteriore flessibilità eventualmente concessa all'interno della struttura dell'attuale Patto di Stabilità e Crescita (SGP). A tale proposito, tuttavia, poiché l'Italia è ora ben rappresentata nei ruoli chiave pro-UE (Gualtieri come Ministro delle Finanze italiano, Gentiloni come commissario per gli affari economici e finanziari e Sassoli come presidente del Parlamento europeo), il contesto di riferimento potrebbe essere utile per smussare i negoziati.

“Il nuovo Ministro delle Finanze sarà probabilmente in grado di ottenere il massimo livello di flessibilità consentito, ma non un'espansione fiscale significativa”.

“Si sta sviluppando uno slancio con l'UE per misure fiscali più accomodanti, ma le nuove regole non sono qualcosa su cui l'Italia potrebbe fare affidamento nel breve termine”.

“Vediamo tre possibili scenari per gli investitori nei prossimi tre anni, sulla base dell'evoluzione delle guerre commerciali, degli stimoli fiscali dell'Unione Europea, e dello scenario politico domestico”.

PROSPETTIVE STRUTTURALI PER L'ECONOMIA E IL DEBITO

L'economia italiana continua a essere caratterizzata dal proseguimento di una fase di debolezza: il secondo trimestre ha visto una stagnazione del PIL italiano e le nostre previsioni di crescita non prevedono un miglioramento della dinamica a breve termine che dia sostegno a una ripresa economica più marcata. In effetti, le nostre previsioni indicano una modesta crescita positiva nella seconda metà dell'anno, ma la probabilità di errore e un potenziale spostamento verso un territorio negativo (quindi, recessione tecnica) potrebbero essere rischi elevati (cioè vicini al 45-50%). Attualmente i rischi continuano verso il basso: le nostre previsioni si basano sulla stabilità dei consumi anemici delle famiglie, in linea con la prima metà dell'anno, e su una leggera ripresa sia degli investimenti fissi che delle esportazioni. Tuttavia, i recenti sviluppi a livello internazionale, con una prolungata incertezza, potrebbero ulteriormente influire negativamente sulla situazione economica e pesare su investimenti e nuovi ordini.

Italia: possibili scenari per i prossimi due anni (PIL reale annuo)

Scenario centrale (probabilità: 70%)	Scenario di crescita (probabilità: 10%)	Scenario di ribasso (probabilità: 20%)
Rimosse alcune incertezze internazionali (esclusa la Brexit senza accordi), commercio globale in graduale miglioramento ma verso una crescita più lenta rispetto al passato, rimbalzo del settore industriale, domanda interna resiliente, stabilità nel panorama politico interno che porta ad una lieve spinta fiscale (industria 4.0, inclusione sociale, sostegno agli investimenti privati). Posizione ultra-accomodante della BCE	Ampi stimoli fiscali a livello europeo (green deal / piano di investimenti in infrastrutture) accompagnati da una posizione ultra-accomodante della BCE, maggiore flessibilità a breve termine per il bilancio 2020-2021, forte slancio delle riforme interne (anticorruzione, lotta all'evasione fiscale, riforma fiscale) con ripresa del sentiment (sia degli investitori nazionali che dei mercati)	Ulteriore escalation della guerra commerciale, estensione all'Europa, debole reazione dell'UE e limitato stimolo fiscale a livello nazionale e dell'UE, congiuntamente con la diminuzione dell'efficacia della politica monetaria, l'instabilità politica interna, la mancanza di slancio delle riforme e politiche populistiche contro le istituzioni dell'UE (reazione negativa del mercato dei BTP)
Crescita del PIL in un range dello 0,6-0,8% sull'orizzonte previsivo	Crescita del PIL 1-1,5% dove questo range più alto potrebbe essere più sostenibile a lungo termine, come conseguenza delle riforme (aumento nella crescita potenziale)	PIL in contrazione dell'1,5% o più, in una spirale negativa di crescita debole e calo della fiducia

Fonte: Amundi Research, dati al 17 settembre 2019.

“Lo scenario più probabile prevede una crescita modesta dello 0,6-0,8% circa”.

I driver della domanda esterna (i fattori di rischio sono le ulteriori controversie commerciali, la crescita dei partner dell'UE, la crescita globale) **e i fondamenti della domanda interna** (fiducia dei consumatori e delle imprese, crescita del mercato del lavoro e del reddito, incentivi agli investimenti) sono i fattori chiave da seguire per definire i diversi scenari per l'economia. **Nel corso dei prossimi due anni, potremmo quindi vedere uno scenario centrale in cui parte dell'incertezza internazionale viene rimossa** (come il no-deal nella questione Brexit) e in cui le **dinamiche commerciali si normalizzano gradualmente**, ma rimangono contenute rispetto alla media storica. In tale contesto, **dove permane un certo grado di incertezza, la crescita italiana potrebbe gradualmente aumentare, ma rimanere attorno al livello potenziale (0,6-0,8%, a seconda delle stime).**

I motori della crescita sono un graduale miglioramento degli investimenti (supportato da un aumento della produzione e degli ordini esterni) che trarrebbe beneficio da una minore incertezza e da costi di finanziamento contenuti (BCE più accomodante, minori rendimenti a lungo termine). **In questo contesto, le condizioni nazionali nel settore delle famiglie potrebbero gradualmente migliorare** attraverso una crescita discreta del reddito aggregato (assenza di peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro).

La definizione di scenari positivi e negativi si basa su fattori interni ed esterni. Dal lato interno, sviluppi positivi potrebbero essere la relativa stabilità politica unita a politiche che favoriscono gli investimenti e sostengono il reddito da lavoro in un quadro in cui le letture dei mercati della situazione italiana rimangono favorevoli.

A sfavore potrebbe giocare un'ulteriore incertezza politica che porterebbe ad azioni politiche incoerenti o inefficaci, ritardi nelle riforme e reazioni avverse del mercato. Sul **fronte esterno**, la crescita e le performance commerciali sia a livello globale che europeo rappresentano fattori chiave che potrebbero sostenere o deprimere l'economia italiana (che ha un notevole grado di apertura).

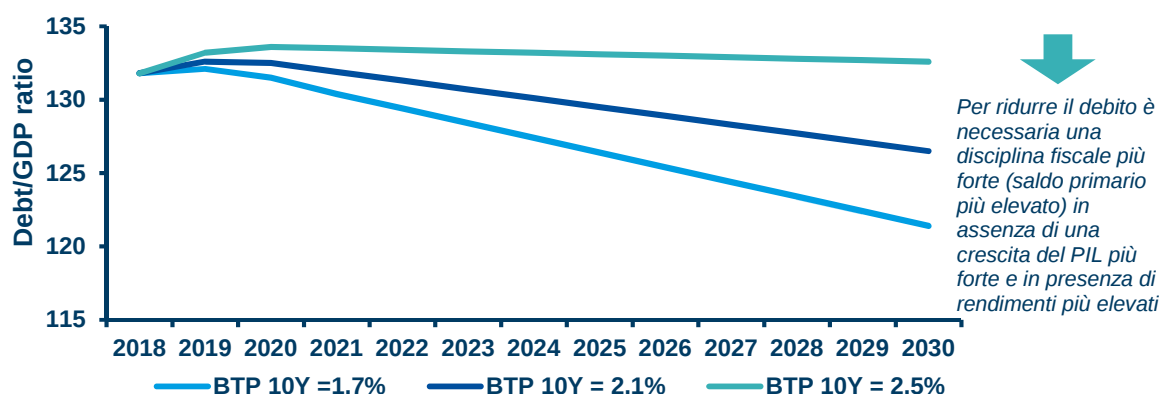
In uno scenario "tutto bene" (in cui tutto è favorevole alle riforme, alla crescita e alla fiducia), potremmo assistere a un miglioramento della crescita e potremmo prendere le prestazioni del 2017 come un punto di riferimento (forte domanda interna, con ripresa degli investimenti, e forte supporto dal commercio globale). In questo scenario, **l'Italia potrebbe sperimentare una crescita compresa tra l'1 e l'1,5%**, ma ciò sarebbe probabilmente temporaneo: affinché tale crescita sia sostenibile, il paese dovrebbe implementare riforme strutturali, che potrebbero richiedere alcuni anni per produrre i propri effetti. Tuttavia, la crescita potenziale a lungo termine potrebbe ancora aumentare e superare l'area dell'1%.

“In un contesto di bassi rendimenti, con tassi di interesse nominali inferiori alla crescita del PIL, il rapporto debito / PIL potrebbe stabilizzarsi ed infine scendere, aprendo perciò spazio a flessibilità fiscale”.

In uno scenario "tutto negativo" (in cui tutti i fattori lavorano contro le riforme, la fiducia e la percezione del mercato), se prendiamo come benchmark gli eventi recenti, come nel 2012-2013, **il risultato potrebbe essere asimmetrico rispetto allo scenario di rialzo** (con la potenziale contrazione della crescita più forte del potenziale scenario rialzista); ciò evidenzia chiaramente la vulnerabilità dell'economia italiana, soprattutto per il suo livello di debito elevato che limita la sua capacità di attuare misure di bilancio anticicliche.

Cosa aspettarsi riguardo ai problemi di sostenibilità del debito? Date le sfide strutturali che l'economia italiana deve affrontare e ciò che abbiamo detto sopra, è difficile prevedere un significativo recupero della crescita potenziale a breve termine; pertanto, **le variabili chiave relative alla sostenibilità del debito sono legate alla disciplina fiscale del governo e alla dinamica del saldo primario, del deficit e dei tassi di interesse.**

Previsioni rapporto debito/PIL, sulla base dei differenti scenari per il tasso dei BTP a 10 anni



Fonte: simulazioni Amundi Research al 17 settembre 2019. Simulazioni basate sulle nostre previsioni di crescita (1,5% di crescita del PIL nominale, nel medio termine), saldo primario all'1% del PIL, modifica degli scenari sui tassi dal 2020 in poi

Inutile dire che una banca centrale più accomodante, unita a un calo dei tassi di interesse sulle nuove emissioni, avrebbe importanti impatti positivi sulla sostenibilità del debito italiano. Ad esempio, da aprile 2019 a settembre 2019, il rendimento del BTP a 10 anni è diminuito di circa 150 pb, che a sua volta ha abbassato il costo medio del debito e la proiezione dei pagamenti di interessi (in caso di stabilizzazione del rendimento a 10 anni a questi livelli). Se tali livelli restano validi, l'Italia potrebbe potenzialmente risparmiare tra i 4 e i 7 miliardi di euro nel 2020 e nel 2021 in pagamenti di interessi.

Come regola generale, se ipotizziamo che la crescita del PIL nominale rimanga nell'area dell'1,5% - 2% (ad esempio, a medio termine, la crescita del PIL a circa lo 0,5% e l'inflazione

a circa l'1,0% in media o leggermente superiore) e i tassi di interesse restino stabili (ad esempio, all'1,7% in media per il BTP a 10 anni), il rapporto debito / PIL potrebbe diminuire dello 0,7-1% all'anno, pur consentendo un saldo primario dell'1%, il che significa un margine di azione fiscale rispetto al passato (una media dell'1,39% del PIL dal 2011). Pertanto, un percorso sostenibile verso il basso per il rapporto debito / PIL potrebbe concretizzarsi consentendo nel contempo un certo sostegno fiscale anche in un contesto di bassa crescita e bassa inflazione (PIL nominale dell'1,5%), grazie a rendimenti stabilmente bassi. Se si dovesse conseguire una crescita nominale superiore al previsto, potrebbe esserci ancora più margine di manovra fiscale.

“Ci aspettiamo che il debito italiano continui a richiamare investitori, con maggior interesse per la parte lunga della curva (30 anni)”.

“Nonostante il recente rialzo, il mercato italiano resta conveniente rispetto a quello europeo”.

“Potremmo vedere più IPO tra le piccole e medie imprese e interesse dagli investitori ESG”.

“Da una prospettiva multi asset, preferiamo i BTP alle azioni”.

IMPLICAZIONI PER GLI INVESTIMENTI

Reddito fisso

Nonostante le prospettive di rallentamento per l'economia italiana, gli altri parametri sono notevolmente migliorati. La forte riduzione dei tassi di interesse sta favorendo il costo del debito. Poiché il nuovo governo potrebbe optare per un approccio più costruttivo con l'UE, dovrebbe esserci una minore volatilità negli spread italiani. Il rischio politico è sospeso, ma teniamo presente che l'attuale coalizione resta fragile.

Se la volatilità relativa all'Italia rimane ai livelli recenti, il profilo rischio / rendimento del debito italiano dovrebbe migliorare in modo significativo e attrarre nuovi investitori.

Il segmento più attraente dei titoli di stato italiani è la parte più lunga della curva (30 anni), che rimane molto ripida rispetto agli altri paesi periferici, e le obbligazioni italiane legate all'inflazione potrebbero fornire un'altra fonte di opportunità, date le basse aspettative di inflazione (30 pb più basse degli altri paesi). Con la riapertura del programma di acquisto di obbligazioni della BCE, riteniamo che il premio dovrebbe riprendere a restringersi. Su tale base, il segmento corporate Euro rimane attraente.

Azioni

Il mercato italiano ha registrato un forte rialzo nel 2019, ma è ancora più economico dell'Eurostoxx (rapporto 12M P / E di 12x contro 14x per Eurostoxx). La corsa ha guadagnato forza grazie alla notizia della rapida soluzione alla crisi politica da parte del Parlamento italiano. È troppo presto per prevedere ciò che ci sarà nella legge di bilancio, ma la prima reazione degli investitori è stata quella di acquistare sull'atteggiamento più favorevole all'Europa.

Ricordiamo che la legge PIR (Piani Individuali di risparmio - Legge sul piano di risparmio individuale a favore di investimenti in società italiane di piccole e medie dimensioni - che hanno prodotto oltre 20 miliardi di afflussi dal 2016) è stata introdotta dal Partito Democratico, quindi potremmo potenzialmente vedere un rinnovato piano di incentivazione. Se confermato, ciò potrebbe tradursi in nuove operazioni di Offerta Pubblica Iniziale - IPO (in particolare nel segmento piccole e medie imprese) e aiutare l'economia reale in un periodo in cui le banche hanno vincoli di bilancio per quanto riguarda la concessione di prestiti.

Le società italiane sono interessanti anche per gli investitori con particolare attenzione alle dinamiche ESG. Le società di grande capitalizzazione sono strutturate meglio e hanno iniziato alcuni anni fa a focalizzarsi su tematiche ESG. Per quanto riguarda il segmento piccole e medie imprese, la situazione è diversa; le aziende devono comprendere l'importanza delle tematiche ESG e devono lavorare sulla comunicazione e sulla trasparenza delle loro dinamiche interne ESG. **Queste società stanno diventando più aperte alla discussione e al collegamento degli obiettivi ESG ai loro obiettivi economici.** Per quanto riguarda la governance, l'accelerazione è più concreta: negli ultimi anni si è registrato un consistente aumento del numero di membri indipendenti dei consigli di amministrazione.

Multi Asset

I BTP italiani sono un segmento che offre rendimenti positivi in Europa. In Europa, prediligiamo anche il credito. I fondamentali delle aziende restano solidi, senza leva finanziaria eccessiva, e il recente annuncio della BCE sul fronte del Quantitative Easing darà un ulteriore impulso a questo segmento.

“Non prevediamo a breve di vedere sollievo dalle guerre commerciali, ma sembra possibile nei prossimi trimestri, supportando un outlook più costruttivo su azioni italiane ed europee”.

Per quanto riguarda le azioni, la valutazione è attualmente più incerta. Le azioni europee sono attraenti dal punto di vista delle valutazioni rispetto ad altri mercati sviluppati, come gli Stati Uniti, e tra queste le azioni italiane sono piuttosto interessanti. Se osserviamo la composizione dei ricavi delle società italiane nell'indice MSCI Italia, vediamo che oltre il 50% proviene dall'estero. Ciò rende il mercato molto sensibile al contesto internazionale. Una eventuale stabilizzazione delle tensioni commerciali e un lieve rimbalzo nel commercio globale potrebbero essere positivi per il mercato. Tuttavia, a breve termine, riteniamo improbabile un accordo commerciale, ma sembra improbabile anche il rischio di un'ulteriore escalation delle guerre commerciali in Europa. Il settore automobilistico pesa circa il 12% per l'Italia, dato da considerare nel contesto delle tensioni commerciali. **Questo spiega perché siamo cauti sulle azioni rispetto alle obbligazioni relative alle attività italiane.**

Con riferimento alle azioni europee, in generale esse sono ancora influenzate negativamente dall'incertezza politica legata alla Brexit, ma soprattutto dagli effetti delle guerre commerciali sull'economia europea e sul sentiment degli investitori. Pertanto, attualmente siamo cauti anche su questo segmento.

Un fattore di rilievo per il mercato sarebbe una forte spinta fiscale per controbilanciare il rallentamento della produzione e / o un forte miglioramento sul fronte commerciale.

Una combinazione di questi due fattori, possibilmente nei prossimi trimestri, potrebbe ad un certo punto concretizzarsi. Tuttavia, è ancora troppo presto per fare una chiamata forte a favore dell'Europa. Nelle aziende più legate alla domanda interna ci sono comunque aree di opportunità che gli investitori possono sfruttare.

Quindi, in sintesi, preferiamo avere esposizione all'Europa attraverso i mercati del credito piuttosto che tramite i mercati azionari e, con riferimento all'Italia, privilegiamo le obbligazioni governative rispetto alle azioni. Data la continua incertezza sull'Europa, ma anche possibili sorprese positive all'orizzonte, **il nostro approccio ai mercati rimane “dinamico”: cerchiamo di adeguarci rapidamente quando vediamo segnali di cambiamenti nei mercati.**

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: 18 settembre 2019.