



La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

LA NUOVA “NASCITA” DELL’ASSET ITALIA

Paola Sacerdote
twitter @PaolaSacerdote

L’arrivo di Draghi ha innescato un circolo virtuoso in termini di fiducia nel sistema Italia, il cui effetto più evidente si è concretizzato nel calo dello spread, ma anche nelle ottime performance di Piazza Affari, da inizio anno. A inizio maggio (l’articolo è stato chiuso il 27 maggio, ndr) è stato inoltre presentato il piano di investimenti e riforme da realizzare grazie ai fondi europei del **Recovery Plan**. In tale contesto cosa possiamo aspettarci in termini di prospettive di crescita per l’Italia e come è cambiato il profilo di rischio del nostro paese?

Partiamo dalle cifre del **PNRR**. “Sono in totale 220 miliardi di euro, l’11% del PIL italiano, distribuiti nei prossimi 4 anni e di questi 220 miliardi, 30 miliardi li mette l’Italia come investimenti aggiuntivi rispetto ai programmi che aveva in precedenza, mentre 190 miliardi sono messi a disposizione dall’Europa” spiega **Alessandro Fugnoli**, strategist di **Kairos**, evidenziando che non sono soldi regalati: “120 miliardi sono rappresentati da una linea di credito per l’Italia che si è riservata la possibilità di non utilizzare nei prossimi anni qualora l’indebitamento diretto sul mercato attraverso i **BTP** risultasse particolarmente conveniente”.

I restanti 70 miliardi ci vengono dati sotto forma di sussidio, ma anche qui non si tratta di un regalo puro e semplice perché l’Italia è un contributore netto dell’Unione, cioè dà più soldi di quanti ne riceve, e quindi in pratica riceverà indietro la quota versata in disavanzo. È chiaro quindi che “l’aiuto europeo è molto inferiore ai 200 miliardi di cui si parla”. L’aspetto più importante e significativo è però legato al totale cambiamento di approccio dell’Europa nei confronti dell’Italia, perché si passa dalla linea di austerità mantenuta per tutto il decennio scorso ad una linea che oggi permette all’Italia di indebitarsi per fare investimenti pubblici. Un aspetto molto importante che porterà ad un aumento del livello di PIL del 3% alla fine dell’intera operazione.

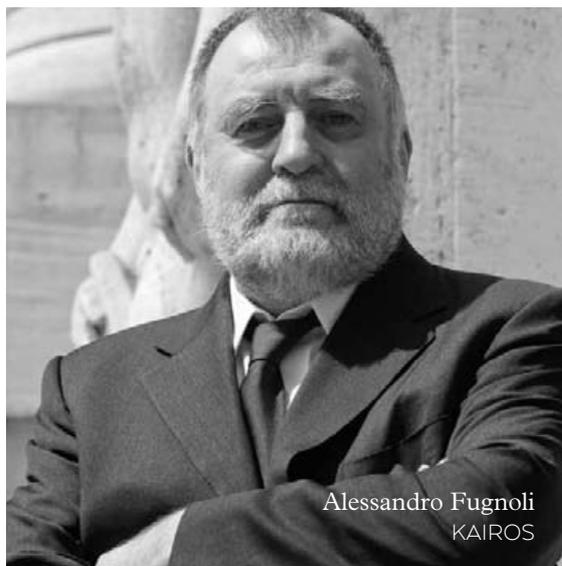
Secondo **Elliot Hentov**, head of policy research, **State Street Global Advisors**, in termini assoluti anche l’Italia, come il resto dell’Europa, dovrebbe sperimentare una solida ripresa a partire dal secondo trimestre di quest’anno, che sarà ben al di sopra dei valori storici. “Secondo le nostre stime la crescita nel 2021 raggiungerà il 5,6%, dato più elevato rispetto al consensus. Anche se da un lato questa percentuale può sembrare elevata se paragonata alle nostre previsioni per gli altri paesi europei, dall’altro la portata della recessione innescata dal Covid fa presumere che questo rialzo non sarà sufficiente per tornare nuovamente ai livelli toccati dall’economia italiana prima della pandemia, che potrebbero



essere raggiunti solamente verso la fine del 2022 o all'inizio del 2023. In termini relativi, invece, questo non fa altro che aumentare il divario tra l'Italia e gli altri paesi dell'Eurozona. In linea generale, osserva Hentov, questo significa che "il profilo di rischio di breve termine è peggiorato, anche se il quadro politico sembra essere migliorato sia a livello nazionale sia europeo. In una certa misura, il "modello" italiano è diventato oggi più diffuso, perché in tutti i paesi sviluppati si osservano livelli di debito più elevati che ostacoleranno una crescita più rapida dopo la pandemia".

"L'Italia, dopo l'arrivo di Draghi, ha fatto un balzo in avanti in termini di credibilità e stabilità" spiega **Antonio Amendola**, fund manager equity Italia ed Europa di **AcomeA SGR**. "Questo ha molteplici implicazioni, ed è il cuore della motivazione per la quale l'Italia è il Paese dove essere investiti ora, specialmente nel comparto mid e small cap. La motivazione ha una duplice caratteristica: qualitativa e quantitativa. Queste caratteristiche

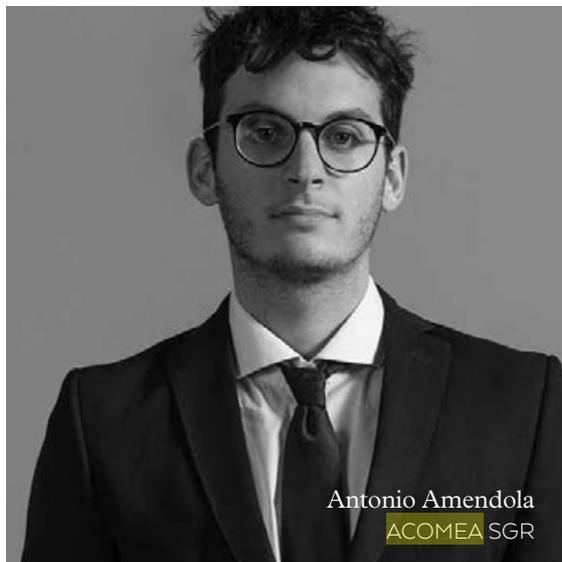
sono concentrate in un parametro, l'Equity Risk Premium: quando un investitore straniero investe in un'area geografica, richiede uno sconto sulle valutazioni in funzione del rischio economico e del rischio politico. Quindi, pre-Draghi, un ipotetico investitore americano interessato ad investire in Europa, avrebbe chiesto valutazioni molto più basse per portare capitali in Italia, piuttosto che in Germania. Ora la situazione è nettamente diversa. Il rischio economico è sterilizzato per tutti, dato che le banche centrali stanno supportando le economie senza sosta e i governi stanno iniziando a spingere al massimo la leva fiscale. Il rischio politico italiano, invece, ha subito un'importante contrazione e questo implica un re-rating delle nostre aziende con conseguenti performance di primo livello. Ma l'effetto positivo non si esaurisce con maggiori valutazioni sopportate dagli investitori, vi è anche un importantissimo "effetto flussi". Infine, dopo la presentazione della bozza del PNRR, vi è una ulteriore importante considerazione da fare: il vero asset non sono gli investimenti,



Alessandro Fugnoli
KAIROS



Elliot Hentov
STATE STREET GLOBAL ADVISORS



Antonio Amendola
ACOMEA SGR

ma le riforme. Gli investimenti senza l'attuazione delle riforme previste (giustizia, semplificazione PA, concorrenza e fisco) sono un one-off e non risolverebbero il problema nel lungo periodo. Al contrario, il meccanismo di erogazione di fondi subordinato all'attuazione delle riforme può sbloccare l'enorme potenziale del nostro Paese e permetterci di uscire dalla crescita dello "zero virgola" degli ultimi decenni".

Monica Defend, global head of group research, di **Amundi** si focalizza sull'"effetto Draghi", che oltre ad essere stato premiato sia dal mercato obbligazionario con un rinnovato interesse degli investitori internazionali, lo si è sentito anche nel mercato azionario con una ripresa dei listini, che ha una portata rilevante a livello europeo. "Nel momento in cui Germania e Francia si avvicinano ad un potenziale cambio di leadership, il capitale politico di Mario Draghi può avere un peso determinante non solo nel nuovo equilibrio geopolitico dell'Eurozona ma anche al tavolo di discussione dei piani di rilancio dell'economia e di definizione dei piani fiscali. Il tema del good debt e del bad debt esposto da Draghi diverse volte e della necessità di posticipare qualsiasi consolidamento fiscale nell'Eurozona possono produrre effetti molto positivi sulla crescita."

Aymeric Guedy, analista, Carmignac Sécurité, **Carmignac** osserva che questo quadro è innegabilmente favorevole alla crescita e facilita il percorso verso riforme strutturali e investimenti che da tanto tempo mancano in Italia. Tuttavia, secondo l'analista gli investitori sottovalutano la portata di molti di questi fattori di sostegno, in quanto, nonostante un allineamento di stelle unico nel suo genere, la situazione rimane incerta. La view di Guedy è quindi più cauta, principalmente per due motivi. "In primo luogo sul fronte del virus, la pandemia non è ancora finita e la campagna vaccinale stenta a procedere alla velocità sperata. In secondo

luogo, sul fronte politico italiano, Draghi sta dedicando tempo ed energie illimitate per aiutare il paese ad uscire dalla pandemia. Ma il tempo si sta esaurendo e le elezioni presidenziali si avvicinano. Se consideriamo che la divisione tra partiti continua a perdurare, e che la popolazione è ormai esausta dopo oltre un anno di severe restrizioni sanitarie, rimane uno spazio molto limitato per le riforme strutturali".

Stéphane Déo, head of markets strategy di **Ostrum AM**, affiliata di Natixis Investment Managers, ritiene invece che se è vero che molti problemi dell'Italia sono noti (debito pubblico molto alto, una crescita anemica, una popolazione che invecchia, un'amministrazione pletorica e inefficiente), ad essere sottovalutati sono spesso alcuni aspetti positivi: una solida posizione esterna, una gestione fiscale conservativa, tassi favorevoli. "La situazione italiana è indiscutibilmente difficile, ma meno catastrofica di quanto dipinta" osserva Déo.



Monica Defend
AMUNDI



L'EFFETTO DRAGHI SI È FATTO SENTIRE SIA A LIVELLO DI REDDITO FISSO, CHE SUL MERCATO EQUITY, LE PROSPETTIVE DI CRESCITA PER IL BEL PAESE NON MANCANO A CONDIZIONE CHE...

Per quanto riguarda la posizione esterna, (elemento che riflette la situazione di un'economia rispetto agli altri Paesi; e che si ottiene calcolando la differenza tra le attività estere di un Paese e le sue passività, il cui risultato è il debito netto di quella nazione nei confronti del resto del mondo), "l'Italia è quasi in equilibrio, anzi leggermente in positivo, anche se di un lieve +0,2%. Meglio della situazione della Francia, comunque non drammatica, che ha un deficit pari al 26% del Pil o degli altri periferici europei". Quanto alla gestione fiscale, prosegue Déo, è vero che il livello del debito pubblico italiano è molto elevato, ma va sottolineato che questo stock è essenzialmente l'eredità di una politica eccessivamente disinvolta prima dell'introduzione dell'euro. "Da allora, la gestione delle finanze pubbliche è diventata molto prudente". Per quanto riguarda poi i tassi d'interesse, sono considerevolmente più bassi oggi che in passato, con un costo del debito diminuito notevolmente.

L'OUTLOOK PER LE DIVERSE ASSET CLASS

In tale quadro, dove risiedono le migliori opportunità d'investimento? Quali sono i settori più interessanti e che potrebbero beneficiare maggiormente degli investimenti del Recovery Fund? "Il mercato italiano è da sempre visto come modo per prendere esposizione sul risk-on dell'Europa, parliamo, quindi, di investimenti fugaci e concentrati sulle large cap liquide" osserva Amendola. "Non è un caso che negli ultimi anni il Ftse Mib, e pochi e concentrati settori e titoli, siano andati bene, mentre le mid e small abbiano arrancato. Con la maggiore stabilità, invece, gli investitori esteri iniziano a guardare a capitalizzazioni più piccole, riconoscendo l'indubbio valore delle nostre aziende. Non dimentichiamo che l'ottima performance del nostro mercato da inizio anno è stata messa a segno con pochi flussi esteri. Gli investitori internazionali stanno ancora alla finestra e aspettano che il nostro Paese imbocchi la strada delle riforme per poter entrare in modo più incisivo. Il potenziale di rialzi è quindi indubbio." Secondo il fund manager l'Italia al momento ha molto potenziale inespresso sia dal punto di vista delle valutazioni, che dal punto di vista dei flussi in entrata. "A livello settoriale i migliori sono i settori direttamente ed indirettamente esposti al Recovery Fund, ovvero:

industriali, costruzioni, telecom e applicazioni tecnologiche, ma il tutto prediligendo le mid small cap rispetto alle large cap".

"Dal canto nostro" spiega Defend, "ci attendiamo un contesto economico finanziario di ripresa della crescita e qualche decimale in più di inflazione che dovrebbero continuare a supportare una rotazione settoriale a favore di titoli ciclici e value in Eurozona così come in Italia, dove guardiamo con interesse a titoli legati alle energie rinnovabili, infrastrutture e finanziari. All'interno del reddito fisso, il BTP rimane un'opportunità interessante in particolare sulle scadenze più lunghe, supportato anche dagli acquisti della Banca Centrale Europea".

Guedy invece preferisce non essere troppo positivo sulla situazione italiana e di conseguenza il suo outlook sul reddito fisso è improntato alla prudenza. "Adottiamo un atteggiamento neutrale nei confronti dei BTP, dove i rendimenti non offrono un cuscino



Aymeric Guedy
CARMIGNAC



RESTANO COMUNQUE DELLE NUBI ALL'ORIZZONTE, CORRELATE ALL'EPIDEMIA, ALLA POLITICA E ALLE RIFORME, CHE POTREBBERO INCIDERE SULLA RIPRESA DEL PAESE ITALIA

sufficiente attraverso il carry o il potenziale di compressione degli spread per compensare le incertezze appena menzionate. Inoltre, se siamo ottimisti sulla capacità di Draghi di riformare l'Italia e di promuovere una maggiore grado di integrazione in Europa, dobbiamo anche accettare che i tassi di interesse tornino a salire nel Vecchio Continente, riflettendo una migliore situazione economica e un livello di inflazione più vicino all'obiettivo della BCE. Rimaniamo comunque selettivi e opportunisti sugli asset italiani. Ci piacciono le emittenti semi-pubbliche che offrono un premio interessante rispetto ai BTP. Guardiamo con attenzione anche al settore bancario, che fornisce interessanti opportunità di rendimento nell'universo europeo finanziariamente represso, con fondamentali più solidi rispetto alle crisi precedenti e una tendenza al consolidamento che crea opportunità”.

I RISCHI PER LA RIPRESA

Per quanto riguarda i rischi che potrebbero mettere in discussione la ripresa, secondo Amendola la minaccia principale è rappresentata dal rallentamento della campagna vaccinale. “Oltre a questo, ovviamente rimane sempre il rischio politico, che ad oggi è ridimensionato ma non del tutto azzerato” aggiunge. “In parte il rischio riguarda anche le tempistiche, cioè quando avrà luogo la riapertura, visto che ogni ritardo costa caro” aggiunge Hentov. “Da osservatore internazionale, non sono molto preoccupato della lentezza iniziale della campagna vaccinale, perché l'Italia è in linea con la media europea e recupererà il ritardo. Una volta stabilizzata la situazione della pandemia, i rischi strutturali tipici del Paese torneranno alla ribalta: pensiamo alla rigidità dei processi di riforma a livello politico, alla scarsa elasticità dell'economia a fronte di una limitata flessibilità della politica monetaria e alla bassa crescita della produttività. Detto questo, il contesto politico sembra oggi favorevole”. Defend infine ritiene che i rischi principali oggi siano sostanzialmente tre. Il primo ri-

schio è sicuramente legato alla recrudescenza dell'epidemia, con una nuova ondata di contagi che comporti ulteriori interruzioni dell'attività economica. “Il secondo è legato alla continuità dell'attività di governo. A febbraio 2022, le elezioni del Presidente della Repubblica possono risultare un momento di verifica importante. Il terzo rischio riguarda l'enorme sfida che comporta l'ambizione di una trasformazione strategica del paese. Ad oggi, l'Italia, così come gli altri paesi membri, è concentrata sulla digitalizzazione della pubblica amministrazione, le energie rinnovabili e le infrastrutture. Forse volutamente nulla si è detto su riforme profonde più strategiche, legate ad un piano investimenti in grado di “risvegliare” una produttività quiescente e consentire una crescita di lungo termine sostenibile ed equa. Tuttavia il piano ha obiettivi precisi, misurabili e raggiungibili in tempi ragionevoli, atti a prendere il maggior beneficio dai fondi del NGEU (Next Generation EU). Abbiamo un'opportunità unica che speriamo di saper cogliere dopo i sacrifici di quest'ultimo anno”.



Stéphane Déo
OSTRUM AM