

**n.103**

OTTOBRE 2019

NEWSLETTER  
PER L'INVESTITORE  
ISTITUZIONALE

Articolo



**prometeia**  
ADVISOR SIM

---

**EDITORIALE**

**p. 3**

---

**ANGOLO DELL'ANALISI**

PROF. PAOLO ONOFRI

*Vicepresidente - Prometeia Advisor Sim*

**p. 5**

---

**OSSERVATORIO PROMETEIA**

LE PROSPETTIVE DI CRESCITA PER IL MERCATO ISTITUZIONALE ITALIANO

*Vincenza Di Lorenzo, Senior Specialist - Prometeia*

**p. 9**

---

**LA PAROLA A...**

DAVIDE ALLIORI

*Direttore - Fondo Gomma Plastica*

**p. 13**

---

**CONTRIBUTI**

TITOLI DI STATO EUROPEI: CHE COSA C'È OLTRE IL BETA DI MERCATO?

*Andrew Farrell, Institutional Portfolio Manager, Investment Grade Team - BlueBay Asset Management  
Francesco Girino, CFA, Director Central & Southern Europe - BlueBay Asset Management*

**p. 16**

L'ECONOMIA MONDIALE VERSO UNA FASE DI VULNERABILITÀ. FINIRÀ  
CON UNA RECESSIONE O UNA RIPRESA?

*Joachim Fels, MD, Consulente economico globale - PIMCO  
Andrew Balls, MD, CIO Global Fixed Income - PIMCO*

**p. 20**

---

**OSSERVATORIO PROMETEIA**

POLITICA DI BILANCIO AL VARO IN ACQUE PIÙ CALME

*Lucia Cossaro - Prometeia Associazione*

**p. 23**

LA CONGIUNTURA DEI MERCATI FINANZIARI NEL III-19

*Francesco Amoroso, Senior Economist - Prometeia  
Ugo Speculato, Specialist - Prometeia*

**p. 28**

## EDITORIALE

### **Nuova normalità dello scenario economico-finanziario: le implicazioni per le scelte di investimento**

*Tassi di interesse negativi e appiattimento della curva dei tassi per scadenza stanno caratterizzando la nuova normalità del quadro economico e finanziario delle principali economie sviluppate. L'idea di normalità è associata al prolungamento nel tempo dell'intervento non convenzionale delle politiche monetarie, alla loro estensione su scala globale (con una sincronizzazione sconosciuta dai tempi della grande depressione), alle previsioni di lungo periodo implicite nella curve dei tassi che scontano la persistenza di uno scenario di crescita stagnante.*

*In questo numero di Anteo vengono proposti alcuni approfondimenti che si interrogano sulle implicazioni che uno scenario di permanenza di tassi di mercato negativi e di bassa crescita delle economie può comportare per le scelte di investimento e più in generale per la stabilità finanziaria.*

*Nell'angolo dedicato all'analisi macroeconomica, il Prof. Onofri sottolinea come la nuova normalità, oltre a riflettere tendenze e forze di lungo periodo, riguardi l'incapacità della creazione di moneta di alimentare il circuito creditizio e di sollecitare la domanda aggregata. La bassa circolazione della moneta si traduce in un'accumulazione di liquidità degli operatori, finanziari e non, e in un'inflazione degli asset. Non secondari sono pertanto i rischi associati alle rivalutazioni degli immobili e dei corsi azionari che, quando calate nella attuale prospettiva di bassa crescita delle economie, risultano meno sostenibili nel tempo, innescando timori di improvvisi e drastici ridimensionamenti.*

*Tassi di interesse nominali e reali negativi stanno inoltre producendo effetti redistributivi a vantaggio del debito. Come da tempo ammonisce nei suoi rapporti il Fondo monetario internazionale, l'indebitamento a livello mondiale è tornato su valori superiori a quelli registrati prima della grande crisi finanziaria, con una ripresa della componente privata. Sono infatti le emissioni obbligazionarie delle imprese che colgono il principale vantaggio di un restringimento del premio per il rischio favorito*

*dalla ricerca di rendimento degli investitori.*

*La compressione dei premi per il rischio riduce gli spazi per ottenere rendimenti significativi sul mercato obbligazionario. Secondo Farrell e Girino di BlueBay Asset Management, la maggior parte dei rendimenti del beta di mercato sembrano essersi esauriti e in prospettiva saranno da privilegiare stili di gestione qualitativi e flessibili capaci di ottenere valore anche nel mercato dei titoli di Stato europei. Esistono infatti ancora margini di redditività negli spread sul debito sovrano di alcuni paesi dell'area euro che potranno essere colti a condizione che diventi più coerente e credibile il loro percorso di risanamento. La situazione italiana, rappresentata da Cossaro nel suo contributo sulla politica di bilancio, risulta particolarmente condizionata dalle diverse prospettive sui tassi di interesse e quindi dalla fiducia degli investitori rispetto alla conduzione della finanza pubblica. Come in altri momenti della nostra storia economica, la riduzione dell'onere dell'elevato debito pubblico può rappresentare il "moltiplicatore" di un percorso virtuoso di programmazione di finanza pubblica che liberi spazi per misure di stimolo alla crescita.*

*Selettività e prudenza impronta anche la policy di PIMCO sul rischio di credito societario (vedi il contributo di Fells e Balls). L'aumento delle emissioni di obbligazioni corporate e la riduzione dei bilanci di negoziazione degli intermediari finanziari consigliano di assumere esposizioni limitate al mercato delle obbligazioni corporate e di ricercare opportunità nell'area dei titoli strutturati garantiti, più difensiva di rischio di credito e su cui minore è la concentrazione degli investimenti.*

*Per i mercati azionari la maggiore incertezza potrebbe riguardare i mercati emergenti e quelli dell'Uem, considerata la loro più elevata esposizione al commercio internazionale rispetto agli Usa. Nel loro contributo sulla congiuntura dei mercati, Amoroso e Speculato sottolineano il ruolo delle politiche monetarie molto espansive e della ricerca di rendimento nel contrastare gli effetti del rallentamento del commercio e nel sostenere il prezzo delle azioni. In termini settoriali quello finanziario UEM dovrebbe trarre maggior*

*vantaggio anche dagli interventi della Bce.*

*Gli effetti della permanenza di tassi di interesse negativi si ripercuotono inevitabilmente nei bilanci delle principali categorie di intermediari e di investitori istituzionali in una misura collegata agli squilibri che si creano tra adeguamento della remunerazione degli attivi rispetto alle rigidità presenti dal lato della raccolta di fondi o degli impegni assunti nei confronti degli assicurati/ investitori.*

*Nel contributo di Di Lorenzo le previsioni sulla gestione delle principali categorie di investitori istituzionali lasciano intendere che i principali cambiamenti, più che sui volumi degli attivi e della raccolta, si produrranno nella composizione degli investimenti. Da alcuni anni è in atto uno*

*spostamento verso asset class alternative che ha l'obiettivo di cogliere i frutti di strategie di investimento di lungo termine nella forma di premi per la minore liquidità e rendimenti differenziali su strumenti gestiti rivolti al mercato del private equity e debt. In questa direzione si colloca l'esperienza del Fondo pensione Gomma Plastica tra i promotori del progetto Iride che, secondo il direttore Alliori, persegue l'obiettivo di investire in imprese con prospettive di sviluppo, prevalentemente PMI italiane difficilmente raggiungibili con investimenti diretti.*

*Sempre in un percorso di diversificazione degli attivi degli investitori istituzionali, la progressiva caratterizzazione Esg dell'asset allocation diventa una sfida gestionale a dimostrare la compatibilità di obiettivi finanziari con profili di sostenibilità.*



## PROF. PAOLO ONOFRI

*Vicepresidente - Prometeia Advisor Sim*

Come era nelle attese, le politiche monetarie hanno assunto un'intonazione ancora più espansiva. Le misure adottate dalla Fed e dalla Bce erano in linea con le attese di Prometeia?

**P**er quanto riguarda una ripresa del QE da parte della Bce devo rispondere no. In tema di livello dei tassi di interesse, avevamo messo nel conto una riduzione da parte della Fed, ma non l'ulteriore discesa del tasso negativo sui depositi presso la Bce.

L'impressione è che vivremo un periodo piuttosto lungo con tassi di interesse bassi, una specie di sindrome giapponese globalizzata: dobbiamo cambiare i paradigmi con cui valutare le politiche economiche?

**È** un'impressione che condivido con dei distinguo. Consideriamo il Giappone, innanzitutto; dopo lo scoppio della bolla nel 1990 non è più tornato a crescere ai ritmi dei decenni precedenti, ma nel corso degli ultimi trent'anni il Pil pro capite giapponese è cresciuto a tassi uguali e alle volte superiori a quelli degli altri paesi avanzati. Il declino demografico è un fattore importante nel determinare la bassa crescita complessiva dell'economia giapponese. Questo andamento si inserisce in un fenomeno molto più ampio a scala mondiale che vede la crescita della produttività nelle economie avanzate in rallentamento progressivo negli ultimi tre decenni. Questa tendenza è accompagnata nello stesso periodo da una riduzione progressiva dei tassi di interesse nominale e reale, come se, per usare un linguaggio da libro di testo, l'efficienza marginale degli investimenti si fosse anch'essa ridotta progressivamente. La grande recessione ha solo aggravato questo processo e la politica monetaria può solamente evitare il peggio; non è in grado di modificare la tendenza di fondo. Valutazioni empiriche sembrano mostrare che la riduzione dei tassi reali dipenda più dalle dimensioni relative di risparmio e investimento che dalle politiche monetarie molto espansive. La demografia non aiuta a ridurre il saving glut in prospettiva.

L'inflazione europea si mantiene ormai stabilmente sotto gli obiettivi della Bce; dobbiamo abituarci anche in questo caso a convivere con un'inflazione strutturalmente bassa?

La bassa inflazione non è solo europea. Negli Usa, se si escludono dall'indice dei prezzi al consumo core gli affitti imputati che dipendono dai prezzi degli immobili residenziali, l'inflazione core si dimezza allo 0,8/0,9%. Quello della bassa inflazione è il fenomeno speculare della secular stagnation descritta sopra. Anch'esso viene da lontano; dall'inversione del policy mix negli anni '80, dall'innovazione tecnologica e fondamentale dalla presenza crescente sul mercato dei manufatti delle economie emergenti.

Cosa si può fare per uscire da questa trappola di bassa crescita, bassi tassi e bassa inflazione?

Molto difficile. È per questo che già da qualche anno si parla di nuova normalità o nuova mediocrità. Non si può pensare che sia possibile tornare all'età dell'oro degli anni 1950-1973. Un contributo in quella direzione potrebbe essere dato dalla realizzazione di un progetto di immigrazione e integrazione, per il nostro paese, di 120 mila persone all'anno per i prossimi dieci anni in modo da creare un nucleo di individui i cui progetti di vita e di emancipazione sociale possano riprodurre su scala decisamente minore l'esperienza degli anni del secondo dopoguerra per tutti i paesi avanzati. La Germania si sta muovendo in questa direzione; ma le difficoltà politiche sono sotto gli occhi di tutti in tutti i paesi.

I tassi di interesse bassi stanno innalzando ulteriormente il livello del debito privato, anche in Europa; fino a che punto tale processo può risultare sostenibile?

Oonestamente nessuno può dirlo. La base monetaria rispetto al Pil per effetto dei QE si è moltiplicata dalle 3 alle 5 volte a seconda dei paesi, mentre la quantità di mezzi di pagamento (circolante più depositi bancari, detta M2) rispetto al Pil è rimasta stabile se non minore in alcuni casi. Ci si può domandare se l'effetto inflazionistico dei QE che finora si è scaricato sui prezzi delle attività finanziarie non si trasferirà mai ai prezzi dei beni, ovvero se rimarrà una spada di Damocle che non calerà mai sulle nostre teste. Potrebbe essersi determinata una nuova normalità anche per la velocità di circolazione della moneta, il rapporto tra base monetaria e M2. La maggiore liquidità richiesta alle istituzioni finanziarie potrebbe essere uno di tali elementi. Ma ciò che rileva maggiormente, a mio parere, è che l'indipendenza e la credibilità delle Banche Centrali dovrebbe essere una garanzia del controllo dei mercati finanziari (ad esempio, attraverso vendite dei titoli nel loro portafoglio) a condizione che anche strumenti macro-prudenziali siano stati messi in atto preventivamente, prima che aumenti pericolosi della velocità di circolazione si manifestino.

Emerge un consenso praticamente unanime che la politica monetaria da sola non basta; peraltro l'efficacia marginale di ulteriori azioni espansive appare molto bassa; c'è bisogno quindi delle politiche fiscali; quali sono gli spazi effettivi in Europa e quali azioni concrete ritiene possibili?

Che la politica monetaria cominci a manifestare rendimenti marginali decrescenti in termini di capacità di sostegno dell'economia reale non è solo un'opinione abbastanza diffusa, ma in un certo senso lo stesso Draghi ha rivelato implicitamente di condividere almeno parzialmente questa opinione. Infatti, nell'insieme di misure adottate qualche settimana fa, ha dovuto scendere a compromessi riducendo il tasso di remunerazione dei (dovrei dire aumentando il prelievo sui) depositi ma caricando il tasso negativo solo a parte delle riserve depositate dalle banche presso la Bce. La consapevolezza di questi limiti e l'occasione dell'insediamento della nuova commissione rende più probabile un atteggiamento pragmatico di fronte alle decisioni di politica di bilancio dei singoli stati membri. Ritengo comunque che, dato il fatto che gli spazi fiscali per politiche espansive sono prevalentemente nei bilanci dei paesi del Nord Europa, non potremo contare molto sugli impulsi che verranno dagli altri paesi.

Le tensioni commerciali tra Usa e Cina sembrano vivere un momento di tregua ma c'è la novità del via libera sui dazi alle auto europee e la ritorsione autorizzata dal WTO nei confronti degli aiuti di stato agli Airbus: quali potranno essere gli effetti sulla crescita prospettica e le eventuali contromosse da mettere in atto?

Non c'è bisogno di aspettare che questi eventi si materializzino; l'aspettativa del loro verificarsi sta già influenzando negativamente il commercio mondiale. Il volume delle importazioni mondiali ha rallentato la sua crescita già a cavallo della fine del 2018/inizio 2019 e nel secondo trimestre di quest'anno la crescita è diventata negativa e ristagnerà su quel livello anche nella seconda metà dell'anno. L'impatto più consistente lo stanno subendo i paesi emergenti. Contromosse? A livello mondiale, come tale, non esistono soluzioni. Ulteriori ritorsioni aggraverebbero la situazione. Con effetti ben più gravi sulle aspettative degli operatori dell'economia reale e di quella finanziaria.

In ogni caso restiamo dell'idea che i rischi recessivi siano comunque contenuti?

Sì, allo stato attuale, incrociando le dita, non ci aspettiamo una recessione internazionale ma rallentamenti di diversa intensità tra i diversi paesi, con effetti sui rapporti di cambio che potrebbero favorire l'apprezzamento del dollaro e indurre il Tesoro americano a intervenire

eventualmente sul mercato dei cambi, sollecitato dal presidente in vista delle prossime elezioni presidenziali tra un anno.

Ci si chiede se il calo dello spread BTP-Bund, tornato in qualche seduta sui livelli pre elettorali del 2018 sia stato generato da un eccesso di ottimismo sui mercati; tra il miglioramento in corso d'anno dei conti pubblici, il cambio di Governo, la nuova intonazione espansiva della politica monetaria quale fattore pensa sia stato più influente?

In un contesto né troppo calmo né troppo agitato la svolta a U della politica italiana e di conseguenza della politica di bilancio era l'unica occasione per guadagnare in modo significativo sulle quotazioni dei nostri titoli. Indubbiamente anche le misure annunciate da Mario Draghi hanno favorito il consolidarsi e il generalizzarsi di tali aspettative.

E quali sono le aspettative realistiche e invece quelle auspicabili per la legge di bilancio?

In termini realistici, la legge di bilancio mostrerà cautela nelle grandezze macroeconomiche (disavanzo e debito su Pil) con effetti contenuti di stimolo dell'attività economica ma sufficienti a garantire il mantenimento di questi livelli dello spread o leggermente inferiori. Lungo quello stretto sentiero che era già stato delineato dall'allora ministro Pier Carlo Padoan.



**LE PROSPETTIVE  
DI CRESCITA  
PER IL MERCATO  
ISTITUZIONALE  
ITALIANO**

**Vincenza Di Lorenzo**  
Senior Specialist - Prometeia

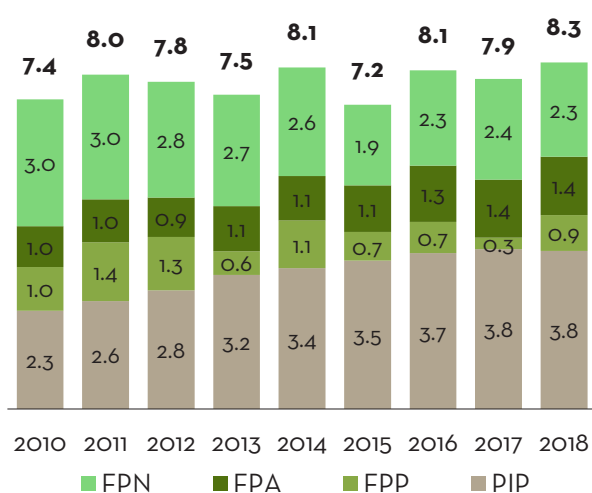
Nel 2018 il mercato istituzionale italiano ha superato i 260 miliardi di euro. La crescita ha toccato il punto di minimo dal 2000 a oggi (+1.3%) a causa del contributo negativo dei mercati finanziari, in parte compensato, per i Fondi pensione e le Casse di previdenza private, dal saldo della gestione previdenziale. In particolare, la raccolta netta complessiva degli strumenti di previdenza integrativa è cresciuta rispetto al 2017 grazie a un'operazione straordinaria di un Fondo pensione preesistente. Per i Fondi pensione di nuova istituzione, invece, l'aumento dei contributi, non trascurabile grazie alla crescita delle adesioni, è stato eroso dall'aumento delle prestazioni, mantenendo stabili i flussi netti (Fig. 1). Per le Casse di previdenza private, il saldo della gestione previdenziale è cresciuto in misura modesta, per la presenza di diversi enti esposti a settori economici ancora deboli (Fig. 2).

Anche nel 2018, l'attivo si è ridotto solo per le Fondazioni di origine bancaria, in misura più marcata dell'anno precedente a causa delle svalutazioni sugli strumenti finanziari non immobilizzati (Fig.

3). Per il segmento nel suo complesso, l'avanzo è comunque rimasto positivo grazie ai dividendi delle banche e della Cdp e, come atteso, le erogazioni sono aumentate ricorrendo agli accantonamenti ai fondi per l'attività di istituto. Il mercato assicurativo, infine, è decelerato a causa dell'andamento dei prodotti contabilizzati a valore di mercato, solo in parte compensato dal rinnovato orientamento dell'offerta sui prodotti collegati alle gestioni separate, principalmente attraverso la componente multi-ramo, che sta sostenendo il comparto anche nel 2019 (Fig. 4).

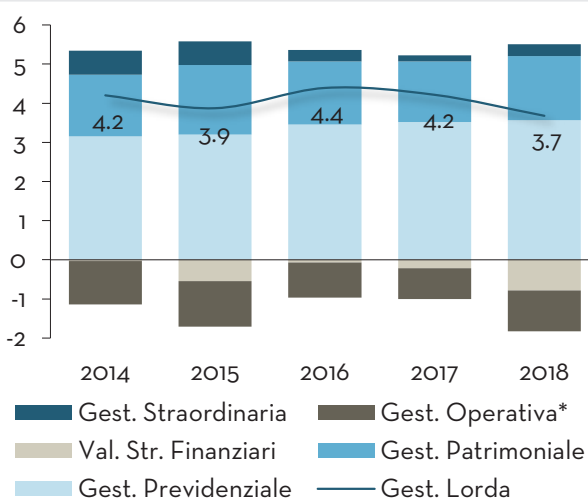
Nel 2019, il mercato istituzionale potrebbe più che recuperare le perdite del 2018, grazie al buon andamento dei mercati finanziari nel primo semestre dell'anno e nell'ipotesi che i rendimenti medi restino in linea con quelli già acquisiti. Ci sono infatti rischi intorno a questa previsione, se si dovessero consolidare attese di rallentamento economico maggiori rispetto a quelle già scontate dai mercati finanziari o la politica monetaria dovesse essere meno incisiva delle attese. La crescita rallenterà dal prossimo anno a causa di un contributo dei mercati

**Figura 1:** Raccolta netta<sup>^</sup> per forma previdenziale - miliardi di euro



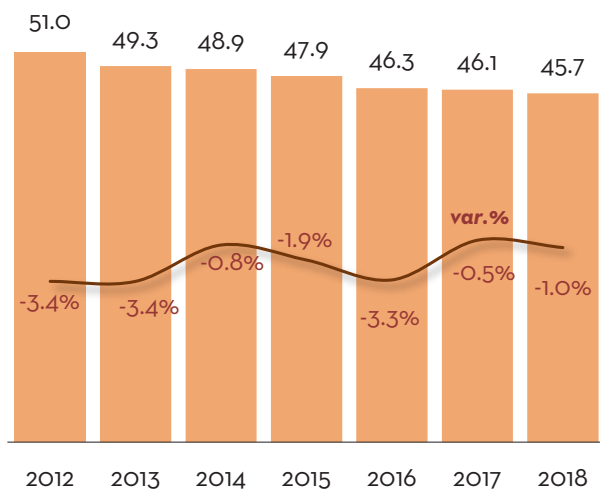
(<sup>^</sup>) per i PIP vecchi, i dati sono relativi ai contributi.  
Fonte: elaborazioni Prometeia su dati Covip.

**Figura 2:** Avanzo di gestione delle Casse di previdenza, al lordo delle imposte (dati campionari) - miliardi di euro



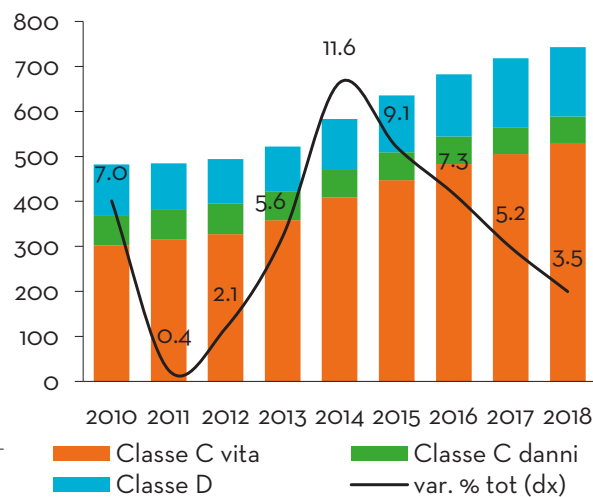
(<sup>\*</sup>) differenza tra altri ricavi e altri oneri (comprende costi amministrativi e del personale e accantonamenti ai fondi).  
Fonte: elaborazioni Prometeia sui bilanci di 17 enti.

**Figura 3:** Attivo di bilancio delle Fondazioni di origine bancaria - miliardi di euro



Fonte: elaborazioni Prometeia su dati di bilancio e ACRI.

**Figura 4:** Riserve tecniche delle compagnie di assicurazione italiane ed extra UE - miliardi di euro e variazioni percentuali



Fonte: elaborazioni Prometeia su dati Ania.

finanziari più basso rispetto al 2019, toccando un punto di minimo nel 2021 quanto è atteso il primo rialzo dei tassi, e di un ciclo economico debole. In particolare, la nostra previsione delle attività dei diversi settori istituzionali, da cui discendono le prospettive per l'offerta dei servizi di gestione, è la seguente:

- il segmento della previdenza integrativa resterà il più vivace, grazie alla crescita degli aderenti che alimentano la propria posizione e dei contributi, ma resterà rilevante il peso delle prestazioni ora che il sistema previdenziale integrativo è entrato a regime e si è ampliata la platea di iscritti che possono ricorrere ad anticipazioni e riscatti. Dopo il rimbalzo del 2019, pertanto, la crescita degli attivi dovrebbe portarsi su ritmi più bassi del passato;
- nel 2019 la crescita delle attività delle casse (a valori di mercato) dovrebbe tornare in linea con il 2017, per poi decelerare nel triennio successivo. Il saldo della gestione previdenziale potrà infatti crescere in misura modesta, data la debolezza del ciclo economico, rendendo sempre più concreta la possibilità di ulteriori

interventi su contributi e prestazioni da parte degli enti con maggiori squilibri prospettici;

- le Fondazioni bancarie potrebbero crescere nel 2019 per la prima volta dal 2010 grazie alle performance positive sugli strumenti gestiti, all'aumento dell'avanzo dovuta a proventi straordinari e a un'attenta gestione delle erogazioni. L'andamento resterà positivo nei prossimi anni, ma modesto rispetto agli altri segmenti del mercato istituzionale.

Nel 2018, la turbolenza dei mercati, insieme all'aumento dei tassi di interesse e al clima di incertezza, ha causato solo un rallentamento della ricomposizione del portafoglio degli investitori istituzionali a favore della componente gestita. Il ricorso alla gestione professionale del risparmio è infatti cresciuto, anche se a tassi inferiori rispetto al passato, dal momento che i prodotti gestiti sono diventati rilevanti in ottica di diversificazione del portafoglio. Anche nel 2019, un elemento che sta influenzando e arricchendo il processo di investimento riguarda l'adozione e l'applicazione dei principi Esg. Il tema, pur con modalità e tempi diversi, è infatti in rapida diffusione grazie anche agli

interventi europei al riguardo, con diverse Casse e Fondi pensione che si stanno organizzando sia per valutare l'esposizione attuale dei propri portafogli a investimenti Esg che per introdurli nelle asset allocation strategiche e nei mandati di gestione.

Si conferma il crescente interesse agli investimenti alternativi illiquidi, per diversificare gli attivi e sostenere la redditività ma anche per sostenere

il tessuto economico del Paese. In base a nostre simulazioni proiettando il valore dell'attivo degli investitori istituzionali italiani al 2026, il potenziale di investimento di Fondi pensione, Casse e Assicurazioni (classe C) in *private equity*, *private debt* e infrastrutture con strategie di investimento focalizzate sull'Italia potrebbe attestarsi da un minimo del 2% e un massimo del 7% degli asset a fine 2026.

## DAVIDE ALLIORI

*Direttore*

*Fondo Gomma Plastica*

Il Fondo Pensione Gomma Plastica ha recentemente celebrato i suoi primi venti anni di attività. Quali sono le vostre riflessioni e gli spunti per il prossimo futuro?

Fondo Gomma Plastica - FGP per noi che ci lavoriamo - ha sempre operato cercando un'evoluzione nella continuità, per essere affidabile nel tempo e controllando con attenzione la dinamica dei costi di struttura e di gestione. Nella situazione attuale FGP punta a migliorarsi lungo tre direttrici: maggiore diversificazione finanziaria, nuove modalità di utilizzo del Fondo e incremento dei controlli a garanzia di chi ci affida il risparmio previdenziale. Siamo consapevoli del bisogno degli iscritti di operare con il Fondo in modo più immediato e sganciato per quanto possibile da limitazioni pratiche; per questo motivo, nei prossimi mesi, verrà messa a disposizione degli iscritti la possibilità di interagire, anche in modo dispositivo, tramite una "app" sul telefono che ognuno ha con sé in ogni momento della giornata. Dal lato organizzativo il Fondo sposa convintamente l'arricchimento dell'articolazione dei presidi previsti dalla Direttiva Europea Ior p 2: una revisione del sistema dei controlli interni e la creazione di un sistema di gestione dei rischi per aumentare il grado di protezione che l'iscritto a un fondo negoziale si aspetta.

Nell'attuale scenario di mercato, caratterizzato da rendimenti negativi e una generale difficoltà di gestione per i portafogli obbligazionari, quali azioni avete intrapreso in relazione alla vostra asset allocation strategica e alla vostra architettura di mandati di gestione?

Nello spirito di sviluppo graduale e prudente che all'inizio ho citato, nel 2019 il Consiglio di Amministrazione del Fondo ha messo in cantiere, e in buona parte già realizzato, una revisione dell'allocazione degli investimenti delle due linee non garantite (Bilanciato e Dinamico), diversificando ulteriormente sia i mercati di riferimento che la gestione valutaria. Sono state introdotte in modo contenuto nuove asset class obbligazionarie, emerging market e high yield, nonché ridotto il peso dei titoli governativi. Nella parte azionaria è stata individuata una quota strutturale a cambi aperti e prevista una percentuale ridotta ma comunque significativa in aziende italiane.

Dal punto di vista della costruzione dei comparti il patrimonio è stato ripartito, per ciascuna delle due linee, in modo dimensionalmente più equilibrato rispetto al recente passato (6 gestori con uguali masse iniziali nel Bilanciato e 2 nel più piccolo Dinamico). La ricerca dei gestori si è svolta anche cercando stili complementari: nel Bilanciato (che pesa più di 1,1 miliardi su 1,4 totali) tra i tre mandati obbligazionari - che si affiancano a tre multiasset - è stato selezionato un mandato total return che possa gestire dinamicamente il rischio di tasso d'interesse.

**Il Fondo Pensione Gomma Plastica è stato tra i fondi pensione promotore del progetto "Iride", un'iniziativa congiunta con altri quattro fondi pensione negoziali per selezionare un mandato in private equity. Cosa ci puoi raccontare di questo progetto ambizioso?**

Il mondo dei private assets presenta delle sfide importanti per organizzazioni come i Fondi negoziali: differenti competenze necessarie rispetto ai mercati tradizionalmente frequentati, soglie di ingresso significative, il tema dell'illiquidità.

Quando i Consigli dei Fondi hanno maturato la consapevolezza dei vantaggi possibili - ulteriore diversificazione e accesso a mercati come le Pmi italiane non diversamente raggiungibili - è iniziato un percorso di approfondimento comune a partire dalla vicinanza di cultura e storia di Fondi che operano in settori prossimi tra loro.

Nello svolgimento di questo percorso ci si è resi conto di una serie di consonanze che hanno portato a individuare un'impostazione adeguata per tutti: la forma della convenzione di gestione tramite un Gefia (maggior numero di imprese target e forma contrattuale conosciuta), la scelta di investire in imprese già operanti con obiettivi di sviluppo, un orizzonte temporale degli investimenti compatibile con le proiezioni nei prossimi anni dei saldi della gestione previdenziale. A ciò si aggiunge la circostanza che il cumulo degli impegni dei fondi poteva risultare appetibile per i gestori al di là dell'incidenza contenuta nel patrimonio di ciascuno. Tutto ciò e l'impegno virtuoso di tutti gli attori hanno portato alla fase di set-up della convenzione in modo molto promettente per il seguito.

**Il Fondo pensione sta ampliando la propria offerta previdenziale consentendo agli iscritti di posizionarsi su più comparti: quali sono le finalità dell'operazione e le opportunità per gli aderenti**

Per molti Fondi negoziali sussiste una difficoltà: gli iscritti scelgono in modo preponderante comparti incoerenti con la propria età anagrafica, spesso con profili di rischio troppo prudenti, e inoltre sono molto restii a modificare le scelte passate, anche quando le condizioni - età e

permanenza attesa - cambiano radicalmente.

Abbiamo avuto quindi l'idea di arricchire le opzioni di investimento, senza introdurre nuovi comparti: con un progetto che sarà operativo nei prossimi mesi consentiremo di attribuire masse e contributi futuri, oltre che ai tre comparti esistenti, a due nuovi profili composti al 50% dal comparto intermedio (Bilanciato) e per la parte restante da uno dei due comparti "estremi" (Conservativo con garanzia e Dinamico). Queste due nuove combinazioni si collocano in posizione intermedia in un diagramma rischio/rendimento tra i comparti originali e consentiranno agli iscritti di modificare la propria impostazione in modo più graduale e meno traumatico.

Siamo ben consapevoli che questa innovazione non è sufficiente per motivare gli iscritti a un miglior posizionamento; d'altra parte, avendo a disposizione una più vasta cassetta degli attrezzi, FGP esaminerà e potrà adottare varie iniziative, di comunicazione, informazione o gestionali, per accompagnare gli iscritti nel proprio ciclo di vita del risparmio.

# TITOLI DI STATO EUROPEI: CHE COSA C'È OLTRE IL BETA DI MERCATO?

**Andrew Farrell**

Institutional Portfolio Manager, Investment Grade Team - BlueBay Asset Management

**Francesco Girino**

CFA, Director Central & Southern Europe - BlueBay Asset Management



**D**opo una corsa spettacolare, ai detentori di titoli di Stato europei non resta che chiedersi... “che cosa ci aspetta ora?”. Benché difficilmente il beta di mercato potrà produrre molto altro, continueranno ad esserci opportunità e aree di valore, che permetteranno alle strategie attive di sfruttare le dinamiche di mercato e un contesto politico in costante evoluzione

I mercati europei stanno rinviando di continuo la data prevista per l'aumento dei tassi d'interesse. L'ultimo taglio del tasso sui depositi di -0,50%, deciso dalla Banca Centrale Europea (Bce), è stato accompagnato dal cosiddetto “tiering sui depositi” per alleviare quella che è di fatto una tassa sulle riserve bancarie. Inoltre, il presidente Mario Draghi ha annunciato una nuova operazione di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO III) e riavviato il *quantitative easing*.

Pur ritenendo che curve più piatte e spread sovrani più contenuti potranno generare ulteriore valore, tendiamo a credere che il recente taglio dei tassi sarà l'ultimo del ciclo, dopo che Draghi ha più volte menzionato gli effetti collaterali dei tassi negativi e dichiarato che la politica fiscale dovrebbe rappresentare lo strumento d'azione principale.

Qual è, dunque, lo scenario in cui ci troviamo oggi ad operare come investitori obbligazionari?

Quest'anno la performance degli indici dei titoli di Stato europei è stata spettacolare, segnando a fine agosto rendimenti a due cifre grazie alla diminuzione di spread e tassi. Tuttavia, la matematica delle obbligazioni è piuttosto semplice: osservando il rendimento effettivo dello 0% dell'indice dei titoli di Stato europei di BoA ML e con una duration vicina ai massimi storici, i rischi impliciti nel beta di mercato sono significativi. Ancor più se avremo ragione nel sostenere che è stato raggiunto il punto più basso del livello di tassi d'interesse.

### Dal beta all'alpha

Anche se potrebbero passare alcuni anni prima di veder crescere i tassi d'interesse, prevediamo che

gli attuali livelli di rendimento del beta di mercato saranno difficili da mantenere, trasformando così l'alpha (ossia la gestione attiva) in una componente rilevante della performance.

Per ottenere alpha è necessaria flessibilità negli investimenti rispetto al benchmark, insieme a una buona comprensione delle politiche economiche e dei contesti politici. Crediamo in un approccio rigoroso alla ricerca qualitativa proprietaria, utilizzando un ampio ventaglio di strumenti (inclusi contatti con personalità influenti del mondo politico-economico) per approfondire i temi macroeconomici e per cogliere opportunità laddove il “comune sentire” non aiuta. Adottando questo approccio siamo convinti che si possa ancora riuscire a trovare valore nei mercati dei titoli di Stato europei.

### Italia

Anche se la politica italiana non è mai lontana dai riflettori, la nuova compagine governativa formata dal Movimento 5 Stelle e dal Partito Democratico sta ottenendo da Bruxelles una “pagella” più benevola, che ha fatto scendere gli spread dei titoli italiani a circa 140 punti base. Tuttavia, considerato il vantaggio elettorale della Lega nelle intenzioni di voto, prevediamo che non sia stata ancora raggiunta una stabilità politica.

Prevediamo un'ulteriore riduzione degli spread dei titoli di Stato italiani. Un eventuale ampliamento dello spread offrirebbe l'opportunità di valutare un aumento dell'esposizione.

### Grecia

Nonostante la buona performance, a nostro parere la Grecia vince ancora il confronto con altri Paesi, offrendo uno spread quasi triplo rispetto, ad esempio, a quello del Portogallo. Un atteggiamento collaborativo verso Bruxelles, un solido avanzo delle partite correnti e un pacchetto di riforme per rilanciare la crescita e gli investimenti dovrebbero migliorare ancora il rating fino alla possibile ammissione, a nostro avviso, negli indici Investment

Grade. Questa promozione aumenterebbe la domanda di titoli greci da parte di una platea più vasta di investitori, compresa la partecipazione al programma di *quantitative easing* della BCE, riducendo in modo netto gli spread.

### Regno Unito

Visto lo stop legislativo a una “no-deal Brexit” recentemente approvato dal Parlamento inglese, riteniamo che la scadenza della definizione dell'accordo con l'Unione Europea verrà estesa a fine 2019, con la possibilità di elezioni politiche a dicembre dall'esito davvero troppo incerto per poter essere pronosticato. A nostro avviso il Regno Unito sta procedendo verso un allentamento della politica fiscale, rendendo meno probabile una diminuzione dei tassi d'interesse.

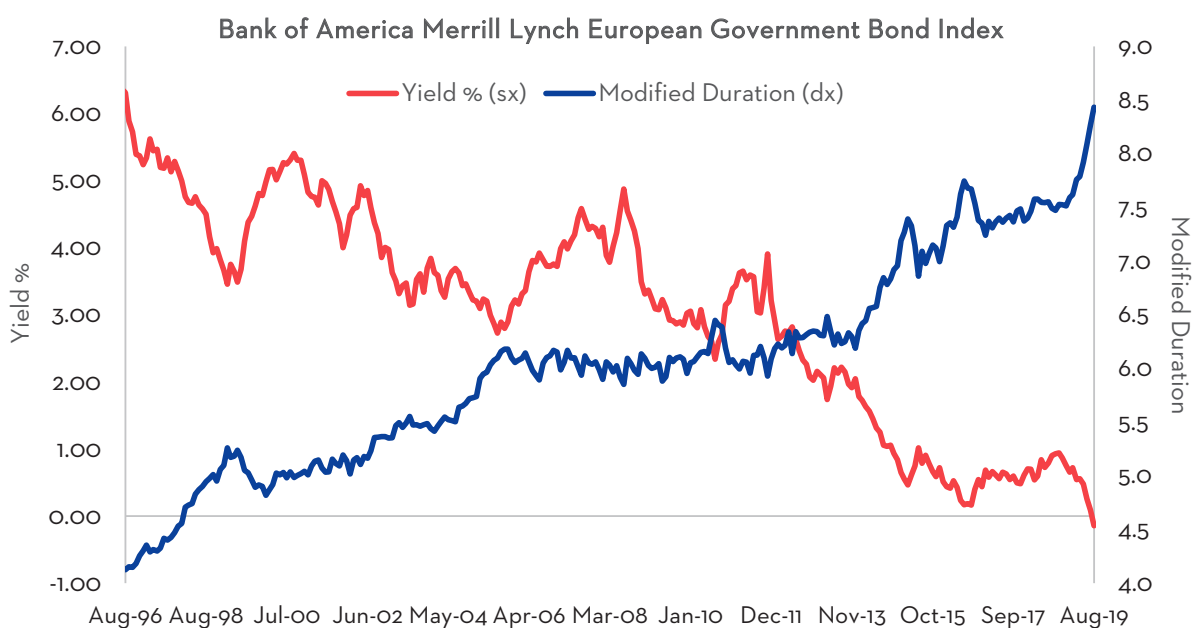
In caso di nascita di un governo laburista pensiamo che una politica di bilancio decisamente progressiva potrebbe portare a un forte rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato inglesi. Un cambio di rotta sulla Brexit potrebbe inoltre stimolare la crescita e portare a

rialzi dei tassi nel corso del 2020. In questo scenario, secondo noi, per i rendimenti dei titoli decennali prevarrebbe un orientamento nettamente rialzista, con tassi in aumento e conseguenti deprezzamenti in conto capitale.

### Oltre l'Europa

Oltre a offrire spunti utili ad orientarsi, il mercato statunitense può essere considerato un ottimo punto di osservazione anche per i gestori europei. Un gestore attivo, infatti, che vuole prendere posizione sulla curva dei tassi può essere più interessato ad usare la curva Usa anziché quella europea quando la correlazione fra le due è elevata e c'è più asimmetria, e dunque più opportunità sul mercato americano anziché nell'area Euro. La correlazione storica fra i rendimenti dei Bund tedeschi e dei Treasury Usa si colloca a quota 0,75. Potrebbe quindi essere talvolta prudente esporsi, anziché alla curva dei Bund, a quella americana, dove la direzione di viaggio dei tassi sembra essere più asimmetrica.

**Figura 1:** Evoluzione di rendimenti e duration dei titoli governativi europei



Fonte: Bloomberg, agosto 2019.

## Conclusioni

Crediamo che i tassi europei abbiano raggiunto i minimi e che l'allentamento fiscale sia destinato a giocare un ruolo sempre più importante nel tentativo di favorire la crescita. Benché un aumento dei tassi sia improbabile nel prossimo futuro, siamo dell'idea che la maggior parte dei rendimenti del beta di mercato si siano ormai esauriti. In prospettiva, riteniamo che i gestori dotati di una solida conoscenza delle politiche economiche e dei contesti politici e con un comprovato track record di generazione di alpha saranno determinanti nel generare performance e differenziarsi dagli altri.

Infine, qualche altro spunto di riflessione.

Negli ultimi anni, molti investitori hanno pensato che i prodotti a rendimento assoluto si sarebbero rivelati più vantaggiosi rispetto ai fondi direzionali, per via dell'assenza di beta implicito. Tuttavia,

data la portata degli stimoli monetari nel corso degli anni, in pochissimi hanno saputo prevedere livelli di crescita e inflazione modesti per un orizzonte temporale così prolungato. Il risultato è stato un'attrazione gravitazionale esercitata sui rendimenti obbligazionari europei, scesi a livelli sempre più bassi in un contesto di tassi negativi.

Forse, tuttavia, i rendimenti degli indici nel corso del 2019 stanno annunciando la formazione di una "supernova", con la possibilità che le politiche fiscali diventino trainanti. Riteniamo infatti importante che la Bce sia consapevole del potenziale impatto del cosiddetto *reversal interest rate*, ossia il tasso al quale la politica monetaria espansiva inverte gli effetti previsti e si fa invece restrittiva. I tempi potrebbero dunque essere maturi per guardare in modo più attento a strategie obbligazionarie attive prive di esposizione implicita al beta di mercato e alla duration.

## DISCLAIMER

Publicato nel Regno Unito da BlueBay Asset Management LLP (BlueBay), che è autorizzata e regolamentata dall'Autorità di vigilanza finanziaria del Regno Unito (FCA). BlueBay è anche registrata presso la Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti (SEC) ed è membro della National Futures Association (NFA) autorizzato dalla Commodity Futures Trading Commission statunitense (CFTC). La pubblicazione può essere effettuata: negli Stati Uniti da BlueBay Asset Management USA LLC, che è registrata presso la SEC e la NFA; in Giappone da BlueBay Asset Management International Limited, che è registrata presso il Kanto Local Finance Bureau of Ministry of Finance (Giappone); in Svizzera da BlueBay Asset Management AG, il cui Rappresentante e Agente per i pagamenti è BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, 8002 Zurigo (Svizzera). In Germania BlueBay opera con un passaporto di filiale ai sensi della Direttiva sui Gestori di fondi d'investimento alternativi (Direttiva 2011/61/UE).

Le registrazioni e adesioni effettuate non devono intendersi quale approvazione o autorizzazione di una delle entità BlueBay identificate dalle rispettive autorità preposte al rilascio delle licenze o alla registrazione. Le informazioni qui contenute sono ritenute affidabili ma BlueBay non ne garantisce la completezza o l'accuratezza.

Opinioni e stime derivano da una nostra valutazione e sono soggette a modifica senza preavviso. È fatto divieto di riprodurre ogni parte del presente documento con qualsiasi mezzo senza la previa autorizzazione scritta di BlueBay. ® Marchio registrato di Royal Bank of Canada. RBC Global Asset Management è un marchio di Royal Bank of Canada.

Copyright 2019 © BlueBay Asset Management LLP, con sede legale all'indirizzo 77 Grosvenor Street, London W1K 3JR (Inghilterra), società in nome collettivo registrata in Inghilterra e Galles con il numero OC370085.

Il termine partner si riferisce a un membro della LLP o a un dipendente BlueBay con una posizione equivalente. Informazioni dettagliate sul Gruppo BlueBay e ulteriori termini importanti ai quali è soggetto il presente messaggio sono consultabili sul sito [www.bluebay.com](http://www.bluebay.com). Tutti i diritti riservati.

**L'ECONOMIA  
MONDIALE VERSO  
UNA FASE DI  
VULNERABILITÀ. FINIRÀ  
CON UNA RECESSIONE  
O UNA RIPRESA?**

**Joachim Fels, MD**

Consulente economico globale - PIMCO

**Andrew Balls**

MD, CIO Global Fixed Income - PIMCO

Il nostro scenario di base prevede che il periodo di vulnerabilità a bassa crescita dei prossimi trimestri sfocerà in una moderata ripresa della crescita statunitense e mondiale nel corso del 2020 come conseguenza di politiche fiscali favorevoli e di un ulteriore allentamento monetario sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti. Tuttavia, considerato il contesto di elevata incertezza politica e di possibili svolte estreme (siano esse positive siano negative), il nostro scenario di base ci convince meno del solito. A nostro parere sono due i principali fattori in grado di smentirlo.

Il primo, in grado di produrre una svolta in un senso o nell'altro, è la politica commerciale. Da un lato, un'ulteriore escalation della guerra commerciale potrebbe trascinare con facilità in recessione un'economia globale già rallentata. Dall'altro, un accordo commerciale esaustivo tra Stati Uniti e Cina, che rimuova una parte considerevole degli aumenti dei dazi già imposti e di quelli prospettati, potrebbe tradursi in una riaccelerazione sincronizzata della crescita globale nel 2020. Pur contemplando la possibilità di un accordo commerciale circoscritto, il nostro scenario di base prevede il persistere delle tensioni tra Washington e Pechino in uno stato di lenta ebollizione anziché una distensione duratura.

Le politiche monetarie e fiscali sono il secondo fattore che potrebbe spingere l'economia e i mercati verso scenari estremi, positivi o negativi. In linea di massima, crediamo che la Fed, dopo i due tagli dei tassi di giugno e settembre, potrebbe operare ulteriori allentamenti nei trimestri a venire, invertendo così di nuovo la curva dei rendimenti dei titoli di Stato americani e riducendo i rischi di recessione. Sussiste tuttavia il rischio che la Fed disattenda le aspettative dei mercati. Ciò potrebbe provocare una significativa correzione degli attivi rischiosi e un inasprimento delle condizioni finanziarie. Al contrario, il principale elemento che potrebbe imprimere slancio alla crescita economica, oltre a un accordo commerciale completo ed esaustivo, è una politica fiscale più espansiva nelle economie principali.

## IMPLICAZIONI PER GLI INVESTIMENTI

### RISCHIO DI TASSO

Per quanto riguarda il rischio di tasso, alla luce del nostro scenario di riferimento il livello dei rendimenti continua a sembrare troppo basso. Ciò detto, e a prescindere dal recente ritracciamento, in caso di aumento del rischio di recessione potrebbe continuare la richiesta di titoli governativi, probabilmente insensibile ai livelli di rendimento. I titoli di Stato americani sembrano essere ancora la migliore fonte di rischio di tasso solido, a copertura degli attivi rischiosi in portafoglio. In generale, prevediamo di mantenere un posizionamento piuttosto prossimo alla neutralità sulla duration nelle nostre strategie d'investimento, in funzione delle altre posizioni in portafoglio. In modo analogo, pur scorgendo una gamma di opportunità di valore relativo, non nutriamo alcuna forte convinzione top-down per il posizionamento sulla curva.

### CREDITO

Confermiamo l'orientamento prudente sul rischio di credito societario in ragione sia delle valutazioni elevate in un momento di rischio di recessione superiore alla media sia dei nostri timori in merito alla struttura del mercato del credito. Monitoriamo con attenzione l'aumento delle emissioni di obbligazioni corporate e l'esposizione degli investitori al settore del credito insieme alla riduzione dei bilanci di negoziazione degli intermediari finanziari. Prediligiamo i titoli di società resilienti (a breve scadenza e a basso rischio d'insolvenza) e puntiamo a implementare le idee più convincenti formulate dal nostro team globale di gestori e analisti del credito. Ci asterremo tuttavia dall'assumere esposizioni al mercato generale delle obbligazioni corporate a valutazioni onerose. Siamo convinti che i titoli strutturati, in particolare i titoli garantiti da ipoteca non-agency statunitensi e altri residential mortgage-backed securities (RMBS), offrano valutazioni relativamente interessanti e rappresentino una fonte più difensiva di rischio di credito, oltre che un settore poco affollato.

**MBS AGENCY E TIPS**

Crediamo che, dopo la deludente performance registrata ultimamente, i mortgage-backed securities di enti governativi (MBS agency) statunitensi offriranno valutazioni e rendimenti ragionevoli, e prevediamo di sovrappesare tali titoli. A nostro avviso anche i TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) statunitensi potrebbero offrire valore, sempre in considerazione della recente sottoperformance, specie a fronte della nostra previsione di costante aumento dell'inflazione

di fondo statunitense e di una Fed al momento più preoccupata per i rischi di contrazione economica e di ribasso dei mercati che per il rischio di inflazione.

**MERCATI EMERGENTI**

Optiamo per modesti sovrappesi sulle valute dei mercati emergenti, calibrando con attenzione le posizioni in base a valutazioni e rendimento. Ci aspettiamo inoltre di individuare opportunità selettive nei mercati emergenti in valuta locale ed estera.

# POLITICA DI BILANCIO AL VARO IN ACQUE PIÙ CALME

**Lucia Cossaro**  
Prometeia Associazione

**D**opo il cambio di governo, il nuovo ciclo di bilancio si è avviato in acque relativamente calme. Certamente più di quelle in cui erano stati formulati i programmi del governo precedente, agitate dalle ripetute trattative con la Commissione europea per evitare l'avvio di una procedura per disavanzi eccessivi. Trattative che, insieme ai ricorrenti dubbi sull'adesione alla moneta unica, hanno causato non poche turbolenze sui mercati finanziari nell'ultimo anno e mezzo. Non occorre ricordare che lo spread dei nostri titoli pubblici è stato in media 260pb tra giugno 2018 e maggio 2019, più alto di 130pb rispetto all'inizio del 2018, doppio rispetto allo spread di Spagna e Portogallo.

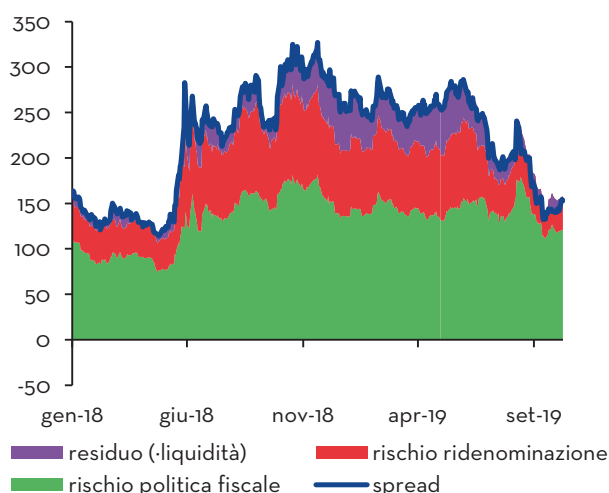
Con l'atteggiamento più prudente del nuovo esecutivo, sia rispetto alle politiche economiche da mettere in atto, sia rispetto ai rapporti con l'Europa, si è rapidamente ridimensionata la percezione del rischio paese. Contemporaneamente la politica monetaria si è fatta più accomodante, con le nuove misure espansive adottate dalla Bce. Come risultato,

la differenza tra il rendimento dei titoli governativi italiani e tedeschi a dieci anni si è dimezzata, il tasso medio all'emissione ha raggiunto un minimo storico (Figg. 1 e 2), lo scenario prospettico non incorpora rialzi significativi.

Un contesto, dunque, più favorevole. Le condizioni di finanziamento contano moltissimo per i nostri conti, ed è un fatto noto. Si spendono oltre 60 miliardi di euro ogni anno per gli interessi sul debito pubblico, una spesa quasi doppia rispetto a quella per investimenti pubblici e quasi del tutto improduttiva (non solo perché va per oltre il 20% in tasche estere). Ogni punto di tasso vale molto su questa spesa: 0.12pp di Pil il primo anno, 0.51 il quarto anno secondo le stime del Mef. Altro dato noto è, infatti, che sui titoli di Stato emessi tra giugno 2018 e agosto 2019 il maggiore spread è costato parecchio, finora 4.6 miliardi di euro, e arriverà a cumulare oltre 20 miliardi nel totale della vita dei titoli, di cui 8 nei prossimi quattro anni.

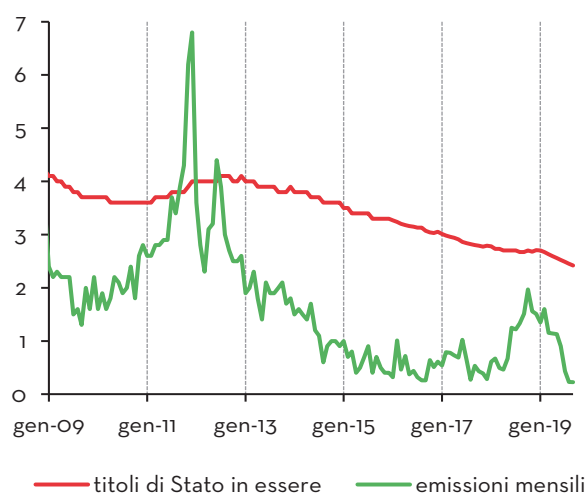
Le diverse prospettive sui tassi di interesse che si

**Figura 1:** Scomposizione dello spread BTP-Bund a 10 anni\* (punti base)



Fonte: elaborazione Prometeia su dati Refinitiv.  
\* Fattori di rischio calcolati come differenziale tra i CDS di Italia e Germania (ISDA2003 per "rischio politica fiscale" e ISDA2014-ISDA2003 per "rischio ridenominazione").

**Figura 2:** Emissioni di titoli di stato: rendimento medio all'emissione e costo medio dei titoli in circolazione (% , ultimo dato settembre 2019)



Fonte: elaborazione Prometeia su dati Banca d'Italia.



sono evidenziate nell'ultimo mese hanno, pertanto, risvolti importanti sulla programmazione di finanza pubblica, risvolti messi nero su bianco nella Nota di aggiornamento del Def (Nadef) licenziata il 30 settembre. Nella Nota, il nuovo governo ha aggiornato obiettivi e previsioni per il periodo 2020-2022, tracciando il quadro generale di dove si muoverà la prossima legge di bilancio. Un quadro cauto, in cui la revisione più corposa è proprio il miglioramento dei conti pubblici tendenziali.

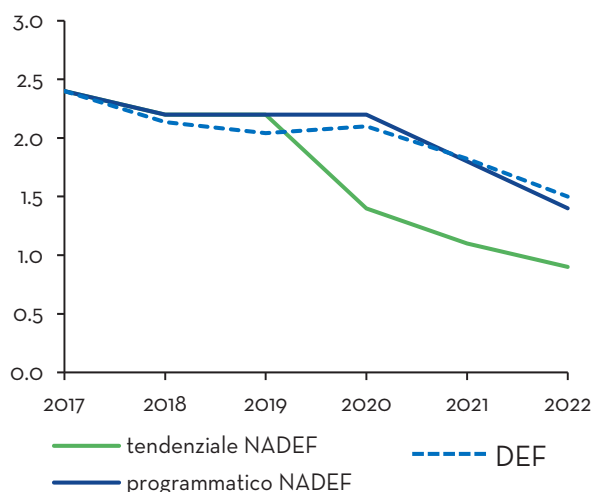
Va meglio il 2019, non solo per minori interessi ma anche per le voci primarie del bilancio, come già anticipato a luglio quando, nel disegno di legge di assestamento, il governo certificava maggiori entrate per 6 miliardi e minori spese per 1,5, evitando la procedura per disavanzi eccessivi. Ma, più importante, scende il disavanzo atteso nel periodo programmatico. A legislazione vigente, vale a dire in assenza di nuovi interventi, il rapporto disavanzo/Pil è previsto all'1.4% nel 2020 e sotto l'1% nel 2022, migliore in media di 0.7pp rispetto alle stime fatte in aprile, e incluse nel Def, e migliore anche degli obiettivi decisi allora (Fig. 3). Una revisione notevole, soprattutto considerando che nel contempo il quadro macroeconomico,

internazionale soprattutto, è peggiorato. Nel 2020, più di metà di questa revisione deriva dalla minore spesa per interessi passivi, negli anni successivi praticamente la totalità (Fig. 4).

Non sono, invece, sostanzialmente cambiati gli obiettivi: 2.2% il disavanzo/Pil nel 2020 (era 2.1% nel Def) e 1.4% nel 2020 (1.5% nel Def). Dunque, il miglioramento tendenziale non sarà utilizzato per ridurre più rapidamente il disavanzo quanto piuttosto per alleggerire la manovra, rendendo più agevole la sostituzione della clausola di aumento dell'IVA che è in legislazione per 23.1 miliardi di euro nel 2020, 1.3pp di Pil. Al netto di questo aumento, il disavanzo/Pil previsto per il 2020 è al 2.7%; portarlo all'obiettivo del 2.2% implica una manovra netta di soli 0.5pp di Pil.

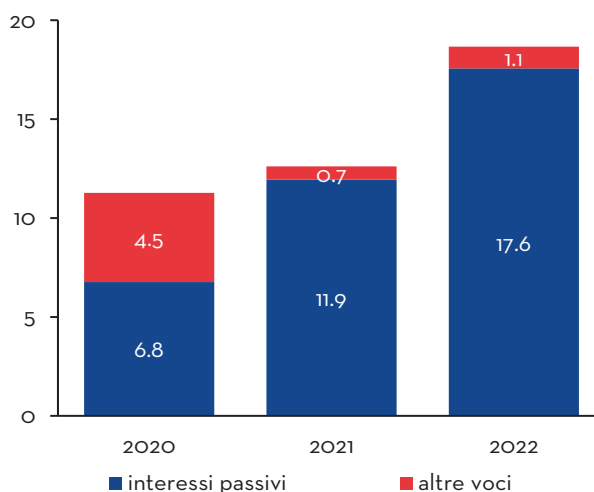
L'intonazione della politica di bilancio è dunque meno restrittiva di quella programmata in precedenza, e questa non è una novità. Rimandare agli anni successivi l'aggiustamento dei conti, rallentandone l'intensità, è prassi consolidata, così come la richiesta di flessibilità rispetto alle regole europee. Queste, si ricorda, ci chiederebbero di ridurre il disavanzo strutturale di 0.6pp ogni

**Figura 3:** Disavanzo/Pil tendenziale e obiettivo (%)



Fonte: elaborazione Prometeia su dati Mef.

**Figura 4:** Riduzione del disavanzo tendenziale, contributo della spesa per interessi e delle altre voci (miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Prometeia su dati Mef.

anno per arrivare a un surplus dello 0.5% del Pil, che sarebbe il nostro Obiettivo di Medio Termine (OMT); un obiettivo più ambizioso rispetto a quello di altri paesi, su cui non incombe il peso di un debito pubblico al 135% del PIL. Il quadro presentato nella Nota indica per il 2020 un peggioramento strutturale di 0.1pp di Pil e, quindi, la flessibilità richiesta rispetto alla regola sarebbe di 0.7pp. Una flessibilità che è stata discussa con l'Ue e che sembra possa essere concessa.

Non è nuovo nemmeno l'annuncio di riforme coordinate per rilanciare produttività e crescita, che nella Nota vengono declinate in piani di investimento attenti a innovazione, sostenibilità ambientale, transizione tecnologica, inserendosi nel percorso auspicato del Green New Deal europeo, finanziato anche con risorse comuni e lo sviluppo di appositi strumenti finanziari.

La Nedef presenta solo il quadro di riferimento della manovra che dovrà combinare queste previsioni e obiettivi. Il 15 ottobre sarà inviato alle autorità europee il Documento Programmatico di Bilancio (DPB) con indicazioni più definite degli interventi previsti. Il Disegno di legge di bilancio che li dettaglierà dovrà essere approvato entro fine anno, dopo i vari passaggi parlamentari che, come noto, potranno modificarne il contenuto anche in misura non irrilevante. Un decreto fiscale allegato, con le misure di recupero di gettito, potrebbe essere presentato contestualmente al DPB.

Nel quadro generale, per il 2020 c'è la disattivazione totale delle clausole di aumento dell'Iva, il finanziamento di spese necessarie (le cosiddette politiche invariate) per circa un decimo di punto di Pil e il rinnovo di alcune politiche in scadenza (fra cui gli incentivi Industria 4.0). Inoltre, la Nota annuncia ulteriori misure mirate a stimolare la crescita: riduzione del cuneo fiscale sul lavoro; rilancio degli investimenti pubblici; aumento delle risorse per istruzione e ricerca scientifica e tecnologica; sostegno e rafforzamento del sistema sanitario universale. Poche le cifre associate ai nuovi interventi: almeno 1 miliardo di nuovi investimenti nel 2020 e riduzione del cuneo fiscale per 0.15pp di

PIL nel 2020, in aumento a 0.3pp nel 2021 (circa 3 e 6 miliardi rispettivamente).

Le risorse a copertura di questi interventi sono valutate in 0.8pp di Pil nel 2020, circa 14 miliardi di euro, e derivano prevalentemente da maggiori entrate: la metà da interventi di contrasto all'evasione fiscale (0.4pp di Pil); 0.1pp dalla revisione delle spese fiscali, dei sussidi dannosi per l'ambiente e nuove imposte ambientali; 0.1pp da altre misure fiscali. Sul versante della spesa sono indicate misure di efficientamento per 0.1pp.

Gli aumenti di Iva sono quindi sostituiti da altre entrate e prevalentemente da lotta all'evasione. I piani non sono ancora noti. Tra le informazioni circolate rientrano il contrasto delle compensazioni indebite e un migliore incrocio delle banche dati già in possesso dell'amministrazione finanziaria per controlli mirati, la lotteria degli scontrini e incentivi per pagamenti tracciati con carte elettroniche. Gli spazi per recuperare dall'evasione i circa 7.3 miliardi inseriti nella Nedef ci sono, considerando i quasi 100 miliardi di mancate entrate tributarie stimate ogni anno dai rapporti stilati per il Mef dalla commissione Giovannini e gli strumenti resi disponibili dalle tecnologie informatiche. Oltre alla determinazione politica che queste misure richiedono, resta però il dubbio sulla possibilità di inserire tali introiti come copertura strutturale delle spese già in legislazione, posto che in linea di principio esse dovrebbero essere destinate a minore disavanzo solo una volta realizzati gli introiti, avendo un grado di incertezza abbastanza elevato. Un dubbio che potrebbe complicare il dialogo con le autorità europee per l'approvazione del piano di bilancio.

Per gli anni successivi al 2020 non ci sono dettagli su misure aggiuntive. Il confronto dei quadri macroeconomici programmatico e tendenziale, insieme agli annunci, sembrano però implicare che vi saranno interventi sull'Iva. Il deflatore dei consumi, e del Pil, mostrano un'accelerazione nel 2021, suggerendo che una rimodulazione delle aliquote Iva per alcuni beni potrebbe essere nei programmi. Il confronto è in corso, ma sarà ufficiale

solo con la presentazione del disegno di legge di bilancio.

Lo scenario della previsione che avevamo formulato a settembre, prima dell'uscita della NadeF, è coerente con quello appena descritto, sia nei tendenziali sia negli obiettivi. Avevamo adottato l'ipotesi che data l'attenzione sempre alta sui nostri conti non ci si potesse allontanare troppo da un disavanzo effettivo del 2%. Allo stesso modo, si ipotizzavano misure che agissero soprattutto sulle entrate, reperendo le risorse là dove ci sono (agevolazioni ed evasione, che sono ambiti di importanti perdite di gettito) e redistribuendo parte di tali risorse riducendo il cuneo fiscale delle famiglie a basso reddito. Nuovi interventi che avrebbero effetti redistributivi favorevoli, poiché gli sgravi sono concentrati su famiglie ad alta propensione al consumo a differenza delle misure di aumento di gettito. In questo modo la stance fiscale nel 2020 risulterebbe ancora leggermente espansiva, sostenuta dall'andata a regime degli effetti delle misure di supporto già legiferate a fine 2018, rilancio degli investimenti e Reddito di Cittadinanza in primis. Per quest'ultimo, nei dati Inps si riscontra, infatti, un'adesione che, seppure più lentamente di quanto inizialmente previsto, raggiungerebbe la platea ipotizzata. A fine agosto erano circa 1 milione le domande già accettate a fronte di 1.2 milioni a fine anno secondo le stime

della relazione tecnica al decreto; i trasferimenti complessivi potrebbero così aumentare dai circa 3 miliardi che stimiamo nel 2019 a 6 miliardi nel 2020.

Quando saranno noti i contenuti in dettaglio della manovra sarà possibile farne una valutazione più approfondita. Al momento vi sono alcuni fattori di rischio che si possono segnalare, e che sono condivisi nelle analisi presentate durante le audizioni parlamentari (tra cui quelle di Banca d'Italia e Ufficio Parlamentare di Bilancio). I principali sono l'entità degli incassi dall'evasione, già richiamata sopra, e gli effetti che avrebbe uno scenario macroeconomico peggiore. A questi si aggiunge il fatto che la riduzione del disavanzo è affidata alla riduzione della spesa per interessi passivi. Questa, a sua volta, dipende dallo spread e dunque dalla fiducia degli investitori rispetto alla conduzione della finanza pubblica; una fiducia, che se pure migliorata, paga ancora un differenziale notevole rispetto agli altri paesi periferici, a segnalare che sono necessarie altre mosse per poterla rafforzare (ovvero molta attenzione per non causarne un nuovo deterioramento). Del resto, pur in un quadro favorevole, le previsioni del rapporto debito/Pil non includono riduzioni significative. Dal 135.7% previsto nell'anno in corso, scenderebbe solo al 135.2% nel 2020 per attestarsi ancora sopra al 131% nel 2022.

# LA CONGIUNTURA DEI MERCATI FINANZIARI NEL III-19

**Francesco Amoroso**

Senior Economist - Prometeia

**Ugo Speculato**

Specialist - Prometeia

## La congiuntura economica e le prospettive

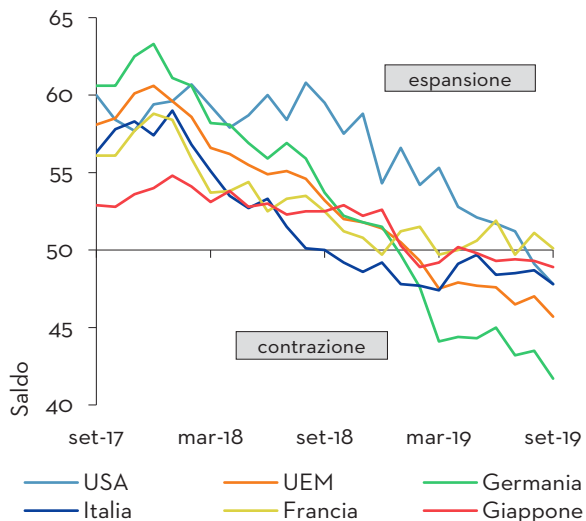
Il contesto macroeconomico è caratterizzato dal permanere di tensioni sul fronte commerciale e da un clima di incertezza che stanno continuando a frenare gli scambi internazionali di merci, in progressivo rallentamento dal III-18, periodo in cui è iniziato l'aumento delle tariffe Usa sui prodotti cinesi.

Nei mesi primaverili la variazione annuale delle importazioni mondiali di merci, in termini reali, è divenuta negativa (-1.3% a luglio) con un importante contributo da parte dei paesi emergenti. **Nei mesi estivi gli indici qualitativi non hanno dato segnali di miglioramento per lo scenario internazionale**, con gli indici Pmi del settore manifatturiero sempre più deboli e a settembre sotto la soglia di 50 anche per gli Usa.

Nell'Uem il rallentamento della crescita economica è stato in linea con le attese, almeno per quanto riguarda il dato aggregato e qualche paese. Tuttavia, **pesa la debolezza della Germania** che, a causa della maggiore apertura agli scambi commerciali, sta soffrendo più di altri gli effetti del deterioramento del commercio mondiale su esportazioni e investimenti. Qualche elemento positivo emerge per l'economia italiana che, nonostante la stagnazione, nel primo semestre ha visto un andamento delle esportazioni secondo solo a quelle francesi e guidate dai mercati extra-Ue.

Le previsioni contenute del Rapporto di Previsione di settembre 2019 incorporano, rispetto allo scenario dello scorso luglio, una marginale revisione al ribasso della crescita del PIL mondiale, guidata essenzialmente dalla minore crescita nei paesi emergenti (Cina esclusa). C'è stata invece una marcata revisione al ribasso della crescita del commercio mondiale, con tassi di crescita in media poco sotto l'1% nel biennio 2019-20. **Le previsioni di crescita di Usa e Uem includono un importante supporto della politica di bilancio, oltre che di quella monetaria**, che dovrebbe compensare gli effetti del deterioramento congiunturale e del calo del commercio.

Figura 1: Indici PMI del settore manifatturiero\*



Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia; dati all'11/10/19.  
\* Un valore del PMI uguale a 50 indica prospettive stabili rispetto al mese precedente.

## I mercati finanziari

**A partire dai mesi estivi la politica monetaria è ritornata ad essere ancora di salvataggio.** Sia la Federal Reserve che la Banca Centrale Europea, infatti, sono intervenute con l'annuncio di nuove misure espansive, molte delle quali attese dai mercati nei mesi precedenti.

**Negli Usa** i dati macroeconomici sono ancora solidi, sebbene in flessione, e quindi **l'orientamento espansivo della politica monetaria vuole evitare una brusca frenata dell'economia** in un contesto di rischi crescenti. La Fed ha quindi tagliato i tassi per ben due volte nel corso del terzo trimestre portandoli nell'attuale range di 1.75%-2.00%. Powell ha precisato il carattere preventivo di questi tagli ma non ha escluso altri tagli in futuro, sottolineando comunque che **la Fed sarà data-driven e deciderà «riunione dopo riunione».**

Di fatto la politica monetaria Usa diventa più incerta: secondo le ultime proiezioni del Fomc non dovrebbero esserci altri tagli, mentre i mercati si attendono altre riduzioni per sostenere l'economia in un contesto in cui difficilmente si arriverà a una

risoluzione completa della questione commerciale ma permarrà un regime di guerra commerciale a «bassa intensità». **Prevediamo che la Fed tagli altre due volte i tassi** – quindi meno di quanto atteso dai mercati – per evitare la recessione.

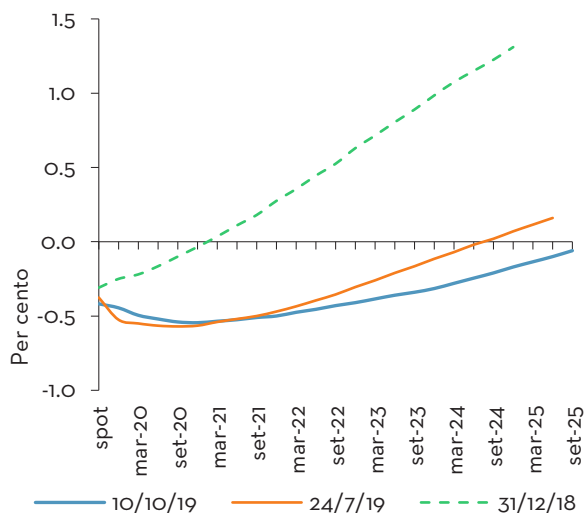
**Sulle decisioni della Bce ha influito il protrarsi della fase di debolezza dell'economia e l'inflazione che stenta a ripartire.** A settembre Draghi ha delineato una nuova «open» forward guidance della Bce, annunciando un ampio pacchetto di misure espansive che è andato anche oltre le attese degli analisti. Ha tagliato il tasso sui depositi a -0.50%, da -0.40%, e annunciato la ripresa del QE, a partire da novembre, al ritmo di 20 mld. al mese. Confermato anche l'atteso tiering (a due scaglioni), per cui parte della liquidità in eccesso sarà esclusa dai tassi negativi. Infine, sono state cambiate le condizioni delle TLTRO III, la cui durata è stata allungata a tre anni ed è stato eliminato lo spread di 0.10% sul tasso di riferimento.

**In questo quadro di “low-for-longer”** i tassi di riferimento del mercato monetario rimarranno stabili sugli attuali valori per i prossimi anni e difficilmente si potrà tornare a parlare di ritorno alla normalità in presenza di una crescita poco esuberante del Pil e inferiore a quella potenziale.

**Gli impatti maggiori restano pertanto sul sistema bancario alle prese con la sfida di tornare a livelli soddisfacenti di redditività.** Pur restando elevate le pressioni sulla ripresa dei margini del settore, alcuni effetti positivi delle nuove misure espansive potrebbero arrivare dal fatto che con le TLTRO III le banche potranno prendere maggiore liquidità attraverso le aste e avere minore necessità di emettere obbligazioni, in aggiunta al beneficio del nuovo sistema a due livelli di remunerazione delle riserve.

**Sono sempre tuttavia maggiori i dubbi sulla capacità della politica monetaria di raggiungere gli obiettivi di inflazione,** come evidenziato anche da una survey Reuters dalla quale è emersa una scarsa fiducia sulla capacità della Bce di influenzare l'inflazione nei prossimi 2-3 anni. Inoltre è sempre

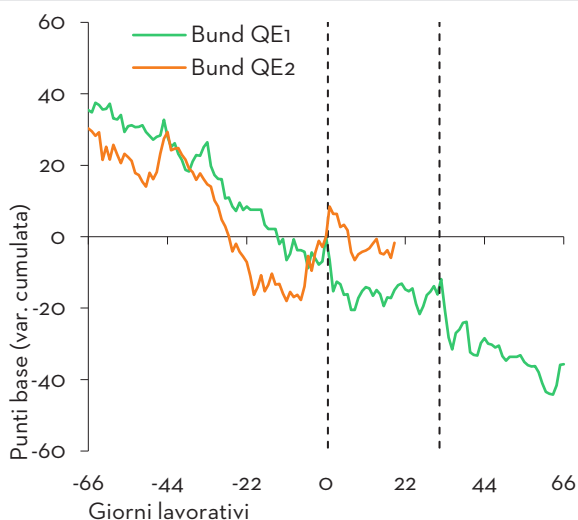
Figura 2: Tassi impliciti euribor su varie scadenze



Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia; dati al 10/10/19.

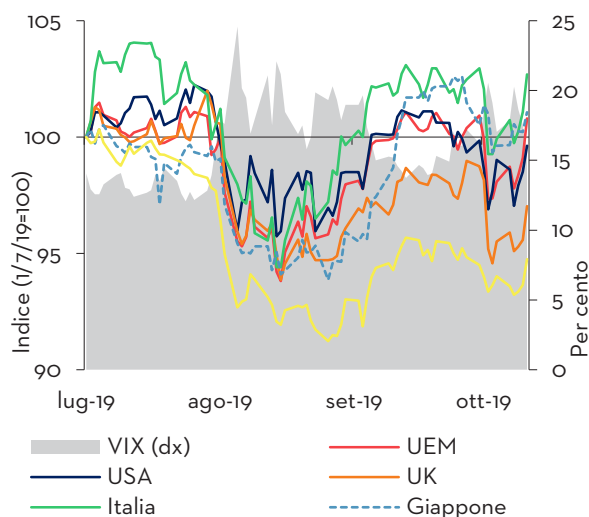
maggiore il dissenso – sia interno che esterno alla Bce – sulla necessità di ulteriori interventi futuri, vista anche l'ipotesi di una maggiore spesa fiscale. Proprio quest'ultima ipotesi ci porta ad escludere la possibilità di un'ulteriore riduzione del tasso

Figura 3: Confronto con l'andamento dei tassi governativi a 10 anni prima e dopo i QE della BCE



Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia; dati giornalieri al 10/10/19.

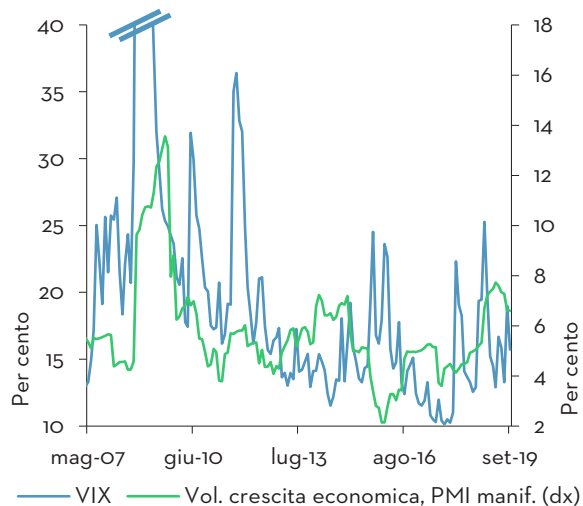
**Figura 4: Indici dei principali mercati azionari\* e VIX**



Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia; dati al 10/10/19.  
\*Indici azionari Morgan Stanley.

sulla remunerazione dei depositi, posticipando comunque il primo rialzo dei tassi di policy a non prima del 2023.

**Figura 5: Volatilità del mercato azionario e volatilità della crescita economica**



Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia; dati medi mensili.  
\*Volatilità del PMI calcolata come deviazione standard delle variazioni mensili su un orizzonte di 12 mesi rolling.

**Il clima di incertezza sulla tenuta dell'economia e le attese di nuovi interventi espansivi hanno influito anche sui tassi governativi**, in marcato calo nel mese di agosto. I tassi sono poi tornati a salire a settembre quando è migliorata la propensione al rischio dopo le tensioni di agosto, ed è aumentato il term premium. L'andamento dei tassi Uem nei mesi scorsi è stato anche influenzato dalle attese di riavvio del QE: da un confronto con l'andamento dei tassi durante l'annuncio del QE del 2015 emerge infatti che, prima del rimbalzo di settembre, anche stavolta i tassi hanno «prezzato» la ripartenza degli acquisti di titoli da parte della Bce. I rendimenti governativi nell'Uem dovrebbero rimanere intorno ai valori correnti per poi iniziare a salire nel corso del 2021 - così come negli Usa. Il nuovo round di QE dovrebbe inoltre contribuire a una riduzione della volatilità sul mercato obbligazionario governativo nel medio termine.

**Le tensioni estive hanno avuto effetti negativi sui mercati azionari.** Non solo l'acuirsi delle tensioni commerciali, ma anche altri rischi provenienti da Argentina, alle prese con una nuova ristrutturazione del debito, Italia con la crisi politica e UK per le prospettive di Brexit senza accordo hanno determinato una caduta dei prezzi e un aumento della volatilità. I prezzi azionari da fine agosto sono poi tornati ad aumentare scommettendo su un ulteriore sostegno monetario da parte delle Banche centrali e su una ripresa delle trattative tra Usa e Cina.

**Nei prossimi mesi l'andamento delle quotazioni azionarie potrebbe rimanere ancora volatile** dal momento che i rischi rimangono chiaramente al ribasso. L'incertezza sul fronte commerciale resta il fattore di rischio più grande e potrebbe penalizzare in misura maggiore i mercati emergenti e quelli dell'Uem, vista la loro più elevata esposizione al commercio internazionale rispetto agli Usa. Tuttavia, le politiche monetarie molto espansive e la ricerca di rendimento potrebbero contrastare gli effetti del rallentamento del commercio e sostenere il prezzo delle azioni anche in prospettiva. Il settore finanziario dell'Uem dovrebbe trarre maggior vantaggio anche dagli interventi della Bce.

Gli effetti delle politiche monetarie accomodanti sono apprezzabili anche se guardiamo alla volatilità azionaria. Nonostante sia più alta degli anni scorsi, resta su livelli molto contenuti rispetto al passato. Tuttavia, **non è escluso che questa possa ritornare ad aumentare nei prossimi mesi, portandosi su livelli più coerenti con altre misure di rischio**, come quella relativa all'incertezza della politica economica e alla volatilità della crescita economica approssimata dalla deviazione standard delle variazioni mensili dell'indice PMI manifatturiero degli Usa.

Infine è da notare come l'Italia stia beneficiando di alcuni recenti cambiamenti. **Il clima più disteso** già dopo la formazione della nuova coalizione di maggioranza, maggiormente aperta ad una politica economica coordinata con i partner europei, **ha portato a una progressiva riduzione dei tassi sui BTP**. Complice anche l'aumento del Bund, da fine agosto lo spread a 10 anni si è ridotto, portandosi intorno ai 150 pb, con effetti positivi anche sulle quotazioni bancarie domestiche. In prospettiva, superate le eventuali difficoltà durante le discussioni per la manovra di bilancio, lo spread potrebbe scendere ulteriormente, seppur gradualmente, fino a raggiungere i 100 pb a fine 2022.

Nella Tabella seguente sono riportate le variazioni dei rendimenti per alcune asset class:

**Tabella 1: Variazione total return in valuta locale fino all'11 ottobre 2019**

Indici	ytd 2019	Da 28-giu-19
liquidità (euribor 3m)	-0.3%	-0.1%
bond gov. Germania	5.2%	0.0%
bond gov. Italia	13.2%	7.4%
bond gov. USA	7.5%	2.1%
bond gov. Uk	8.0%	3.7%
bond gov. Emergenti (u\$)	12.4%	1.3%
bond corporate IG UEM	6.3%	0.9%
bond corporate IG USA	12.5%	2.6%
bond corporate HY UEM	8.0%	1.1%
bond corporate HY USA	11.3%	1.1%
equity UEM	20.4%	2.7%
equity Italia	24.8%	4.6%
equity Europa escl. UEM	16.5%	0.2%
equity USA	20.5%	1.4%
equity Giappone	10.3%	4.1%
equity Emergenti (u\$)	7.4%	-3.0%
fx \$/€	3.6%	3.2%
fx £/€	3.2%	2.9%
fx ¥/€	4.7%	2.4%

Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 10/10/19. Indici obbligazionari BofA/Merrill Lynch, all maturities; indici azionari Morgan Stanley; cambi WM/Reuters (i segni negativi indicano un apprezzamento dell'euro).

#### DISCLAIMER

Il presente documento deve essere inteso come fonte di informazione e non può, in nessun caso, essere considerato un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di prodotti finanziari. Le informazioni contenute in questo documento sono frutto di notizie e opinioni che possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso.

Il presente documento e i risultati delle analisi in esso contenute, sono elaborati sulla base di dati e informazioni forniti da terzi. Prometeia Advisor Sim S.p.A. non garantisce, in alcun modo, l'esattezza e la completezza di tali dati e informazioni e non potrà essere, in alcun modo, ritenuta responsabile per gli eventuali danni diretti, indiretti o accidentali, che possano derivare dall'utilizzo del presente documento e/o delle informazioni e dei dati in esso contenuti.

I dati e le informazioni contenute nel presente documento devono intendersi come riservati e destinati a essere utilizzati dal destinatario del report medesimo, esclusivamente all'interno della propria organizzazione aziendale.

Il destinatario del documento si impegna, pertanto, anche per il fatto dei propri dipendenti e/o consulenti e/o ausiliari e/o collaboratori, a osservare il più rigoroso riserbo in ordine a qualsiasi notizia, informazione, dato contenuto nel presente documento, dichiarando di impegnarsi a manlevare e tenere indenne Prometeia Advisor Sim S.p.A., da qualsiasi pretesa, azione, domanda di terzi, connessa alla divulgazione di notizie, informazioni e dati contenuti nel presente documento.



# Arti@

 [www.prometeia.it/financial-advisory](http://www.prometeia.it/financial-advisory)

 prometeia

 @PrometeiaGroup

 prometeiagroup

 prometeia