La fiducia va meritata

Amundi
ASSET MANAGEMENT

15 maggio 2018

Italia sotto osservazione

INVESTMENT TALKS

Diego Franzin
Head of Equities

Cosimo Marasciulo
Deputy Head Alpha Fixed Income Euro

Annalisa USARDI
Senior Economist

With the contribution of:
Elena Ferrarese
Senior equity portfolio manager
Giuseppina Marinotti
Investment Insights Unit

Nonostante la retorica elettorale, un governo M5s-Lega non può facilmente e esplicitamente deviare dai tre principi chiave: Euro, Eurozona, NATO.

- *In Italia, l'incertezza politica resta alta. La probabilità di un governo formato da Movimento 5 Stelle (M5s) e Lega (il partito più votato nella coalizione di centro destra) è aumentata negli ultimi giorni, ma il processo di formazione del governo non è semplice. Riteniamo che vi sia una probabilità del 50% di raggiungere un accordo. Altrimenti, il prossimo passo può essere un governo "neutro" nominato dal Presidente della Repubblica e, alla fine, se anche questa opzione dovesse fallire, si andrebbe a elezioni anticipate.*
- *In caso di un accordo preliminare tra M5s e Lega, vale la pena notare che, nonostante la retorica elettorale, il quadro istituzionale e costituzionale italiano impone a qualsiasi nuovo governo di rispettare tre pilastri: l'Euro, l'Eurozona e la NATO. Qualsiasi deviazione esplicita da questi accordi internazionali potrebbe spingere il Presidente della Repubblica a frenare ulteriori passi nella formazione del governo e favorire la formazione di un governo "neutro" o, se non approvato dal Parlamento, a indire elezioni anticipate.*
- *Sul fronte economico, come per l'Eurozona, riteniamo che la crescita italiana abbia raggiunto il picco e prevediamo che la crescita si ridimensioni tra quest'anno e il prossimo, pur rimanendo al di sopra del potenziale. Il deterioramento del sentiment e la moderazione della crescita finora sono ancora in linea con le nostre previsioni e non preoccupanti, ma una protratta incertezza politica potrebbe pesare sulle leve di crescita interna.*
- *Con riferimento al mercato azionario italiano, i principali driver saranno la ripresa del settore finanziario e di quello energetico. Preferiamo i segmenti a piccola e media capitalizzazione, con storie peculiari meno esposte al rischio politico.*
- *Nel reddito fisso dell'area Euro, ai livelli attuali di spread, e tenendo conto della volatilità a breve termine, pensiamo che la maggior parte del rischio politico relativo a un governo populista sia prezzato. Tuttavia, a causa di questo evento, probabilmente il premio per il rischio persisterà su livelli più alti. Ribadiamo che è necessaria un'elevata flessibilità nella gestione del portafoglio per sfruttare la volatilità che prevediamo si presenterà con l'avvicinarsi della fase di riduzione del programma di acquisti della BCE (tapering).*

In che fase dello stallo politico italiano ci troviamo? Come si svilupperà la situazione politica in Italia?

Usardi. Il 7 maggio, dopo uno stallo di oltre 60 giorni, il Presidente italiano Sergio Mattarella ha confermato che i partiti politici non sono stati in grado di superare i loro veti incrociati e punti fermi. Ha annunciato la sua decisione di nominare un governo "neutro" fino a dicembre 2018 al più tardi e con compiti specifici (compresa l'approvazione della legge di bilancio 2019 e l'adozione dei provvedimenti funzionali alla disattivazione dell'aumento automatico dell'IVA da gennaio 2019). Ha altresì affermato che, in caso di mancanza di supporto in Parlamento, si sarebbe trovato costretto a sciogliere le Camere e indire elezioni anticipate. Di fronte a tale posizione, sia il Movimento Cinque Stelle (M5s) che i leader della Lega (il primo è il partito più popolare, il secondo è il principale partito di coalizione di centrodestra) hanno giudicato inaccettabile questa proposta e hanno chiesto insistentemente elezioni anticipate, al più presto, il 7 luglio. Eppure, con il passare delle ore, probabilmente i partiti hanno iniziato a rendersi conto delle implicazioni di queste tempistiche in termini di numero di elettori e rischio di perdere ulteriore sostegno (in particolare, questo potrebbe essere vero per Forza Italia, l'altro principale partito di centro destra), e hanno improvvisamente cambiato idea. Berlusconi (con cui il M5s aveva dichiarato che non avrebbe mai governato) ha deciso di non partecipare al governo, lasciando che Lega e M5s continuino i colloqui su una nuova formazione di governo. M5s e Lega hanno chiesto più tempo per mettere a punto il loro accordo.
Sulla probabilità di raggiungere un accordo tra M5s e Lega, sembra che stavolta siano in corso serie discussioni, sebbene la formazione del governo non sia semplice, a causa delle distanze tra i due partiti. In che misura l'accordo possa ottenere l'approvazione finale del Presidente

della Repubblica, è un'altra storia. In effetti, dobbiamo tenere a mente almeno tre articoli chiave della Costituzione italiana: l'art. 81 (che fissa l'obbligo di un pareggio di bilancio), l'art. 11 e l'art. 117.1 che stabiliscono il rispetto dei patti internazionali. Un avvertimento è stato lanciato dal Presidente per rimanere sulla strada delle relazioni internazionali intrapresa dai governi precedenti. Quindi la posizione internazionale del nuovo governo non dovrebbe in linea di principio mettere in discussione i tre pilastri: Euro, Eurozona e NATO.
Con la premessa che la situazione è molto fluida, nel momento in cui scriviamo, sembra che un accordo sia stato raggiunto sul fatto che sia il M5s che la Lega non abbiano un candidato per il ruolo di Primo Ministro; sembra ci siano ancora difficoltà a trovare un nome.
In termini di tempistiche, se gli eventi avranno un andamento in linea con la tradizione degli ultimi 70 anni, ci aspettiamo un incontro tra il Presidente Mattarella e le delegazioni della futura maggioranza a sostegno del governo proposto, seguito da un mandato "con riserva", cioè con l'obbligo di tornare da lui in pochi giorni con un aggiornamento e una proposta di governo; la lista dei ministri, però, deve essere redatta con molta cura: ai sensi dell'art. 92 della Costituzione italiana, è il Presidente che nomina il Primo Ministro e che infine decide se approvare o meno ciascun ministro. Seguirà il voto sul Governo (*voto di fiducia*).
In termini di voti, Lega e M5s dovrebbero essere in grado di ottenere il sostegno necessario alla Camera dei Deputati. Più complessa è la situazione al Senato dove hanno la maggioranza per pochi voti, quindi la Lega sta ora cercando di ottenere il sostegno di Fratelli d'Italia (la minoranza nella coalizione di centro destra), ciò implicando qualche compromesso sulle nomine ministeriali e un programma.

Ritenete che il percorso italiano delle riforme sia a rischio?
Usardi. Sebbene la retorica elettorale di M5s e Lega sia stata abbastanza negativa verso le riforme del precedente governo (mercato del lavoro, sistema pensionistico, per citarne alcune) riteniamo che sarebbe particolarmente difficile per un governo il cui compito è quello di approvare la nuova legge finanziaria e di trovare spazio per evitare l'aumento automatico dell'IVA attuare misure espansive audaci in questa fase, a meno che non decida esplicitamente di violare le norme fiscali dell'UE e rischiare di affrontare il mercato e le conseguenze interne di tali mosse, opzione che al momento non rappresenta il nostro scenario centrale.
In questo senso, qualsiasi abbandono brusco delle riforme metterebbe chiaramente in discussione il ruolo all'interno del quadro europeo, mettendo a rischio le finanze pubbliche a breve termine, la sostenibilità del debito e la crescita potenziale a lungo termine.

Il momento ciclico attuale di rallentamento della crescita è peculiare, particolarmente vulnerabile a una perdita di fiducia e al calo del sentiment che potrebbe derivare dall'incertezza politica.

Qual è il vostro giudizio sulla situazione economica italiana? E come può essere influenzata dalla situazione politica?
Usardi. Nel corso del 2017, l'economia italiana ha visto tre fattori sostenere una performance economica alquanto sorprendente: un aumento della competitività, che si è tradotta in un miglioramento delle esportazioni e del saldo delle partite correnti; un'espansione degli investimenti in macchinari e attrezzature, supportata da una migliore prospettiva per la domanda interna e internazionale; un migliore accesso al credito per le imprese, in particolare quelle di piccole e medie dimensioni. All'inizio del primo trimestre del 2018, tuttavia, in linea con gli altri paesi dell'Eurozona, sia gli indicatori di sentiment che i dati reali hanno subito un marcato rallentamento che potrebbe essere dovuto a una serie di fattori, come gli eventi climatici, la forza dell'euro o le preoccupazioni per il commercio mondiale. In linea con il nostro scenario globale, come per l'Eurozona, prevediamo che la crescita italiana abbia raggiunto il picco e che rallenterà durante quest'anno e nel prossimo, seppur rimanendo al di sopra del potenziale. Tuttavia, questa è una fase di rallentamento del ritmo di espansione peculiare, particolarmente vulnerabile a una perdita di fiducia e a un calo del sentiment. Sebbene pensiamo che un calo di fiducia e la moderazione della crescita finora siano ancora in linea con le nostre previsioni e non sono preoccupanti, un'incertezza politica prolungata potrebbe pesare sui driver di crescita interni come le decisioni di investimento e il consumo e potrebbe avere un impatto sul nostro outlook ampiamente costruttivo. Da qui l'urgenza del nuovo governo di approvare la legge di bilancio del 2019 e di evitare un aumento automatico dell'IVA a partire da gennaio 2019.

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Tra le azioni italiane, preferiamo i segmenti a piccola e media capitalizzazione, con storie peculiari, meno esposte al rischio sistemico.

In questo contesto, quali sono le prospettive per gli utili delle imprese italiane e dove vedete opportunità? E quali sono le leve prinicipali per il futuro?

Franzin. Dal 2017, le aziende italiane hanno goduto di una buona crescita degli utili. Se analizziamo il trend in dettaglio, scopriamo che il principale recupero sta venendo dal settore bancario, dopo i dolorosi anni di aggiustamenti dei bilanci, e dal settore energetico, grazie al buon rimbalzo del prezzo del petrolio. In termini di capitalizzazione di mercato, il mercato azionario italiano è fortemente concentrato nei settori finanziario ed energetico, ma in termini di numero di società, il settore industriale è molto ben rappresentato da società di medie dimensioni con una capacità di esportazione molto elevata. Per il 2018, il consenso del mercato prevede una crescita dell'EPS del 20%, per il 2019 le stime sono per una crescita del 10%. A causa della composizione del settore, come spiegato in precedenza, i principali fattori trainanti saranno la ripresa economica del paese (positiva per i finanziari) e la crescita del PIL mondiale, positiva per le società di medie dimensioni industriali. In questo segmento, ci concentriamo su una selezione di aziende che sono esposte a storie peculiari (ad esempio, la moda di lusso), che dovrebbero essere meno colpite in caso di rischio sistemico in Italia.

Dal punto di vista dell'obbligazionario euro, come valutate il rischio paese Italia?

Marasciulo. Dall'inizio dell'anno, abbiamo assistito a una sottoperformance dei BTP italiani rispetto agli altri paesi periferici, principalmente dovuta a fondamentali più deboli, riforme strutturali più lente e al premio per il rischio politico. È difficile vedere un cambiamento fondamentale nelle prospettive, considerando anche il potenziale peggioramento del deficit di bilancio. Quindi una riduzione del rapporto debito / PIL sotto un governo populista guidato da Lega e M5s è improbabile. Detto questo, la scelta del Primo Ministro da parte del Presidente Mattarella sarà molto importante per valutare se il nuovo governo avrà un atteggiamento più in linea con le attese dei mercati; inoltre, come già detto, il quadro costituzionale complessivo contribuirà a contenere misure populiste.

Al livello attuale degli spread e tenendo conto di una certa volatilità a breve termine, riteniamo che la maggior parte del rischio politico legato a un governo populista sia prezzato.

Credete che il carry dell'obbligazionario governativo italiano possa compensare il rischio politico? Quali sono le principali strategie per generare valore nel reddito fisso in euro?

Marasciulo. Al livello attuale degli spread e tenendo conto di una certa volatilità a breve termine, riteniamo che la maggior parte del rischio politico legato a un governo populista sia prezzato. Tuttavia, per questo motivo, probabilmente il premio per il rischio rimarrà sui livelli attuali più elevati. C'è un certo grado di compiacenza rispetto alla situazione attuale, ma le opzioni sono limitate per gli operatori del mercato. Riteniamo che qualsiasi episodio di allargamento degli spread sarebbe presto considerato un'opportunità dal mercato e quindi determinerebbe flussi in entrata. Continuiamo a vedere tatticamente i mercati periferici come una preziosa fonte di carry insieme all'esposizione al credito. Ribadiamo che sarà necessaria un'elevata flessibilità nella gestione del portafoglio per sfruttare l'attesa volatilità che si presenterà con l'avvicinarsi della fase di riduzione del programma di acquisti della BCE (tapering).

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.
Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.
Data di primo utilizzo: 15 maggio 2018.

Amundi
ASSET MANAGEMENT