

L'ARGOMENTO DEL MESE

SI AVVICINA LA SCADENZA PER LA PRESENTAZIONE DELLA LEGGE DI BILANCIO ITALIANA: IL 27 SETTEMBRE SARÀ UNA DATA CHE RICORDEREMO?

ANNALISA USARDI, Macroeconomic Research
DIDIER BOROWSKI, Head of Macroeconomic Research

Finalizzato il 30/08/2018

L'essenziale

Le discussioni sul bilancio italiano sono destinate a intensificarsi man mano che si avvicina il 27 settembre, data di pubblicazione del documento in cui verrà presentata il nuovo documento programmatico (Documento di Economia e Finanza) e in cui dovrebbe essere fatta maggior chiarezza riguardo alle principali previsioni economiche e all'obiettivo del deficit. In questo approfondimento, ci soffermeremo, in particolare, sul legame tra obiettivi di deficit pubblico, crescita del PIL e livello di spread dei titoli di Stato italiani.

Le nostre ricerche evidenziano che gli attuali livelli di spread scontano già un certo allentamento fiscale, comprese alcune misure di punta del programma di governo. Abbiamo anche analizzato alcuni fattori tecnici del mercato delle obbligazioni sovrane italiane, in particolare l'offerta attesa nei prossimi mesi e i trend recenti sul fronte della domanda. Da questa analisi e dall'osservazione dei trend strutturali dei costi di finanziamento, della scadenza media e della sensibilità al rischio dei tassi, sono emersi alcuni elementi di supporto. Anche l'analisi del valore relativo rispetto ad altri titoli di Stato e alle obbligazioni societarie dei Paesi periferici della zona Euro indica che finora il rialzo degli spread italiani ha avuto un impatto limitato sugli altri segmenti obbligazionari.

La nostra visione a breve termine dell'economia italiana: il rallentamento della crescita, la bassa inflazione e il rialzo dei tassi di interesse costituiscono un mix penalizzante per le finanze pubbliche e ciò significa che per stabilizzare la traiettoria del debito è assolutamente necessario un avanzo primario.

Abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni sulla crescita del PIL portandole all'1,1% per il 2018, in graduale decelerazione verso il potenziale sull'orizzonte 2019-2020, appena al di sotto dell'1%. La nostra revisione si basa su un minor contributo alla crescita da parte degli investimenti e dei consumi personali rispetto al 2017 perché nell'attuale contesto legislativo ci aspettiamo un rallentamento della relativa dinamica.

Non vediamo però segnali di ripresa significativa dell'inflazione di fondo per via di una dinamica moderata dei salari e di un output gap che non si è ancora chiuso. Misure più generali dell'inflazione hanno evidenziato di recente un'accelerazione sostenuta dagli effetti base legati ai prezzi dell'energia, ma secondo le nostre proiezioni questa accelerazione dovrebbe venir meno entro la fine dell'anno. I rischi per la crescita tendono a essere orientati verso il basso a causa di fattori esterni (ad es. guerra commerciale, fattori geopolitici) e di fattori interni (incertezza politica) che potrebbero avere un impatto economico avverso sulla fiducia dei consumatori e delle imprese, sugli investimenti, sulle decisioni relative alle assunzioni, sui tassi di interesse e sulle condizioni di finanziamento per le imprese.

La crescita e gli sviluppi politici sono sempre più intrecciati.

Una crescita più modesta potrebbe avere un impatto considerevole sul fronte politico perché potrebbe aggravare il contrasto tra i partiti della coalizione, M5S e Lega, da un lato, e il Ministro delle Finanze dall'altro, e potrebbe anche aumentare la frizione tra M5S e Lega su come implementare alcune misure di espansione fiscale (reddito di cittadinanza vs. flat tax) nel caso in cui la decisione fosse quella di evitare un marcato scostamento di bilancio.

Attualmente prevediamo che M5S e Lega supereranno temporaneamente le loro differenze programmatiche e daranno prova di un certo pragmatismo riguardo all'implementazione del pacchetto di espansione fiscale (ad es. espansione fiscale limitata) perché stanno già guardando al loro prossimo obiettivo politico, ovvero le elezioni europee politiche del maggio 2019. Nel frattempo ci aspettiamo che la coalizione instauri talvolta relazioni conflittuali con l'UE, e sperterà al Ministro delle Finanze mantenere aperto il dialogo. Stando alle notizie attuali, sembrerebbe però

che il rischio di un deficit al livello del 3% sia diminuito e che il governo sia più incline ad adottare un'implementazione graduale del suo programma.

Dovremmo avere un quadro più chiaro attorno al 27 settembre quando saranno annunciati i dati chiave sul PIL, sul deficit e le proiezioni sul debito. Gli altri avvenimenti chiave saranno:

- entro il 15 ottobre il documento programmatico di bilancio verrà presentato alla Commissione europea;
- entro il 20 ottobre il governo dovrebbe presentare il disegno di legge di bilancio al Parlamento per il dibattito;
- a fine ottobre verranno rese note le decisioni sul rating sul debito sovrano di Moody's (Baa2 con outlook negativo); il 26 ottobre le decisioni di S&P (BBB con outlook stabile).

Ritorno della volatilità sullo spread dei BTP ad agosto mentre si avvicina il momento della verità sulla legge di bilancio.

Dopo una certa stabilizzazione a luglio, ad agosto gli spread dei BTP hanno seguito un trend di nuovo rialzista raggiungendo livelli vicini ai massimi recenti registrati a maggio sulle scadenze a dieci anni (286 pb a metà agosto rispetto ai 290 pb di maggio).

Tuttavia, il segmento a breve termine della curva dei rendimenti italiani ha resistito meglio alla recente volatilità rispetto a maggio; gli spread tra BTP e Bund per i tassi a due anni hanno raggiunto un picco di 196 pb a metà agosto, un livello di gran lunga inferiore ai 340 pb registrati a maggio e inferiore ai 230 pb di giugno. Dopo il picco di maggio è diminuita anche la volatilità nel segmento a breve termine della curva dei rendimenti italiani. Dopo aver messo l'Italia sotto osservazione alla fine di maggio, la decisione di Moody's - di rimandare qualsiasi decisione alla fine di ottobre, in attesa di conoscere i particolari sui parametri di finanza pubblica attesi a settembre, ha dato un certo sollievo a breve termine agli spread dei BTP, esercitando al contempo una maggior pressione sul governo, incitandolo a non adottare un allentamento eccessivo della posizione fiscale.

Quale tipo di bilancio sembra essere incorporato negli spread attuali?

Secondo le previsioni mediane raccolte da un recente sondaggio di Bloomberg presso le banche, sembra che gli attuali spread di mercato scontino già un rapporto deficit-PIL per il 2019 vicino al 2,5%-2,7%, superiore alla soglia dell'1,6%-1,8%, livello in linea con le dichiarazioni più recenti degli esponenti più in vista del Governo che sembrano delineare una manovra che varerà alcuni dei provvedimenti politicamente più significativi (reddito di cittadinanza, flat tax, pensioni) e anche di maggior impatto sul bilancio dello Stato, ma con dispiegamento completo solo nell'arco dell'intera legislatura. Non è quindi uno scenario estremo, ma comunque più aggressivo rispetto all'allentamento fiscale annunciato nelle ultime dichiarazioni.

Analizzando in maniera più approfondita i risultati del sondaggio, si vede che si è costituito una specie di consenso attorno allo spread dei BTP a seconda di quello che sarà l'esito della proposta sul bilancio e l'obiettivo di deficit/PIL per il 2019. Secondo il sondaggio, a un rapporto deficit/PIL dello 0,8% equivarrebbe un livello di spread mediano di 150 pb, a un rapporto dell'1,8% equivarrebbe a uno spread di poco superiore a 200 pb, mentre al 3% equivarrebbe uno spread nell'ordine di 300 pb. Un aspro scontro con l'UE, con un deficit molto aggressivo superiore al 6%, porterebbe secondo le stime di consenso a livelli di spread molto più alti, tra i 450 e i 500 pb. Riassumendo, nelle previsioni sull'esito della legge di bilancio e nelle dichiarazioni rassicuranti rese dal Ministro delle Finanze è già stato integrato un certo premio al rischio.

Fino ad ora contagio limitato sugli altri titoli di Stato dei Paesi periferici, mentre le obbligazioni societarie dei Paesi periferici hanno dimostrato su base relativa una buona tenuta rispetto ai BTP, dimostrando la fiducia del mercato negli strumenti a disposizione della BCE.

Ad agosto, lo spread tra i titoli di Stato italiani e quelli spagnoli ha toccato i massimi storici nel segmento 7-10 anni, mentre nel segmento 1-3 anni si è avvicinato di recente ai livelli del 2011. I nuovi livelli record degli spread italiani sui titoli a lunga scadenza rispetto ai titoli di Stato spagnoli sottolineano **la fiducia del mercato nella capacità della BCE di contenere il contagio** grazie alla vasta gamma di strumenti introdotti e sviluppati negli ultimi anni e ora totalmente operativi, nonché agli effetti continui del QE e dei tassi di interesse negativi nonostante la fine annunciata del programma di acquisti a dicembre. Inoltre, le obbligazioni societarie dei Paesi periferici rimangono correlate agli spread dei titoli di Stato italiani, ma su base relativa hanno dimostrato finora una migliore tenuta rispetto al passato. Da questo punto di vista, il CSPP ha svolto un ruolo importante insieme al quadro macroeconomico e microeconomico favorevole e alle condizioni finanziarie ancora accomodanti.

Spread dei BTP italiani rispetto ai titoli di Stato spagnoli nei segmenti a breve e a lungo termine

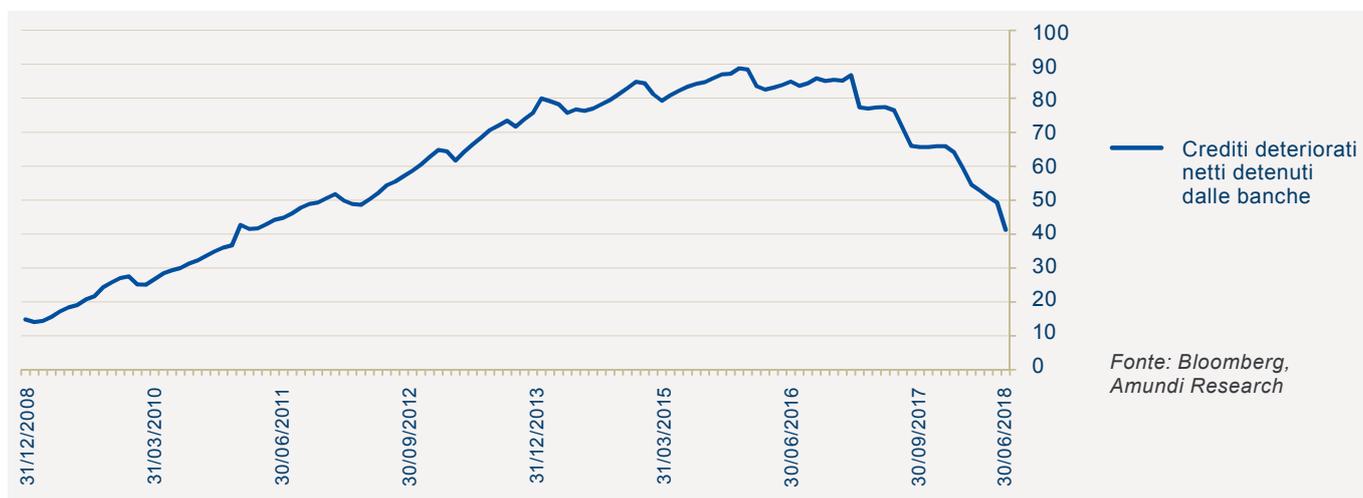


Le banche italiane mantengono condizioni finanziarie accomodanti e accelerano la riduzione dello stock di crediti deteriorati.

Le indicazioni emerse dall'ultimo sondaggio sulle condizioni del credito bancario nelle banche italiane sono risultate perlopiù in linea con i segnali provenienti dalle banche in altri Paesi della zona Euro. La percentuale delle banche italiane che inaspriscono le loro condizioni finanziarie è ancora negativa, nonostante un leggero aumento, e malgrado la decelerazione della domanda di prestiti da parte delle imprese.

Di conseguenza, le condizioni di credito applicate dalle banche italiane appaiono ancora accomodanti nel sondaggio di luglio. Al contempo, la continua riduzione dei crediti deteriorati da parte delle banche italiane sembra non risentire delle turbolenze politiche e dell'aumento degli spread, perché gli ultimi dati pubblicati sullo **stock netto dei crediti deteriorati delle banche italiane evidenzia un calo a giugno a dei livelli che non si vedevano dal 2010 e che si sono più che dimezzati rispetto ai picchi di fine 2016.** La volatilità degli spread finora non ha impedito alle banche italiane di proseguire questo percorso di riduzione dei NPL.

La costante diminuzione dei crediti deteriorati da parte delle banche italiane ha avuto un'impennata a giugno



Cosa succederà all'offerta del debito sovrano nei prossimi mesi?

Se guardiamo i trend degli ultimi anni, l'emissione netta del debito sovrano italiano ha seguito una china discendente, passando dai circa 70/80 mld di euro nel 2013 e 2014 ai 40/50 mld di euro nei tre anni successivi. Nel 2018 l'importo finale sarà probabilmente inferiore a quello dello scorso anno, nell'area di 30 miliardi di euro. Infatti a luglio l'emissione netta da inizio d'anno a oggi ha raggiunto un valore di 56 miliardi di euro, un importo inferiore alla media cumulata degli ultimi tre-cinque anni.

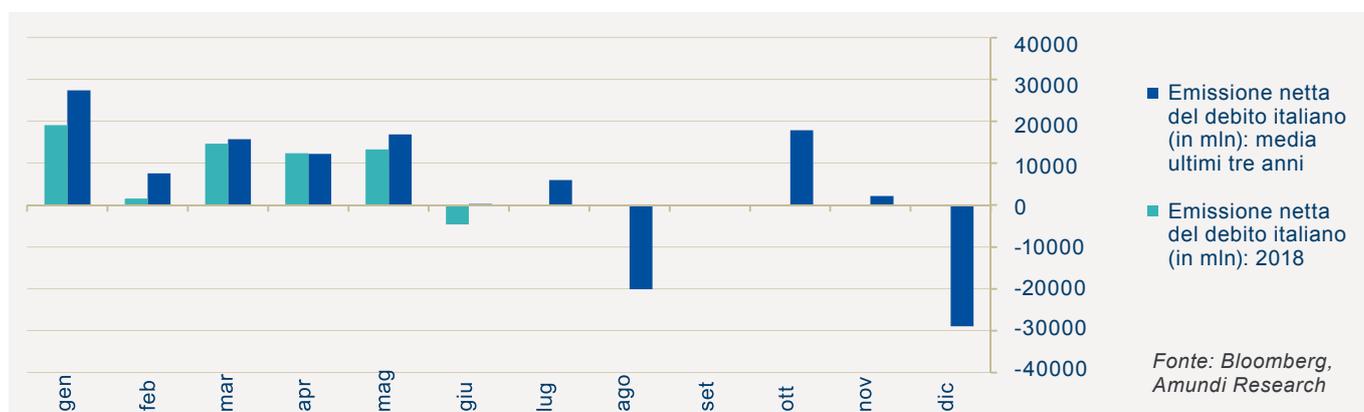
Dopo i picchi recenti, l'emissione netta dovrebbe diventare negativa nei prossimi mesi visto che la stagionalità dell'emissione netta è acclarata se si osservano i dati mensili degli ultimi cinque anni. Alcuni punti da sottolineare:

1. nel primo semestre si assiste a un aumento piuttosto costante dell'emissione netta vicina al picco di ogni anno, e poi nel secondo semestre essa tende a diminuire (è quanto è successo negli ultimi 5 anni ed è anche quanto accadrà nel 2018);

2. nel secondo semestre, l'emissione netta tende sempre a essere negativa ad agosto e a dicembre. Un mercato limitato e volumi di scambi più bassi sono probabilmente tra le cause sottostanti di questo fenomeno stagionale, perlomeno per quanto riguarda agosto. La debole liquidità, associata al fatto che i finanziamenti annuali tendono a essere effettuati in anticipo nei mesi precedenti, è probabilmente una delle cause degli importi molto negativi delle emissioni nette tipici del mese di dicembre.

Di conseguenza, le pressioni sull'offerta durante il resto del 2018 probabilmente diminuiranno rispetto al primo semestre. L'offerta netta dovrebbe stabilizzarsi e diventare negativa nel secondo semestre e il ritmo delle emissioni lorde dovrebbe probabilmente quasi dimezzarsi rispetto ai primi cinque mesi dell'anno. **Questi trend dovrebbero ridurre le eventuali pressioni sul mercato primario** perché, sul fronte della domanda, i dati recenti disponibili mostrano che gli investitori stranieri hanno ridotto significativamente la loro esposizione a maggio e a giugno. In questi due mesi, le banche italiane hanno aumentato le loro posizioni in BTP di 28 miliardi di euro, compensando quasi completamente le vendite dei non residenti. Questa tendenza si è stabilizzata a luglio perché le banche italiane hanno aumentato solo marginalmente i titoli da loro detenuti rispetto ai due mesi precedenti, mentre nello stesso mese c'è stata una riduzione delle passività Target2. Il volume degli acquisti da parte della BCE rimane nell'ordine dei 4 miliardi di euro su base mensile, ma negli ultimi tre mesi dell'anno è probabile che esso scenda attorno ai 2 miliardi di euro.

Emissioni mensili nette nel 2018 ampiamente in linea con le medie degli ultimi tre anni



Uno sguardo ai recenti trend strutturali favorevoli ai costi di finanziamento, alle scadenze medie e alla sensibilità al rischio di tasso di interesse

Negli ultimi anni, il profilo del debito pubblico italiano è migliorato non solo in termini di minor costo medio e di ridotta sensibilità al rischio di tasso di interesse, ma anche in termini di minor rischio di rifinanziamento a breve termine grazie a un aumento della scadenza media. Dal 2011, **il costo medio del finanziamento** del debito pubblico italiano è diminuito nettamente, e negli ultimi tre anni ha raggiunto un livello che si colloca tra lo 0,5% e lo 0,7%. Con uno scarto di circa tre anni, questo trend ha avuto alla fine un impatto sul **costo medio del finanziamento dell'intero stock del debito pubblico che è passato da circa il 4,0% nel 2014 all'attuale 2,7%**. La ripartizione del debito italiano per anno di emissione mostra che quasi i due terzi del debito in essere sono stati emessi dal 2013, ovvero in anni in cui i tassi di interesse erano piuttosto bassi. Negli ultimi anni è stato rifinanziato un importo annuo medio di circa 400 miliardi di euro, con meno dei due terzi (circa il 62%) rifinanziati emettendo obbligazioni a medio e lungo, e il resto in titoli con scadenze inferiori o vicine a un anno. Parallelamente a un calo del costo medio (che probabilmente continuerà per alcuni anni a meno che non si verifichi un brusco aumento dello spread), lo stock del debito pubblico italiano ha registrato un **aumento costante della sua scadenza media, passata da 6,4 anni al livello attuale attorno ai 7 anni**. Ciò è stato reso possibile principalmente dalla gestione del trade-off a livello di strategia di rifinanziamento tra il costo totale del finanziamento e il rischio di rifinanziamento a breve termine. Per dirla in breve, la quota dei buoni ordinari del Tesoro a breve termine (BOT) si è quasi dimezzata dal 2011 passando dal 9,8% al 5,6%, mentre la quota delle obbligazioni a medio e lungo termine è aumentata dal 64% al 72%. Questa strategia ha funzionato anche in termini di ottimizzazione del trade-off tra il minor costo di finanziamento da una parte e l'esposizione agli strumenti a tasso variabile/a breve termine dall'altra. La componente degli strumenti a tasso variabile legata ai tassi di interesse a breve termine (principalmente aventi anche scadenze a breve termine) si è dimezzata passando dal 24% al 12%, e al contempo il peso degli strumenti indicizzati all'inflazione è aumentato costantemente e si è stabilizzato attorno all'11%.

Ultimi sviluppi del costo del debito e prospettive future

Sulla scorta del rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato italiani e del loro spread a partire da metà maggio, il costo medio del rifinanziamento del debito italiano è leggermente salito negli ultimi mesi. Dopo il minimo dello 0,55% registrato alla

fine di aprile, il tasso di interesse medio pagato dall'Italia sui finanziamenti è salito a fine giugno allo 0,75%, l'ultimo dato ufficiale disponibile nel momento in cui stiamo scrivendo quest'articolo. **Presupponendo un'evoluzione stabile degli spread, le nostre proiezioni indicano un ulteriore aumento allo 0,85% per la fine dell'anno. Presupponendo un'evoluzione stabile degli spread anche per l'anno prossimo, le nostre proiezioni indicano un costo medio di finanziamento che salirà e si avvicinerà all'1,5%, un tasso che sarebbe comunque ancora inferiore al costo medio del 2,7% pagato attualmente dall'Italia sul debito in essere e anche inferiore al tasso medio pagato sugli strumenti che arriveranno a scadenza l'anno prossimo.** In base ai nostri calcoli, la cedola media delle obbligazioni a medio e lungo termine che scadranno nei prossimi tre anni sarà rispettivamente del 2,7% (2019), del 2,34% (2020) e del 2,37% (2021). Solo un altro forte aumento degli spread potrebbe avere un impatto concreto sul costo del finanziamento, causando quindi un'inversione del trend favorevole osservato negli ultimi mesi. L'altro aspetto da sottolineare è il fatto che, grazie alla riduzione del peso degli strumenti a tasso variabile e dei buoni del Tesoro, la sensibilità del costo del finanziamento a un rialzo progressivo degli interessi da parte della BCE appare relativamente limitata. In breve, a meno che non si verifichi uno shock sugli spread simile a quello del 2011, il debito italiano dovrebbe beneficiare ancora degli effetti positivi ritardati dei cali dei tassi di interesse negli ultimi anni grazie in parte alla sua scadenza media più lunga. Ciò è importante per valutare la sostenibilità del debito nel caso di un eventuale shock negativo sui costi di finanziamento.

Conclusione

I BTP italiani offrono degli spread che appaiono compatibili con un deficit di bilancio attorno al 2,5%/2,7%, un livello che sembra implicare un certo allentamento della posizione fiscale e un'implementazione iniziale parziale di alcune delle misure di punta della Lega e del M5S, finanziate da un mix di risparmi e di entrate e da una razionalizzazione interna sul fronte della spesa fiscale. Pertanto, nel caso in cui venga evitato lo scenario sul bilancio più preoccupante, i fattori tecnici a breve termine e il valore relativo rispetto ad altri prodotti a spread potrebbero sostenere un andamento meno volatile dei differenziali di interesse, soprattutto nel segmento a breve-medio termine della curva dei rendimenti. Infatti, nonostante la riduzione degli acquisti da parte della BCE, l'offerta sul mercato primario dovrebbe ridurre la sua pressione nei prossimi mesi in una fase in cui gli investitori esteri hanno ridotto la loro esposizione e in un contesto di mercato che vede i BTP come l'ultima fonte di spread nel segmento delle scadenze brevi. La nostra analisi dei trend più a lungo termine dimostra che, qualora venga evitato uno shock da spread, l'aumento della scadenza media del debito osservato negli ultimi anni dovrebbe continuare a sostenere un'ulteriore diminuzione, seppur limitata, del costo medio del debito da qui al 2019.

Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale. Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso.

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 Parigi.