



- **Aumento della spesa pubblica in Italia**
- **L'Italia farà la stessa fine della Grecia?**
- **Paesi emergenti: opportunità dopo la correzione**

## **Aumento della spesa pubblica in Italia**

Nelle 138 pagine del Documento di Economia e Finanza (DEF), il premier Conte e il Ministro dell'economia Tria presentano i piani dell'Italia per il bilancio pubblico fino al 2021. La lettera del 4 ottobre che informa la Commissione europea a tale riguardo ha scatenato numerose discussioni e reazioni sui mercati finanziari. Dalla pubblicazione del DEF, il 28 settembre, gli interessi sui titoli di Stato italiani a 10 anni sono aumentati di circa lo 0,5%, attestandosi attualmente intorno al 3,4%. Ciò ha suscitato anche molto nervosismo tra i partner dell'Italia nell'Unione monetaria europea.

Per il 2019 l'Italia fissa il deficit di bilancio al 2,4%, con l'intento di ridurlo nei due anni successivi rispettivamente al 2,1 e all'1,8%. Il 2,4% della performance economica nazionale equivale a nuovi debiti per ca. 44 miliardi di euro nel 2019. Solo la rinuncia al previsto aumento automatico dell'IVA costerà ca. 12 miliardi di euro. L'ampio pacchetto di misure prevede anche l'introduzione di un reddito di cittadinanza, con una fase pilota che inizierà a marzo 2019.

L'onere degli interessi sul debito pubblico ammonterà per il 2019 a ca. 67 miliardi di euro e rappresenterà la voce più cospicua nel bilancio italiano. Escludendo il pagamento di questi interessi, l'Italia presenta un'eccedenza delle entrate, ossia un cosiddetto avanzo primario, pari a ca. 23 miliardi di euro. Ciò significa che il Paese sarebbe in grado di migliorare la propria situazione d'indebitamento se le decisioni di bilancio si traducevano in una maggiore crescita e inflazione. Ma proprio le stime sulla crescita formulate nel DEF hanno suscitato critiche. Il budget viene allestito sulla base di una previsione di crescita del PIL dell'1,5% per il 2019 e rispettivamente dell'1,6 e dell'1,4% per i due anni successivi. I critici sottolineano però che il Paese, negli ultimi 10 anni, è riuscito a mala pena a raggiungere un tasso di crescita superiore all'1%.

## **L'Italia farà la stessa fine della Grecia?**

Se con le misure del governo non si riuscisse a ottenere la crescita auspicata, vi è il rischio di un ulteriore aumento del già elevato debito pubblico, pari al 130% del PIL. È tuttavia fuorviante fare un paragone con l'economia greca. Il debito pubblico italiano è detenuto per circa 2/3 all'interno del Paese, mentre la Grecia si era finanziata per oltre l'80% all'estero. Inoltre l'Italia presenta un avanzo nella propria bilancia dei pagamenti e dal 2013 registra costantemente un'eccedenza nella bilancia delle partite correnti. Sulla base di questi dati, il Bel Paese è quindi molto meno esposto della Grecia al rischio di una crisi finanziaria.

Di conseguenza, per i prossimi anni non si mette in conto una crisi acuta come quella greca. Le finanze pubbliche italiane rimangono comunque precarie. Se gli impulsi alla crescita auspicati non si concretizzano, gli interessi e i relativi oneri aumenteranno, accrescendo le probabilità di un ulteriore deterioramento della situazione.

Il settore finanziario italiano ha migliorato nettamente la dotazione di capitale proprio e il volume dei crediti tossici, ma rimane esposto al rischio di un peggioramento del clima sui mercati. La nuova strategia di crescita italiana è rischiosa e la Commissione europea dovrebbe approvare i relativi progetti solo con ampie riserve.

## **Paesi emergenti: opportunità dopo la correzione**

Sebbene da inizio anno i Paesi emergenti non abbiano brillato quanto a performance degli investimenti, i loro bilanci pubblici si mantengono perlopiù molto solidi. Quest'anno Paesi come la Turchia o l'Argentina sono stati aspramente criticati per la loro dipendenza dagli afflussi di capitale estero. Questi Stati contano però poco o nulla nella composizione degli strumenti d'investimento incentrati su azioni o obbligazioni degli «emerging market». Anche la maggior parte delle valute locali dei Paesi emergenti viene valutata nettamente al di sotto della parità di potere d'acquisto rispetto al dollaro. In estate il mercato ha «buttato via il bambino con l'acqua sporca». Ora, dopo la correzione estiva, le obbligazioni in moneta locale offrono tassi d'interesse allettanti. Consigliamo pertanto di integrare il portafoglio con una piccola quota di fondi, da noi selezionati secondo l'approccio «best-in-class», che investono in azioni o obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale.

## USA: la piena occupazione rallegra i consumatori

I tassi di crescita del PIL sono aumentati e sul mercato del lavoro regna la piena occupazione. Buone notizie su tutti i fronti, qualsiasi indicatore economico si esamini! La situazione per chi cerca lavoro negli USA è ulteriormente migliorata: le PMI pianificano nuove assunzioni e fanno sempre più fatica a occupare i posti vacanti per la difficoltà a reperire forza lavoro qualificata. L'attuale disoccupazione è sempre più di natura strutturale. Non sorprende, quindi, che la fiducia dei consumatori sia ulteriormente aumentata. Dai sondaggi emerge che è sempre più facile trovare lavoro (fig. 1). L'economia fiorisce, anche grazie ai regali fiscali di Donald Trump. Correggiamo quindi al rialzo la nostra previsione del PIL per il 2018, mettendo ora in conto un + 2,5-3,0%. Gli effetti fiscali positivi sono però destinati a esaurirsi, quindi per il 2019 prevediamo un nuovo indebolimento della congiuntura.

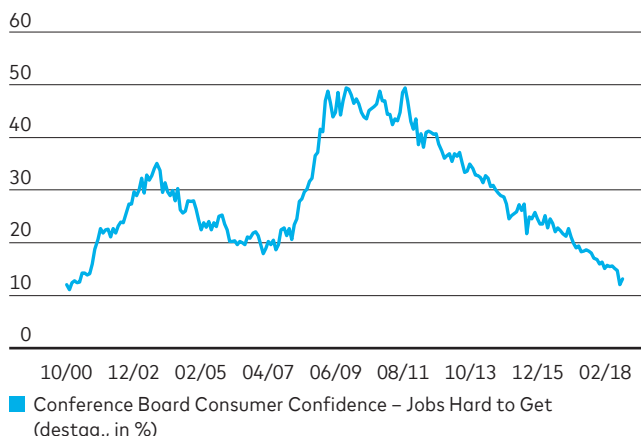
## UE: clima teso per la Brexit e la politica italiana

I segnali riguardanti la congiuntura nell'Eurozona restano positivi. Gli indicatori continuano a promettere un solido sviluppo economico e rimane realistico un tasso di crescita del PIL intorno al 2% per il 2018. Malgrado le buone condizioni quadro complessive, alcuni indicatori di sentiment si sono offuscati (fig. 2). A nostro parere, la causa principale è identificabile nell'incertezza che regna nel mondo politico, alimentata in parte dal governo di coalizione italiano e in parte dalla Brexit. Finora la Gran Bretagna e l'UE non sono riuscite a trovare un accordo. Sembra escluso che l'Unione accetti compromessi per quanto riguarda la libera circolazione di persone e servizi, in quanto ciò metterebbe in discussione nel medio termine la sua stessa essenza.

## Svizzera: forte aumento del PIL

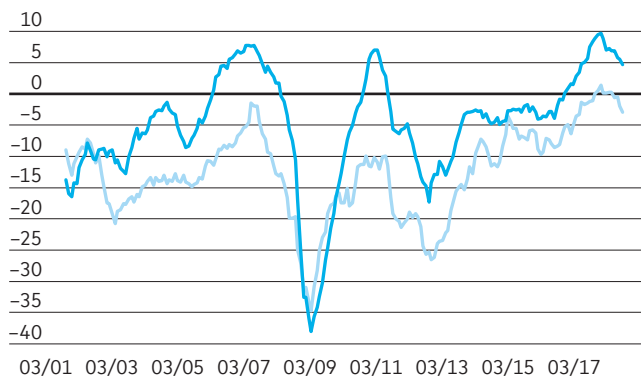
La congiuntura svizzera viaggia a pieno regime e nel 2° trimestre il PIL ha registrato un forte aumento grazie anche all'andamento positivo dell'industria manifatturiera. Le previsioni per l'anno corrente sono quindi state parzialmente riviste, e non di poco, verso l'alto. Anche noi ora mettiamo in conto una crescita più forte dell'economia elvetica e, come per gli USA, riteniamo realistica l'ipotesi di un aumento compreso tra il 2,5 e il 3,0%. Impulsi positivi provengono anche dal mercato del lavoro e dall'industria. L'indice PMI manifatturiero, infatti, è nettamente espansivo (fig. 3). Ciò vale in particolare anche per le subcomponenti relative alle commesse in portafoglio e alla produzione.

Fig. 1: USA – Difficoltà a trovare un posto di lavoro



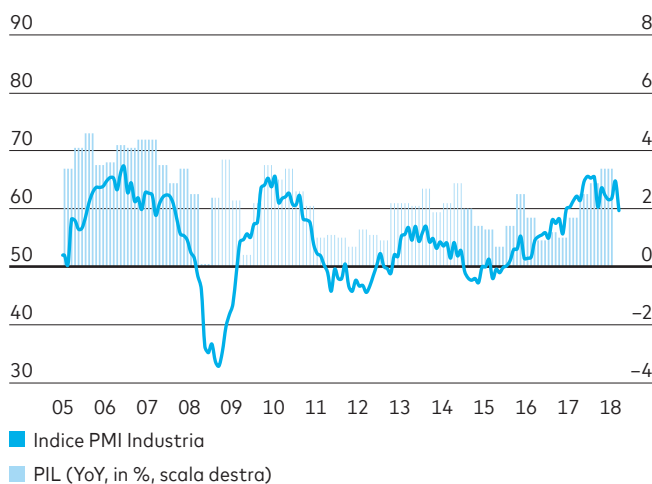
Fonte: BKB (Bloomberg)

Fig. 2: Eurozona – Indicatori di sentiment



Fonte: BKB (Bloomberg)

Fig. 3: Indice PMI svizzero



Fonte: BKB (Bloomberg)

## La Fed inasprisce ulteriormente la politica monetaria

Come previsto, in occasione della riunione di settembre la Fed ha deciso di aumentare ancora una volta di 25 punti base il tasso di riferimento, portandolo al 2,00–2,25%. Si tratta del terzo giro di vite quest'anno e già dell'ottavo dal dicembre 2015. Così facendo, la Banca centrale statunitense ha confermato la propria stima in merito alla situazione economica. In considerazione del positivo andamento congiunturale, del robusto mercato del lavoro e dell'inflazione vicina al valore target, la Fed mette in conto altri moderati aumenti dei tassi. Il prossimo giro di vite del 19 dicembre è incorporato nel mercato per circa il 71%. Secondo le previsioni sui tassi dei membri della Fed, il prossimo anno ci attendono tre ulteriori interventi (fig. 1).

## Rimandato ancora il cambio di rotta sui tassi in Europa

A differenza della Fed, la BCE mantiene i suoi tassi estremamente bassi. Secondo le previsioni di quest'ultima, i tassi di riferimento rimarranno al livello attuale almeno fino a dopo l'estate 2019. Il primo rialzo è previsto non prima dell'autunno del prossimo anno. In riferimento alle misure non convenzionali di politica monetaria, da quest'ottobre la banca centrale ridurrà a 15 miliardi di euro il volume dei propri acquisti mensili di obbligazioni, con l'obiettivo di concludere il programma entro la fine del 2018. Da marzo 2015 ad agosto 2018 la BCE ha sostenuto la congiuntura tramite acquisti di titoli per un volume di circa 2500 miliardi di euro.

## Prospettive

Sui mercati obbligazionari, nelle scorse settimane i rendimenti dei titoli di Stato decennali di USA, Germania e Svizzera si sono mossi entro margini ristretti. L'incertezza derivante dalla politica finanziaria italiana e la crescente preoccupazione circa una Brexit disordinata potrebbero limitare nel prossimo futuro il potenziale di crescita dei rendimenti in Europa. Grazie alla sempre robusta congiuntura e al processo di normalizzazione della politica monetaria della Fed, negli USA mettiamo in conto rendimenti leggermente superiori per il prossimo anno.

## Mercato immobiliare svizzero

A settembre gli investimenti immobiliari sono finiti nuovamente sotto pressione. A fine mese i fondi del comparto evidenziavano un calo del 4,4% rispetto a inizio anno. Anche le azioni immobiliari hanno perso terreno. La performance positiva si è erosa. Gli investimenti nel settore sono messi a dura prova anche dai tuttora frequenti aumenti di capitale e dal lancio di nuovi fondi dedicati. Ciò determina una redistribuzione parziale del capitale, ad es. da fondi pubblici con aggi elevati verso fondazioni d'investimento. Ma anche il lieve aumento degli interessi dei rendimenti svizzeri, verificatosi dalla metà di agosto, dovrebbe avere avuto ripercussioni negative sugli investimenti immobiliari.

Vista l'ottima salute di cui gode l'economia svizzera, vi è il pericolo – contrariamente a ogni aspettativa – che i rendimenti possano registrare un incremento un po' più marcato. Ciò determinerebbe un duplice svantaggio: da un lato si dovrebbe mettere in conto una pressione sugli aggi dei fondi e dall'altro la nuova crescita del tasso di sconto sul medio termine comporterebbe valutazioni più basse degli immobili. Sul mercato immobiliare si osservano tre andamenti generali: 1. Sul mercato residenziale è salito il tasso di abitazioni vuote. 2. Sul mercato degli immobili ad uso ufficio la congiuntura favorevole dovrebbe determinare una certa tranquillità. 3. Continua l'aumento dei prezzi per le abitazioni di proprietà.

Manteniamo una ponderazione neutra negli investimenti immobiliari indiretti, con una quota del 5% circa, non da ultimo per via dei sempre allettanti proventi distribuiti.

Fig. 1: Previsioni sui tassi dei singoli membri della Fed



Fonte: US Federal Reserve, BKB

## Persistente disparità a settembre

Anche a settembre è perdurata una certa disparità sui mercati azionari. Nei Paesi industrializzati le azioni hanno ulteriormente incrementato il proprio vantaggio in termini di performance rispetto ai Paesi emergenti, malgrado il recupero messo a segno da questi ultimi nella seconda metà del mese. Dall'inizio dell'anno la differenza in CHF si attesta al 13,2% (fig. 1). Gli USA, con la loro robusta congiuntura, le agevolazioni derivanti dalla riforma fiscale e gli aumenti inaspettatamente elevati degli utili sono i «trascinatori» fra i grandi mercati azionari occidentali. A settembre le azioni statunitensi hanno messo a segno un +1,1% in CHF, raggiungendo quota +10,5% da inizio anno. Secondo i dati MSCI, nello stesso mese le azioni svizzere sono state altrettanto forti, ma da inizio anno si attestano solo marginalmente al di sopra dello zero. A livello settoriale, a settembre la situazione si è ribaltata: i titoli energetici, in difficoltà il mese precedente, hanno beneficiato dell'aumento del prezzo del petrolio, mentre i tecnologici si sono rivelati più deboli rispetto al resto del mercato. Nonostante ciò, l'outperformance del settore tecnologico si attesta da inizio anno a oltre il 12%.

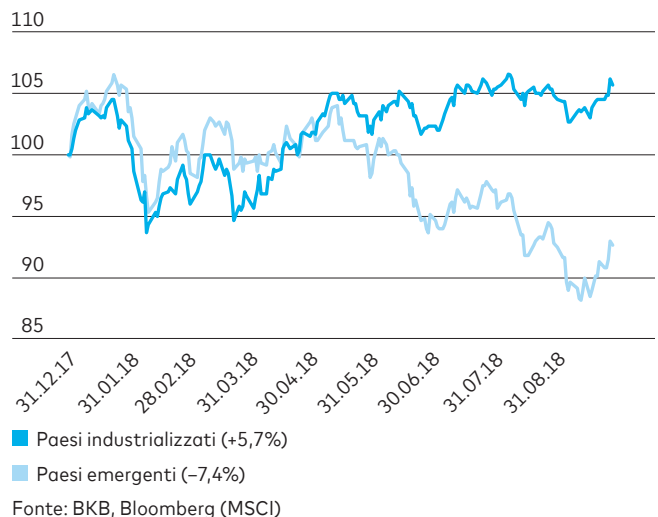
## Valutazioni ampiamente adeguate

Sui grandi mercati azionari, da inizio anno gli utili e le relative aspettative hanno evidenziato un andamento proporzionalmente migliore rispetto ai prezzi delle azioni. Di conseguenza, gli indici P/E hanno registrato un calo, in virtù del quale la situazione delle valutazioni sui mercati azionari si presenta più favorevole rispetto a inizio anno. Attualmente, la valutazione della maggior parte dei grandi mercati è prossima alla rispettiva mediana storica (fig. 2). Negli USA, invece, lo scostamento dalla mediana rimane estremamente elevato, con percentuali a due cifre.

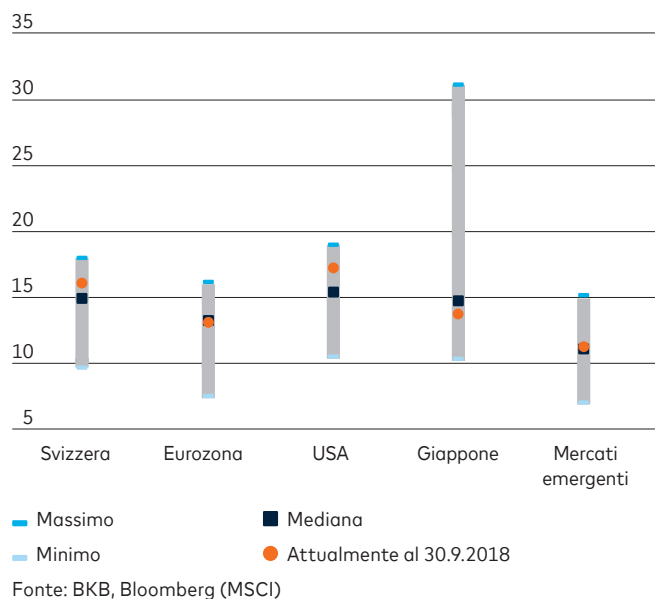
## Strategia d'investimento

Sebbene i fattori fondamentali facciano perlopiù propendere per un aumento della quota azionaria, manteniamo il nostro posizionamento neutro, soprattutto in considerazione delle incertezze politiche, tra cui spiccano il conflitto commerciale, la Brexit e la situazione italiana.

**Fig. 1: Performance azionaria da inizio anno**  
Net Total Return in CHF



**Fig. 2: Rapporto P/E (atteso) nel confronto storico**  
Sulla base dei dati storici da giugno 2003



© Banca Cler. Senza impegno. I nostri suggerimenti si fondano su dati di dominio pubblico che riteniamo affidabili, ma per i quali non ci assumiamo alcuna responsabilità. Non possiamo neppure garantirne la completezza e l'esattezza. La Banca Cler si riserva il diritto di modificare senza preavviso e in qualsiasi momento le opinioni qui riportate. Lo scenario d'investimento presentato in questa pubblicazione potrebbe non essere confacente alle esigenze di determinati investitori, in relazione ai loro obiettivi d'investimento, all'orizzonte temporale oppure al contesto globale della posizione finanziaria. Sugeriamo agli investitori di richiedere la consulenza di un esperto presso la propria banca prima di prendere qualsiasi decisione in merito agli investimenti. Questa pubblicazione è stata prodotta in collaborazione con la BKB.