

Italia, il perfetto connubio tra prudenza e potenziale

- L'Italia è stato uno dei Paesi europei che ha maggiormente risentito del conflitto ucraino a causa della sua forte dipendenza energetica. Le misure previste dalla Legge di Bilancio per il 2023, varata dal governo italiano, puntano a contenerne l'effetto sulle famiglie e sulle imprese, limitando l'impatto della morsa inflazionistica e contribuendo a un risultato economico migliore del previsto.
- Tenuto conto dell'introduzione del nuovo scudo anti-spread (Transmission Protection Instrument - TPI), del cambiamento nella struttura dei detentori di debito sovrano e dell'elevata scadenza media dei titoli di Stato italiani, non ci sono motivi immediati di preoccupazione nonostante un debito pubblico in crescita.
- L'Italia, in qualità di principale beneficiaria del piano di ricostruzione post-pandemia Next Generation EU (NGEU), gode della straordinaria opportunità di modernizzare la sua economia e di dare impulso alla crescita tramite riforme strutturali. L'Italia, terza maggiore economia dell'Unione europea, può dare impulso agli investimenti forte del suo settore industriale avanzato e della solidità dei bilanci delle famiglie. Il mercato italiano offre numerose opportunità agli investitori. Le obbligazioni governative e societarie rappresentano una buona fonte di carry nei portafogli a reddito fisso. I mercati azionari sono ancora dominati dalle piccole-medie imprese, con alcune importanti eccezioni nel settore energetico, industriale e bancario. Le azioni possono essere interessanti per il loro elevato rendimento da dividendi.
- Per quanto riguarda i fattori ESG, le imprese italiane stanno colmando il divario, ma hanno ancora un bel po' di strada da fare. Gli investimenti NGEU possono creare nuove opportunità per gli "improver", ovvero quelle società che mostrano un costante miglioramento delle loro prassi ambientali e sociali e in materia di governance.

L'ECONOMIA ITALIANA SI CONFERMA SOLIDA NONOSTANTE LA CRISI ENERGETICA

L'Italia sta risentendo del conflitto in Ucraina per via della sua forte dipendenza dal gas russo e dalle importazioni di altre materie prime. All'inizio del conflitto, oltre il 40% delle forniture di gas proveniva dalla Russia; il settore energetico italiano era quindi in balia dei tagli agli approvvigionamenti derivanti dalla raffica di sanzioni imposte per arginare l'invasione. La crescita dell'inflazione su scala mondiale nel 2022, alimentata in larga misura dalla spirale rialzista dei prezzi dell'energia, ha ulteriormente complicato le previsioni sull'andamento dell'economia italiana; all'aumento dei prezzi non è corrisposto un analogo aumento dei salari. Ciò nonostante, nel 2022 l'economia italiana ha messo a segno una performance superiore alle aspettative e la crescita del PIL è stata migliore di quella di altri Stati europei soprattutto grazie alla tenuta della domanda interna, dei consumi e degli investimenti delle famiglie, così come della domanda esterna e delle esportazioni.

Autori



Monica Defend
Head of Amundi
Institute



Matteo Germano
Deputy Global Chief
Investment Officer



Elena Ferrarese
Head of Italian Equity



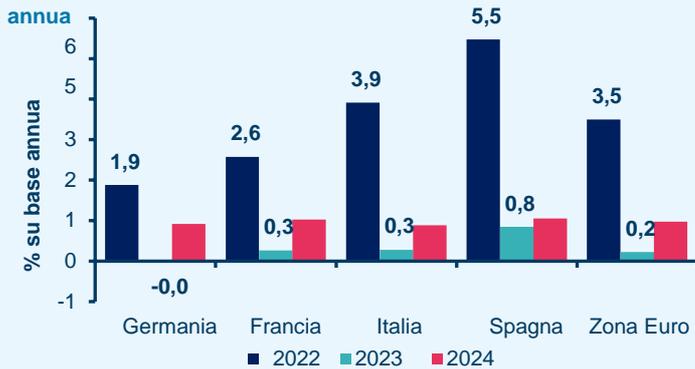
Annalisa Usardi,
Senior Economist,
Amundi Institute



Sergio Bertoncini
Senior Fixed Income
Strategist, Amundi
Institute



Media annua del PIL su base annua



Fonte: Ricerche di Amundi Institute, dati al 2 febbraio 2023

Le misure di sostegno fiscale e la ripresa del turismo dopo il Covid hanno fatto da volano alla ripresa, soprattutto nel settore dei servizi. Nell'ultimo trimestre del 2022 l'economia italiana ha registrato però una lieve contrazione e il PIL italiano è diminuito dello 0,1%. I primi trimestri del 2023 potrebbero essere contrassegnati ancora da una certa debolezza, ma l'economia dovrebbe poi recuperare leggermente. I prezzi più bassi dell'energia creeranno un clima di maggior ottimismo e allenteranno le pressioni sulle famiglie e sulle imprese, mentre il ridimensionamento del rischio e dell'incertezza riguardo a un possibile razionamento del gas creerà i presupposti per una crescita più robusta. Questi fattori positivi potrebbero compensare in parte l'impatto persistente della stretta monetaria e del progressivo abbandono delle misure di sostegno fiscale, i cui effetti inizieranno secondo noi a manifestarsi nella seconda parte dell'anno.

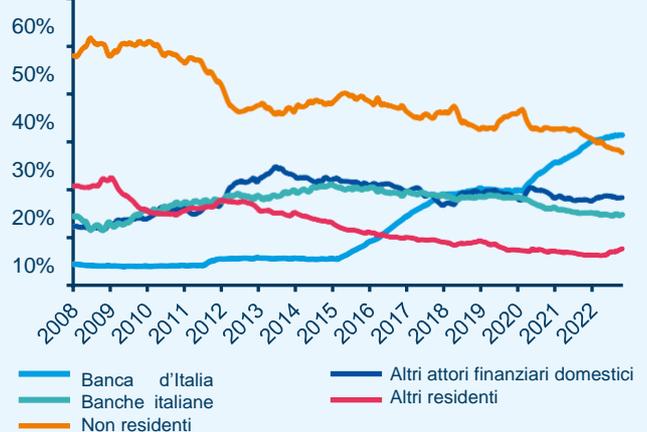
Inoltre, la Legge di Bilancio del nuovo governo, uscito dalle urne a fine settembre, è stata approvata il 29 dicembre 2022 con alcuni piccoli ritocchi, ma il suo impianto è rimasto ampiamente in linea con le aspettative. La maggior parte delle misure espansive, nell'ordine di 21 miliardi di euro o dell'1% del PIL italiano, è finalizzata ad aiutare le famiglie e le imprese ad affrontare la crisi energetica. Circa la metà degli stimoli è sotto forma di crediti d'imposta alle imprese come aiuto contro il caro energia, mentre gli altri interventi comprendono misure per l'IVA agevolata per le transazioni energetiche, nonché i "bonus sociali" e altre misure una tantum. Il rinnovo di questi provvedimenti, che riguardano solo il primo trimestre del 2023, dipenderà da una serie di variabili, tra cui l'andamento dei prezzi dell'energia e la sua capacità di stabilire nuove alleanze e di diversificare le sue forniture energetiche, così da tenere i costi sotto controllo.

Il calo dei prezzi dell'energia in tutto il mondo è stato determinante su questo fronte. Il prezzo del gas sul mercato domestico (al punto di scambio virtuale - PSV) è sceso sensibilmente negli ultimi mesi. A gennaio, il prezzo medio si aggirava attorno ai 68 euro al megawattora, in forte calo rispetto ai picchi raggiunti ad agosto (310 euro al megawattora). I minori costi dell'energia dovrebbero contribuire a far ridiscendere l'inflazione, fornire una boccata d'ossigeno all'attività economica e aiutare il governo a ridurre la pressione sul deficit. Ai livelli attuali sono già possibili importanti risparmi fiscali: solamente nel primo trimestre, il governo potrebbe realizzare un risparmio di circa 8 miliardi di euro sulle misure fiscali rispetto alle stime, basate su un prezzo del gas di 120 euro al megawattora. **Nel complesso, l'economia italiana dovrebbe mostrarsi resiliente nonostante un quadro congiunturale fuori dal comune, e mettere a segno una ripresa più robusta a partire dal secondo trimestre 2023; si stima che lo stesso avverrà anche negli altri principali Paesi europei.**

Inoltre, nonostante l'Italia sia da sempre alle prese con la pesante eredità del debito pubblico accumulato, dispone ora di diversi meccanismi atti a salvaguardare la crescita e a garantire che non ci siano motivi immediati di preoccupazione per l'onere del debito:

- I fondi di **Next Generation EU (NGEU)** contribuiranno a salvaguardare la crescita nei prossimi anni e, in misura minore, **ridurranno la necessità di reperire finanziamenti sui mercati e aumenteranno la duration media del debito;**
- Il forte aumento del debito detenuto dalle Banche centrali, unitamente alla domanda interna relativamente costante di debito sovrano, ha indebolito il legame tra flussi stranieri e volatilità dello spread. L'introduzione dello **scudo anti-spread (TPI)** ha fornito inoltre un'importante rete di protezione, contribuendo a ridurre la correlazione tra le aspettative sui tassi della BCE e gli spread dei titoli sovrani dei Paesi periferici;
- L'**elevata scadenza media del debito sovrano** (che a dicembre 2022 ammontava a 7,04 anni, vicino al picco storico del 2010) ha contribuito a **limitare l'impatto negativo dell'attuale ciclo dei tassi di interesse** sull'onere del debito complessivo, ancora piuttosto basso in una prospettiva storica.

Titoli di debito italiani suddivisi in base ai detentori



Fonte: Elaborazioni dei dati della Banca d'Italia a cura di Amundi Institute al 16 gennaio 2023.

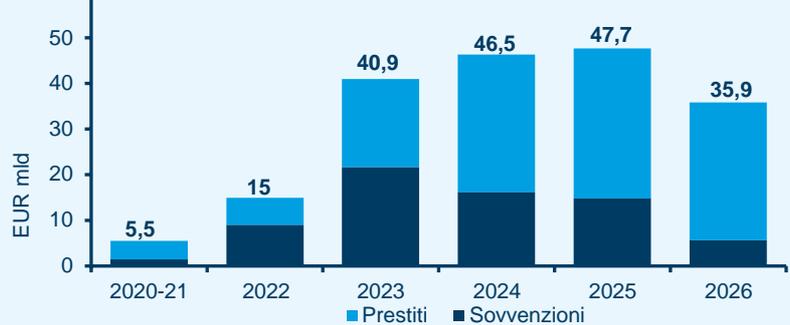
In realtà, anche se il costo del denaro preso in prestito dai governi è ora più alto per via del rialzo dei tassi di interesse, le prospettive per il debito sovrano non sono preoccupanti sul breve termine. L'inflazione ha spinto al rialzo la crescita nominale, mentre i costi del servizio del debito inizieranno a salire solo fra un po', e ciò significa che i Paesi che hanno debiti in essere con una scadenza media più alta come l'Italia godranno di tassi di interesse più bassi per un periodo più lungo, un quadro particolarmente favorevole a sostenere le misure espansive di bilancio visto il complesso contesto macroeconomico attuale.



NGEU OFFRE ALL'ITALIA NUOVE OPPORTUNITÀ PER LIBERARSI DELLE EREDITÀ DEL PASSATO

In qualità di principale beneficiaria del NGEU, piano di ricostruzione post-pandemia, che alloca risorse per 191,48 miliardi di euro, l'Italia gode di un'opportunità senza eguali per modernizzare la sua economia e sovvertire alcune delle eredità derivanti dal suo passato, che vanno dalla bassa crescita della produttività alla forte disoccupazione e al profondo divario tra Nord e Sud. Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (NRRP) è finanziato da prestiti per 122,6 miliardi di euro che dipendono dall'implementazione delle riforme nazionali: a oggi, l'Italia è sulla buona strada per raggiungere gli obiettivi qualitativi e quantitativi prefissati.

Le risorse del NGEU alla base della tempistica degli investimenti del PRR



Fonte: Elaborazione a cura di Amundi Institute dei dati Ministero dell'Economia e delle Finanze - aggiornamento del Documento di Economia e Finanza, settembre 2022.

Il 30 dicembre, l'Italia ha presentato alla Commissione europea la richiesta di pagamento di 21 miliardi di euro per aver completato i 55 traguardi e obiettivi legati alle riforme nelle aree della concorrenza, giustizia, istruzione, lavoro sommerso e gestione delle risorse idriche, nonché per gli investimenti in cybersicurezza, energie rinnovabili, rete elettrica, ferrovie, turismo, rigenerazione urbana e politiche sociali. **Il PRR comprende un'ampia rosa di misure per gli investimenti e riforme in sei aree tematiche o "missioni", con importanti stanziamenti di capitale per la transizione digitale e la transizione ecologica, e misure per la resilienza sociale ed economica.** L'implementazione delle seguenti iniziative dovrebbe servire a:

1

Migliorare le condizioni per fare impresa e incentivare gli investimenti diretti stranieri, in particolare (i) riformando il sistema giudiziario riducendo la durata dei procedimenti civili e penali, migliorando l'efficienza del sistema giudiziario, smaltendo l'arretrato e riducendo le cause pendenti (ii) snellendo la burocrazia per migliorare l'efficienza della pubblica amministrazione e modernizzare l'impiego pubblico; e (iii) migliorando gli appalti pubblici e i servizi pubblici locali, riducendo al contempo i ritardi nei pagamenti e rimuovendo le barriere alla concorrenza così da migliorare le condizioni per fare impresa.

2

Aumentare i livelli di istruzione, le competenze, la partecipazione al mondo del lavoro e la produttività. Le principali riforme settoriali riguardano quelle relative all'istruzione e alle politiche attive per il mercato del lavoro. A queste vanno ad aggiungersi gli investimenti per aumentare la disponibilità dei servizi all'infanzia, migliorare la partecipazione delle donne e dei giovani al mercato del lavoro e potenziare i corsi di riqualificazione professionali (sono previsti circa 26 miliardi di euro).

3

Ridurre le disparità regionali investendo nella sanità, nell'edilizia e nei servizi sociali. Per riformare il sistema sanitario è necessario utilizzare nuove tecnologie per migliorare sia la rete ospedaliera, sia l'assistenza domiciliare, ricorrendo con maggiore frequenza alla telemedicina, riducendo così anche la frammentazione territoriale (15,6 mld di euro). Il piano comprende anche misure per trasformare i territori vulnerabili in aree smart e sostenibili investendo in edilizia popolare, rafforzando i servizi sociali locali a sostegno dei bambini e delle famiglie, migliorando la qualità della vita delle persone con disabilità e costruendo nuove infrastrutture nelle Zone economiche speciali nel Meridione (13,2 mld di euro).

L'effetto congiunto di questi investimenti (investimenti diretti e più immediati) e delle riforme (con un orizzonte più di lungo periodo) **potrebbe dare un impulso significativo alla crescita economica sul medio e lungo termine.** Secondo le stime del governo, l'impatto cumulativo derivante dall'implementazione completa del programma potrebbe far salire il PIL dell'1,8%-3,6% entro la fine del 2026. Anche la crescita potenziale potrebbe beneficiarne, con un aumento nell'ordine dell'1,1%-1,3% secondo le stime ufficiali, a seconda dell'elasticità del PIL all'impegno di spesa del governo.

Nonostante alcuni degli obiettivi esposti sinora non siano stati facilmente realizzabili e il processo possa essere apparso più oneroso del previsto, ciò non è necessariamente dovuto a una mancanza di efficienza, bensì al fatto che le gare di appalto sono state indette quando l'inflazione era più bassa e quindi hanno dovuto essere riviste per riflettere il contesto attuale. Inoltre sono stati introdotti alcuni cambiamenti amministrativi per accelerare le gare per gli appalti pubblici. **Questi sono processi lunghi, ma nel 2023 il ritmo della spesa dovrebbe aumentare.**



Opportunità per gli investitori

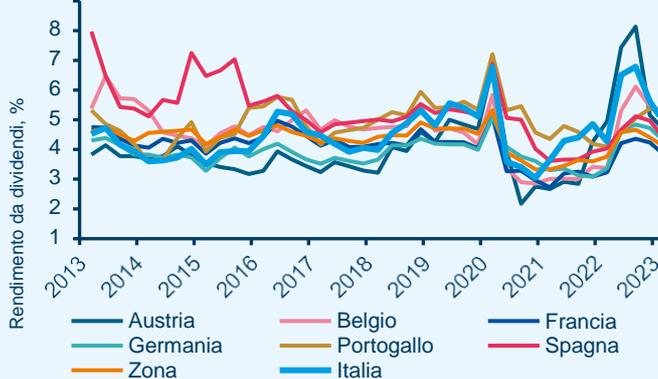
Visto che la BCE ha abbandonato l'allentamento quantitativo ed è orientata a ridurre moderatamente il suo portafoglio di attivi, nel 2023 il quadro appare meno favorevole ai titoli di Stato italiani e a tutti i titoli di Stato della zona Euro. Tuttavia, l'emissione attesa del debito netto dovrebbe aumentare solo moderatamente rispetto al 2022, e meno di quanto previsto per la maggior parte dei Paesi core. Dopo il grande repricing dei rendimenti obbligazionari, i BTP italiani e le obbligazioni societarie rappresentano una fonte di carry nei portafogli a reddito fisso (soprattutto sul segmento breve e medio della curva) grazie al loro rendimento superiore e alla duration più breve rispetto ai loro omologhi europei. Anche l'introduzione dello scudo anti-spread (TPI) ha limitato l'impatto derivante dalla revisione al rialzo dei tassi d'interesse finali attesi della BCE.

Rendimento e duration delle obbligazioni europee



Fonte: Elaborazione dei dati Bloomberg a cura di Amundi Institute al 1° febbraio 2023.

Le azioni italiane offrono dividendi interessanti



Fonte: Elaborazione dei dati Bloomberg a cura di Amundi Institute al 1° febbraio 2023.

Nell'azionario continuano a pesare alcuni elementi ribassisti tra cui la crisi energetica, il prezzo delle materie prime e i tassi di interesse più alti. Tuttavia, le valutazioni fondamentali sembrano già scontare gran parte delle cattive notizie. I risultati nel secondo semestre del 2022 sono stati in generale superiori alle attese e la domanda è ancora in via di miglioramento. Inoltre, i bilanci delle imprese italiane sono decisamente più in salute rispetto all'ultima crisi e il NGEU conferirà ulteriore slancio al mercato. Agli attuali livelli di valutazione, crediamo che le azioni italiane offrano opportunità interessanti soprattutto agli investitori alla ricerca di rendimenti da dividendi interessanti, attualmente attorno al 4% per l'FTSE MIB. È indispensabile continuare a essere fortemente selettivi, ma crediamo che i titoli industriali, bancari e del settore del lusso offrano opportunità allettanti.

Quando si tratta di fattori ESG, le piccole e medie imprese, che costituiscono l'ossatura del mercato italiano, hanno ancora molto terreno da recuperare. I dati non sono sempre tempestivi o precisi. Di conseguenza il dialogo con gli azionisti e l'integrazione dell'analisi dei fondamentali e dei fattori ESG sono ancora più importanti nel processo di selezione della società. I flussi azionari in entrata dovrebbero essere incanalati verso gli "improver", ovvero quelle società all'inizio del loro percorso ESG che evidenziano una dinamica positiva, così da aiutarle a definire gli obiettivi e a portare avanti il loro programma. L'implementazione del summenzionato PRR, dai contenuti fortemente ecologisti, genererà anche opportunità nuove e sostenibili per generare rendimenti costanti. Inoltre, una struttura del mercato domestico costituita da attività familiari e da piccole imprese rappresenta un buon terreno di caccia per i mercati privati, mettendo il capitale all'opera in settori come quello agroalimentare e supportando lo sviluppo delle eccellenze del Paese.



Amundi Sustainable Future Indicator



Il piano NGEU rappresenta un cambiamento paradigmatico nelle politiche di programmazione dell'UE. Il suo obiettivo di fondo è quello di ridisegnare l'economia europea attraverso una maggiore digitalizzazione, inclusione e sostenibilità e di stimolare la crescita in un'era post-pandemica e lacerata dai conflitti. L'NGEU, grazie alla sua notevole dotazione finanziaria e alla sua incarnazione nei vari PRR, rappresenta un'opportunità per rilanciare l'Italia e l'Europa e per contrastare i problemi strutturali correlati al forte indebitamento e alla bassa competitività internazionale. In tal senso non è meramente un piano di stimoli ciclici perché necessita di uno strumento analitico per misurare la sua implementazione e il suo successo.

Amundi Sustainable Future Indicator, creato in collaborazione con **The European House – Ambrosetti**, fa riferimento al quadro dei **Sustainable Development Goals (SDG)** delle Nazioni Unite e ha come scopo quello di misurare i progressi delle riforme proposte dalle singole nazioni nel contesto del NGEU. L'indicatore monitora i progressi di ogni Paese in termini di sostenibilità e misura l'impatto del piano sul tessuto sociale, economico e ambientale. L'indicatore opera in sinergia con il quadro metodologico dei 51 indicatori chiave di performance (KPI) adattati al contesto europeo e li condensa nei 17 pilastri SDG che spaziano dalle disuguaglianze sociali alla conservazione degli ecosistemi e assegna un punteggio a ogni Paese.

In questo contesto, emerge un quadro per l'Italia caratterizzato da luci e ombre. Nel 2021, l'Italia si è classificata al 24esimo posto sui 27 Paesi membri dell'Unione Europea. La sua performance è risultata particolarmente deludente in ambito economico: l'Italia si è classificata al 26° posto nel SDG 8, "buona occupazione e crescita economica" e al 24° posto nel SDG 9 "industria, innovazione e infrastrutture". Il forte tasso di disoccupazione a lungo termine evidenzia inoltre l'inefficienza e la rigidità del suo mercato del lavoro. Anche la performance dell'Italia nelle categorie legate all'istruzione - un SDG che ben si presta a misurare il futuro successo di un Paese - è al di sotto della media.

Nondimeno, l'Italia vanta alcune eccellenze rispetto agli altri Paesi: si posiziona complessivamente al primo posto nel SDG 2 "sconfiggere la fame", al quinto posto nel SDG 3 "salute e benessere" e al secondo posto nel SDG 12 "consumo e produzione responsabili". L'Italia vanta anche il tasso più basso di obesità e ha uno dei tassi più alti di aspettativa di vita in buona salute, a dimostrazione che esistono solide fondamenta su cui costruire un sistema sanitario più inclusivo ed efficiente.

I miglioramenti della performance di un Paese sono più il frutto di una trasformazione intrinseca e sistemica che non di un unico intervento immediato. Qualsiasi cambiamento legislativo, che sia mirato a supportare la transizione energetica o a ridurre le disuguaglianze, può essere efficace solo se l'amministrazione pubblica lo promuove. Questo indicatore può quindi aiutare politici, investitori e cittadini a monitorare i progressi nell'implementazione del PRR e a prendere decisioni per il futuro.



AMUNDI INSTITUTE

In un mondo sempre più complesso e mutevole, gli investitori hanno espresso la necessità di comprendere meglio il contesto di riferimento e l'evoluzione delle scelte di investimento al fine di definire la loro asset allocation e contribuire a costruire i loro portafogli. Al centro del processo di investimento globale, l'obiettivo di Amundi Institute è quello di fornire leadership di pensiero, rafforzare la consulenza, la formazione e il dialogo costante su questi argomenti in tutte le asset class per tutti i suoi clienti - distributori, istituzioni e imprese. Amundi Institute riunisce le attività di ricerca, strategia di mercato, analisi degli investimenti e consulenza sull'asset allocation di Amundi. Il suo obiettivo è quello di proiettare le opinioni e le raccomandazioni in termini di investimento di Amundi.



<https://research-center.amundi.com/>

Chief editors

Monica Defend
Head of Amundi Institute

Claudia Bertino
Head of Investment Insights
& Publishing,
Amundi Institute

Investment Insights & Publishing

Laura Fiorot
Head of Insights & Client
Division,
Amundi Institute

Giulio Lombardo
Digital Communication
& Strategy,
Amundi Institute

Informazioni importanti

Questo documento non costituisce un'offerta di vendita, una sollecitazione di un'offerta di acquisto, o una raccomandazione di qualsiasi titolo o qualsiasi altro prodotto o servizio. Eventuali titoli, prodotti o servizi a cui si fa riferimento non possono essere registrati per la vendita presso l'autorità competente nella vostra giurisdizione e non possono essere regolamentati o controllati da qualsiasi autorità governativa o simile nella vostra giurisdizione. Tutte le informazioni contenute in questo documento possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in qualsiasi forma e non possono essere utilizzate come base o come componente di qualsiasi strumento finanziario o prodotto o indice. Inoltre, nulla in questo documento è destinato a fornire consulenza fiscale, legale o di investimento. Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute in questo documento sono di Amundi Asset Management S.A.S. al 18 gennaio 2023. La diversificazione non garantisce un profitto, né garantisce contro una perdita. Il presente documento è fornito "così com'è" e l'utente di questa informazione assume l'intero rischio di qualsiasi uso fatto di queste informazioni. I dati storici e le analisi non dovrebbero essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi o previsione futura delle performance. Le opinioni espresse in merito alle tendenze economiche e di mercato sono quelle dell'autore e non necessariamente di Amundi Asset Management S.A.S. e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento sulla base delle condizioni di mercato e di altro tipo, e non ci può essere alcuna garanzia che i paesi, i mercati o i settori avranno i risultati attesi. Queste opinioni non devono essere considerate consigli di investimento, raccomandazioni su titoli, o indicazione sulla negoziazione di qualsiasi prodotto di Amundi. Gli investimenti comportano rischi, compresi quelli di mercato, politici, di liquidità e valutari. Inoltre, in nessun caso Amundi avrà alcuna responsabilità di eventuali danni diretti, indiretti, speciali, incidentali, consequenziali ivi inclusa, senza limitazioni, la perdita di profitti) o qualsiasi altro danno derivante dal suo utilizzo.

Data di primo utilizzo: 9 febbraio 2023.

Photos: © IStockPhotos / MarsYu.