

# [ Global Outlook ]

*Focus* sull'andamento dell'economia italiana negli ultimi 20 anni fra luci e ombre



*Maggio 2019*

## [ Indice ]

FOCUS SUI 20 ANNI DI MONETA COMUNE	3
Un confronto fra l'Italia e le altre principali economie dell'Area Euro	5
Un quadro di riferimento per le obbligazioni governative europee	15

## EXECUTIVE SUMMARY

Il dibattito pubblico, in Italia e non solo, ha affrontato frequentemente negli ultimi anni il **tema dei costi e dei benefici dell'appartenenza alla moneta unica**. A venti anni dalla nascita dell'euro e in prossimità delle elezioni per il Parlamento Europeo, **l'obiettivo di questo focus è di proporre un rapido confronto della performance dell'Italia rispetto alle altre principali economie dell'Eurozona** (Germania, Francia e Spagna, in particolare) dall'avvio della moneta unica.

Durante questo periodo, come ampiamente noto, **la performance di crescita dell'economia italiana è stata decisamente dimessa e più debole delle altre principali economie dell'Area Euro**, sia nella fase precedente la crisi finanziaria del 2008-09 sia in quella successiva.

All'origine del *gap* di crescita dell'Italia si possono individuare sia l'andamento particolarmente deludente della produttività (sostanzialmente ferma sui livelli della metà degli anni 90) sia una partecipazione al mercato del lavoro, che seppure in aumento, è rimasta molto lontana dalla *best practice* dell'Europa Continentale. Ne è conseguita una notevole perdita di competitività per il sistema economico italiano nel suo complesso (in particolare nei confronti della Germania, che ha invece decisamente accresciuto il proprio vantaggio competitivo), soprattutto nella fase precedente la crisi finanziaria (una tendenza risultata ancora più pronunciata nel caso della Spagna).

Nell'ultimo decennio la tendenza alla perdita di competitività è stata corretta, con un impatto significativo, in particolare, sull'andamento delle esportazioni e sul saldo della bilancia commerciale, in netto miglioramento nel corso degli ultimi anni.

**La dinamica positiva dell'export rivela, in particolare, che, nonostante le difficoltà del sistema economico italiano, il settore manifatturiero è rimasto altamente competitivo.** In conseguenza della capacità esportatrice dell'industria italiana il disavanzo delle partite correnti è tornato positivo negli ultimi anni, a differenza di Francia e Spagna, che presentano un disavanzo (in percentuale del PIL) non trascurabile.

La dinamicità del settore manifatturiero e la capacità di risparmio hanno consentito all'Italia di **accumulare nel tempo anche una notevole ricchezza delle famiglie, una delle più elevate tra i paesi avanzati.** Questa ricchezza, investita in larga parte in immobili, è rimasta sostanzialmente stabile (in rapporto al reddito disponibile) nel corso degli ultimi venti anni.

Inoltre, la distribuzione della ricchezza in Italia si è mantenuta meno disuguale rispetto alle altre principali economie. **Una caratteristica saliente** del periodo successivo all'avvio della moneta unica in Italia **è che il settore privato, pur in presenza di un'ampia riduzione dei tassi d'interesse** determinata dal processo di convergenza all'euro, **non ha aumentato il proprio indebitamento** (largamente in linea con l'esperienza della Germania, mentre Spagna e Francia hanno registrato un incremento molto marcato). **La riduzione dei tassi di interesse si è anche riflessa in un notevole calo del costo del debito pubblico**, che ha determinato un significativo calo della spesa per interessi sul PIL rispetto all'inizio degli anni 90.

La dinamica della spesa pubblica al netto degli interessi non è stata però tenuta a freno nella stessa misura e la crisi del debito sovrano è tornata ad evidenziare le criticità legate al livello del debito pubblico (peraltro aumentato significativamente anche in altre economie dell'Eurozona, con eccezione della Germania).

La parte conclusiva dell'analisi è riferita nello specifico al comparto obbligazionario e, in particolare, alla determinazione del *fair value* per la parte *core* e per quella periferica dell'Area Euro.

Al riguardo si deve notare che nei 20 anni dall'inizio dell'Unione Monetaria, i tassi sui titoli di Stato dei paesi aderenti all'euro hanno prezzato diversamente i premi per il rischio di credito e per il rischio politico.

In estrema sintesi, **si possono riconoscere tre periodi principali** che hanno comportato differenti regimi di correlazione tra tassi *core*, *semi-core* e periferici:

1. Il periodo di forte convergenza (dall'introduzione della moneta unica fino all'emergere della crisi del debito in Grecia, nell'autunno del 2009)
2. La fase di frammentazione del rischio di credito, di preoccupazione per la sostenibilità del debito di alcuni paesi che sono stati interessati da forti misure di austerità, con una relazione inversa tra tassi tedeschi e tassi periferici, con il culmine raggiunto a metà 2012
3. Il periodo, a partire dal "Whatever it takes" di Mario Draghi (a fine luglio 2012) di crescente rilevanza della politica monetaria sulla curva delle obbligazioni governative dell'Area Euro.

Nella valutazione del tasso *core* teniamo conto delle misure convenzionali (e non) della BCE, del differente impatto delle variabili macroeconomiche *core* e periferiche, dell'impatto degli shock internazionali e dei differenziali con i tassi USA.

Per i tassi periferici ci concentriamo, in particolare, sulla terza fase evidenziata in precedenza e identifichiamo i differenti impatti di politica monetaria, rischio di credito e rischi specifici con particolare riferimento a Italia, Spagna e Portogallo.

In Italia il peso del debito, dovuto anche alla crescita debole, ha mantenuto elevato e ultimamente aumentato il rischio di credito, nonostante i fattori positivi del saldo di partite correnti e dell'elevato risparmio delle famiglie.

# Un confronto fra l'Italia e le altre principali economie dell'Area Euro

Flavio Rovida – Responsabile Ricerca Macroeconomica di Fideuram investimenti

Ilaria Spinelli – Analista team Ricerca Macroeconomica di Fideuram investimenti

*Il dibattito pubblico, in Italia e non solo, ha affrontato frequentemente negli ultimi anni il tema dei costi e dei benefici dell'appartenenza alla moneta unica. A venti anni dalla nascita dell'euro e in prossimità delle elezioni per il Parlamento Europeo, questa nota propone un rapido confronto della performance dell'Italia rispetto alle altre principali economie dell'Eurozona (Germania, Francia e Spagna, in particolare).*

*Si sottolinea che, nonostante le difficoltà del sistema economico italiano, il settore manifatturiero è rimasto altamente competitivo e capace di produrre una dinamica particolarmente vivace dell'export (soprattutto nel periodo più recente). Le famiglie italiane, nel periodo, hanno anche sostanzialmente mantenuto la propria ricchezza. Il settore pubblico invece non ha corretto i propri livelli di spesa, non traendo così beneficio dalle opportunità fornite dalla moneta unica (grazie al sensibile calo dei tassi d'interessi fino alla crisi del debito sovrano) e riproponendo nel corso degli ultimi anni le criticità legate al livello del debito pubblico (peraltro aumentato significativamente anche in altre economie dell'Eurozona, con eccezione della Germania).*

## Dall'avvio della moneta unica la crescita del PIL in Italia è risultata più debole che nel resto dell'Area Euro.

Nel periodo fra il 1999 e il 2018 la crescita media annua del PIL reale in Italia è stata, infatti, solo dello 0.5% contro l'1.5% dell'Area Euro nel suo complesso (si veda la Tabella 1, basata su dati Eurostat e Banca Mondiale). Più in dettaglio, in questo periodo l'Italia è cresciuta in media un punto percentuale meno di Germania e Francia (entrambe con crescita media dell'1.5%), mentre il *gap* è stato ancora più ampio nei confronti della Spagna (cresciuta del 2.1%). La tabella mostra inoltre che il differenziale di crescita dell'Italia rispetto alla media dell'Area Euro si è ampliato nel periodo successivo alla Grande Recessione, passando dallo 0.8% nel 1999-2007 all'1.1% nel 2010-18.

**TABELLA 1.**  
Crescita reale annua del PIL

	1971-1980	1981-1990	1991-1998	1999-2018	1999-2007	2010-2018	2010-2014	2015-2018
Italia	3.8	2.4	1.4	0.5	1.5	0.3	-0.4	1.1
Germania	2.9	2.3	1.9	1.4	1.7	2.1	2.2	1.9
Francia	3.6	2.5	1.7	1.5	2.3	1.3	1.2	1.5
Spagna	3.7	2.9	2.3	2.0	3.8	0.9	-0.8	3.1
Area Euro	3.5	2.4	2.0	1.5	2.3	1.4	0.8	2.1

Fonte: Eurostat e, per i dati precedenti 1999, Banca Mondiale

La Tabella 2 mostra che queste conclusioni rimangono sostanzialmente invariate anche nel caso in cui si consideri non la crescita del PIL totale, ma quella del PIL pro-capite. Tuttavia, si può notare che nel corso degli anni più recenti (2015-2018), in cui la popolazione italiana si è ridotta, il confronto in termini di crescita pro-capite risulta decisamente meno punitivo per l'Italia: il *gap* di crescita dall'Area Euro si riduce allo 0.5% e la crescita pro-capite italiana risulta in linea con quella di Germania e Francia.

**TABELLA 2.**  
Crescita reale annua del PIL pro-capite

	1999-2018	1999-2007	2010-2018	2010-2014	2015-2018
Italia	0.2	1.1	0.1	-0.8	1.3
Germania	1.3	1.7	1.7	2.1	1.3
Francia	1.0	1.6	0.9	0.7	1.3
Spagna	1.3	2.5	0.8	-0.9	2.9
Area Euro	1.1	1.9	1.1	0.6	1.8

Fonte: Eurostat

La Tabella 3 mostra inoltre che tutte le principali componenti della domanda hanno registrato in Italia una dinamica meno vivace rispetto al resto dell'Area Euro, sia prima della crisi finanziaria che dopo, con la sola eccezione degli investimenti, cresciuti nel periodo 1999-2007 allo stesso ritmo del resto dell'Area Euro.

**TABELLA 3.**  
Differenza tra la crescita media dell'Italia e dell'Area Euro (ex Italia)

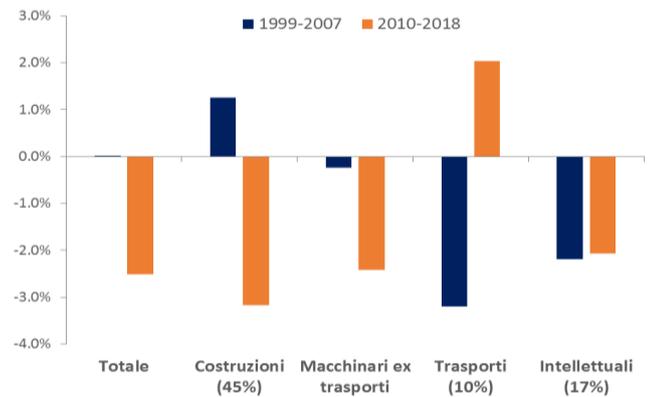
	PIL	Consumi privati	Spesa pubblica	Investimenti	Esportazioni	Importazioni
1996-2018	-1.2%	-0.7%	-1.1%	-1.3%	-2.6%	-1.8%
1999-2007	-0.9%	-0.9%	-0.5%	0.0%	-2.8%	-1.7%
2010-2018	-1.3%	-0.8%	-1.4%	-2.5%	-1.0%	-1.8%

Fonte: Eurostat

Il Grafico 1 mostra però che questo risultato è stato dovuto unicamente al comparto delle costruzioni, che ha poi corretto pesantemente nel corso dell'ultimo decennio. La Tabella 3 mostra inoltre, che la dinamica dell'*export*, pur rimanendo inferiore rispetto al resto dell'Eurozona, è migliorata significativamente nel corso degli ultimi anni, un tema su cui si tornerà più avanti.

Dall'avvio dell'euro si sono registrate tre fasi recessive (nel 2000-01, con lo scoppio della bolla della *dot-com*, nel 2008-09, dopo il fallimento di Lehman Brothers e nel 2011-13, con la crisi del debito sovrano, che ha avuto il proprio epicentro proprio nell'Eurozona).

**GRAFICO 1.**



Fonte: Eurostat; pesi sul totale in parentesi (relativi all'Italia nel 2018)

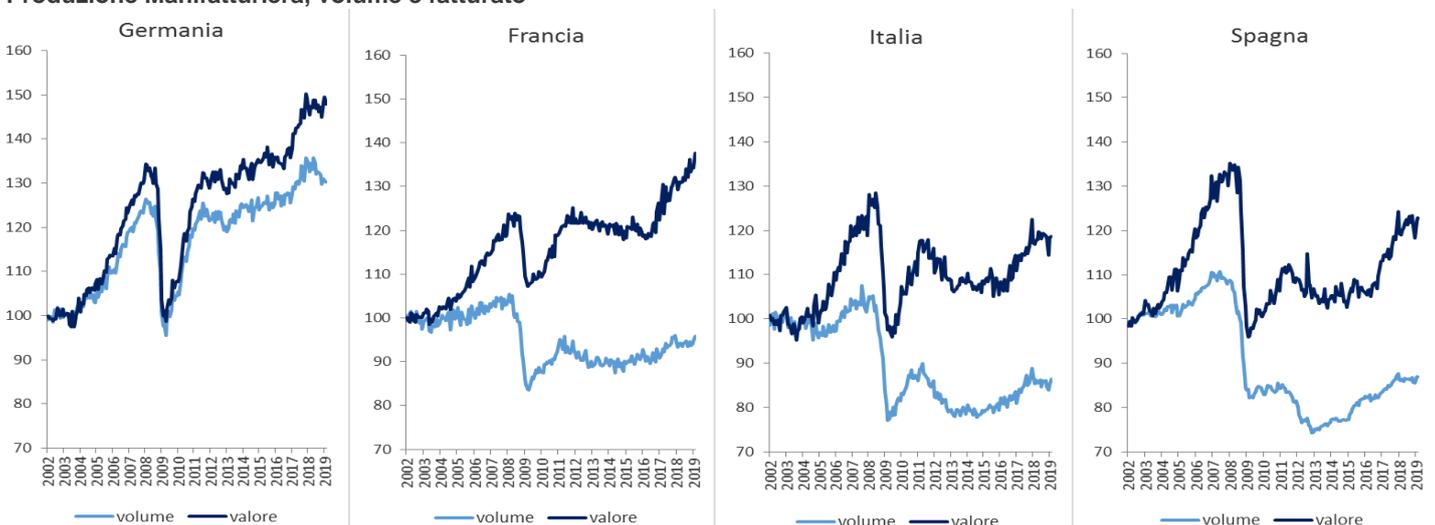
In particolare, la crisi finanziaria globale e la successiva crisi del debito hanno rappresentato delle correzioni molto pesanti in prospettiva storica e non è quindi sorprendente che la crescita media delle principali economie dell'Area Euro, come mostrato nella Tabella 1, sia risultata nell'ultimo ventennio più debole rispetto ai tre decenni precedenti. Tuttavia, il caso dell'Italia spicca in modo evidente, con una decelerazione decisamente più marcata.

Si può inoltre notare che il PIL dell'Italia è risultato in flessione per ben 24 trimestri nei 20 anni di vita dell'euro (il 30% del periodo, contro il 20% per la Germania, il 21% della Spagna e solo il 10% per la Francia).

**L'impatto significativo della crisi finanziaria del 2008-09 è molto evidente anche se si considera non l'andamento del PIL totale, ma il solo settore manifatturiero**, che, come noto, rappresenta il punto di forza dell'economia italiana.

Il Grafico 2 mostra l'andamento della produzione nel settore manifatturiero (sia in valore che in volume) nelle quattro principali economie dell'Area Euro con base 100 nel 2002.

**GRAFICO 2.**  
Produzione Manifatturiera, volume e fatturato



Fonte: Eurostat

Nonostante il recupero successivo alla crisi del debito sovrano per Italia, Francia e Spagna il livello della produzione industriale in volume risulta oggi ancora inferiore non solo al livello del 2008, ma anche a quello del 2002.

La performance risulta migliore in termini di valore, ma anche in questo caso Italia e Spagna non si sono ancora riportate al livello del 2008. Il grafico evidenzia che la Germania ha la più elevata performance produttiva nel settore manifatturiero, sia in termini di volumi che di valore.

E' importante sottolineare che la performance italiana, che risulta anormalmente "bassa" in termini di volume, si allinea invece a quella delle altre principali economie (Germania a parte) se viene analizzata in termini di valore. La produzione a valori correnti meglio riflette, infatti, lo sforzo di riposizionamento dei prodotti a prezzi finali più alti che le imprese italiane hanno dovuto attuare a fronte dell'intensificarsi della concorrenza della Cina e degli altri paesi emergenti (*in primis* quelli dell'Est Europa) sul mercato internazionale.

Il settore manifatturiero italiano ha risposto aumentando nel tempo i valori medi unitari della produzione e delle proprie esportazioni.

Si può far risalire la dinamica più debole della crescita in Italia rispetto alle altre principali economie dell'Area Euro all'andamento relativo sia della produttività sia della partecipazione al mercato del lavoro.

Per quanto riguarda il primo fattore, la Tabella 4, basata sui dati di una recente analisi dell'Istat, mostra che in Italia nel periodo 1995-2017 la produttività del lavoro (ovvero il rapporto tra valore aggiunto e ore lavorate totali) è aumentata in media solo dello 0.4% annuo contro l'1.3% dell'Area Euro (e, nel dettaglio, l'1.5% per la Germania e l'1.4% per la Francia, mentre l'esperienza della Spagna è stata più simile a quella dell'Italia, con una crescita dello 0.6%).

Più nello specifico, in Italia è risultata decisamente deludente la dinamica della produttività totale dei fattori (che rappresenta una misura sintetica dell'efficienza produttiva del sistema economico), che, secondo le stime dell'Istat, nel 2017 si attestava allo stesso livello della metà degli anni 90 (pertanto con una crescita nulla sull'arco di oltre due decenni).

**TABELLA 4.**  
Produttività del lavoro (settore privato, totale dell'economia)

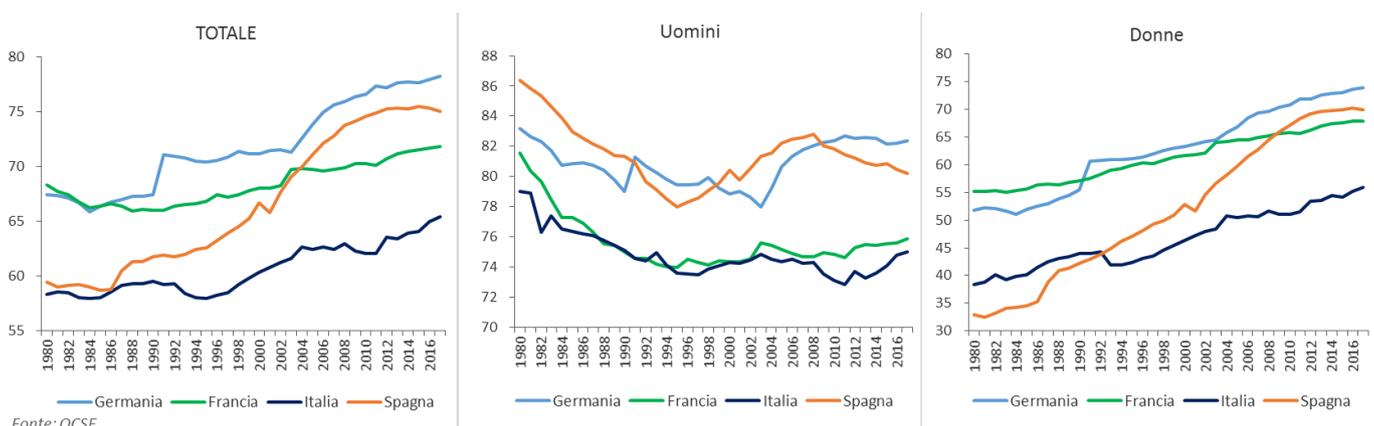
	Italia	Germania	Francia	Spagna	Eurozona
1995-2017	0.4	1.5	1.4	0.6	1.3
2003-2017	0.3	1.3	0.8	1.0	1.2
2003-2009	-0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
2009-2017	0.7	1.9	1.0	1.4	1.6

Fonte: Istat, Misure di produttività

Per quanto riguarda invece la partecipazione al mercato del lavoro, il Grafico 3 mostra che l'Italia non solo non ha ridotto l'ampio gap nel tasso di attività rispetto a Germania e Francia prevalente prima dell'avvio dell'euro, ma ha anche visto aumentare in maniera molto ampia quello con la Spagna.

Più in particolare, il tasso di partecipazione femminile, pur se in costante aumento in Italia, è rimasto molto lontano da quelli di Germania e Francia e risulta ora ampiamente inferiore anche rispetto a quello della Spagna.

**GRAFICO 3.**  
Tassi di partecipazione al mercato del lavoro



**La dinamica molto dimessa della produttività a livello aggregato si è riflessa in un andamento sfavorevole della competitività relativa.** Questo andamento è evidenziato dal Grafico 4 che mostra l'andamento del CLUP di ciascuna economia relativo alla media dell'Area Euro (in termini di variazione percentuale sui 10 anni precedenti).

Il grafico evidenzia che l'economia italiana ha, nel complesso, continuato a perdere competitività in misura molto marcata nel primo decennio dell'euro, ma con una riduzione significativa del divario nel corso degli ultimi anni.

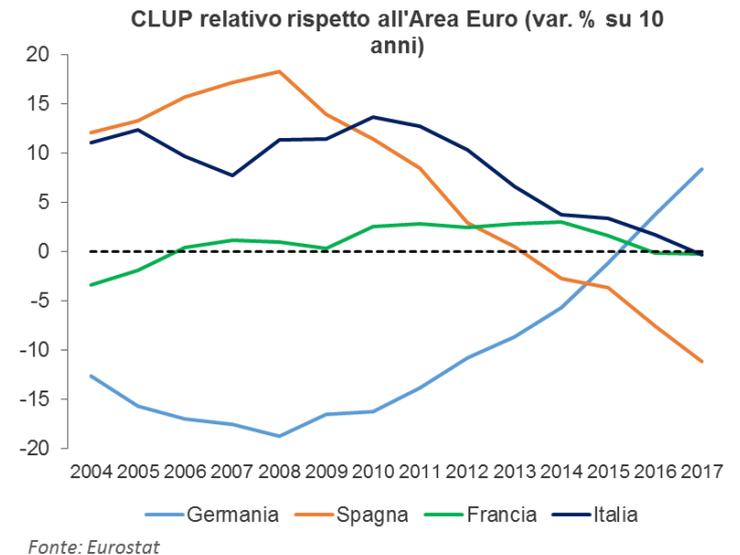
Una perdita di competitività molto pesante (e superiore a quella italiana) ha riguardato l'economia spagnola fino alla Grande Recessione, mentre la Francia ha avuto una dinamica sostanzialmente allineata a quella media dell'Area Euro.

Il contraltare dell'indebolimento competitivo di economie come quella italiana e spagnola è stato l'enorme aumento di competitività della Germania, che nel corso dell'ultimo decennio si è però ampiamente esaurito.

**La ridotta crescita e la più dimessa dinamica produttiva non hanno comunque compromesso la capacità esportatrice dell'Italia.** Il Grafico 5 evidenzia che il fatturato del settore manifatturiero italiano ha risentito soprattutto dell'indebolimento della domanda interna ed è stato sostenuto interamente dalla domanda estera, soprattutto dal 2011 in avanti.

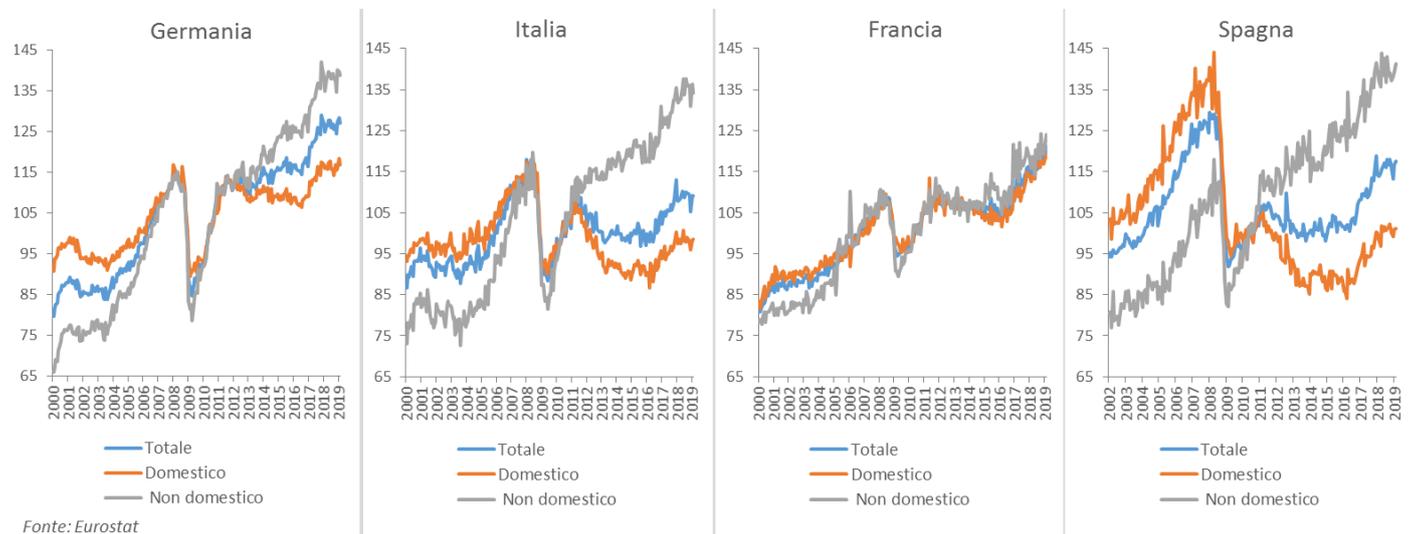
Il fatturato derivante dalle esportazioni è inoltre sugli stessi livelli relativi della Germania, mentre la Francia presenta una dinamica molto più equilibrata tra fatturato interno ed estero.

**GRAFICO 4.**



**GRAFICO 5.**

**Fatturato nel settore manifatturiero, scomposizione per direzione della domanda**



Un simile divario tra domanda interna ed estera **sottolinea la capacità del settore manifatturiero italiano di competere sui mercati mondiali**, a dispetto delle difficili condizioni interne.

Il settore esportatore italiano è infatti ai primi posti nel mondo per eterogeneità e complessità dei beni esportati.

La più recente rilevazione del “Trade Performance Index” calcolato dall’International Trade Centre (WTO/UN), presentata nella Tabella 5, evidenzia che l’Italia è ai primi posti delle classifiche dell’*export* mondiale in numerosi settori, non solo in quelli più notoriamente legati al “Made in Italy” (abbigliamento e calzature), ma anche nella meccanica, nei mezzi di trasporto e nei prodotti di base.

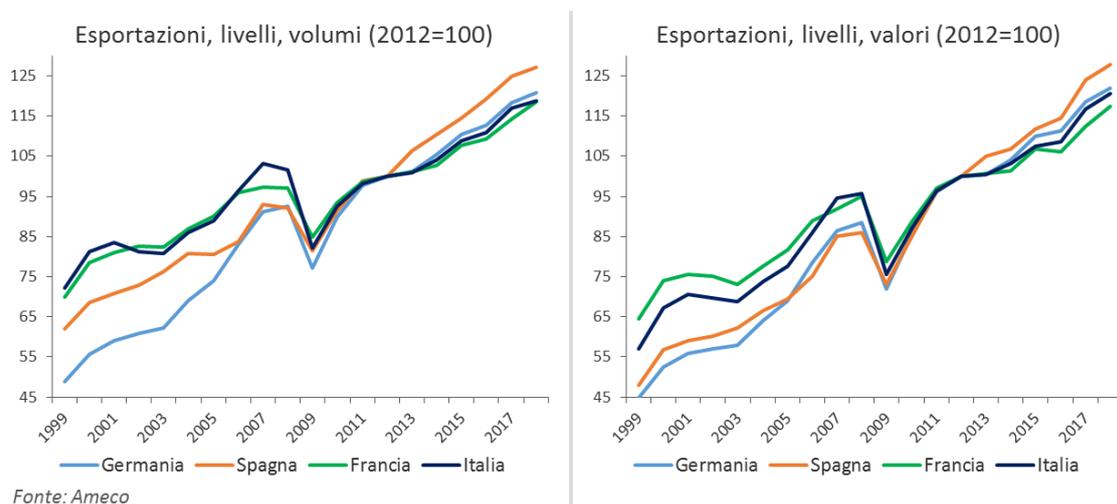
**TABELLA 5.**  
Trade Performance Index

Anno 2016	Germania	Italia	Cina	Francia	Spagna	Giappone	USA	UK
Tessile	3	2	1	13	12	19	33	23
Abbigliamento	19	2	1	14	9	102	94	33
Pelletteria e calzature	16	1	3	10	7	114	76	34
Meccanica non elettronica	1	2	3	9	13	7	21	12
Miscellanea	1	2	3	15	28	6	20	14
Prodotti di base	2	3	1	15	6	4	43	21
Meccanica elettronica	1	2	20	7	15	3	25	19
Mezzi di trasporto	1	3	2	13	9	16	30	24
Alimentari lavorati	1	6	3	2	5	114	5	73
ITC	6	25	5	21	36	35	31	22
Prodotti in legno	1	9	10	23	7	70	24	53
Chimica	1	11	7	2	12	6	10	18
Alimentari freschi	21	42	23	14	1	161	5	73
Minerali	41	88	123	52	51	130	7	15

Fonte: International Trade Centre, in evidenza in azzurro le prime tre posizioni a livello mondiale

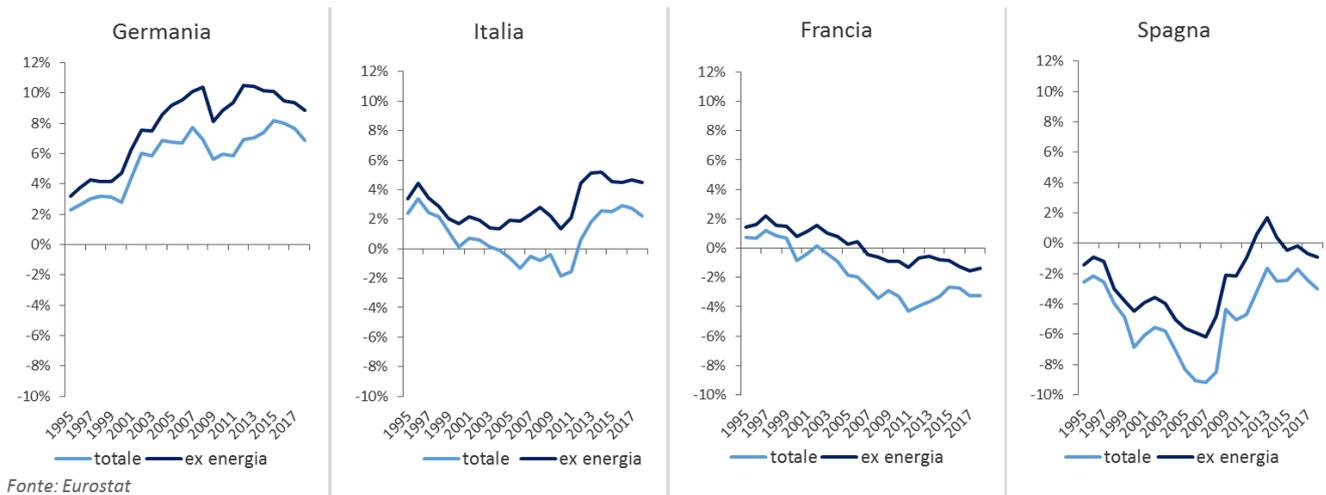
La relativa solidità e il graduale recupero di competitività del settore manifatturiero italiano si sono riflessi, in particolare, in un **andamento piuttosto vivace delle esportazioni, soprattutto a partire dal 2012-2013** (si veda il Grafico 6).

**GRAFICO 6.**



Di conseguenza, la bilancia commerciale italiana, che era risultata prevalentemente in passivo nei primi anni dell’euro (peraltro in misura piuttosto contenuta, se si tiene conto anche della dipendenza energetica del paese), ha registrato un deciso miglioramento dopo la Grande Recessione (anche grazie alla moderazione della domanda interna).

**Al netto della componente energetica, l’Italia ha costantemente mantenuto un avanzo della bilancia commerciale negli ultimi 20 anni** (Grafico 7), a differenza, ad esempio della Francia e, in misura ancora più evidente, della Spagna.

**GRAFICO 7.**
**Bilancia commerciale in % del PIL, totale e al netto della componente energetica**


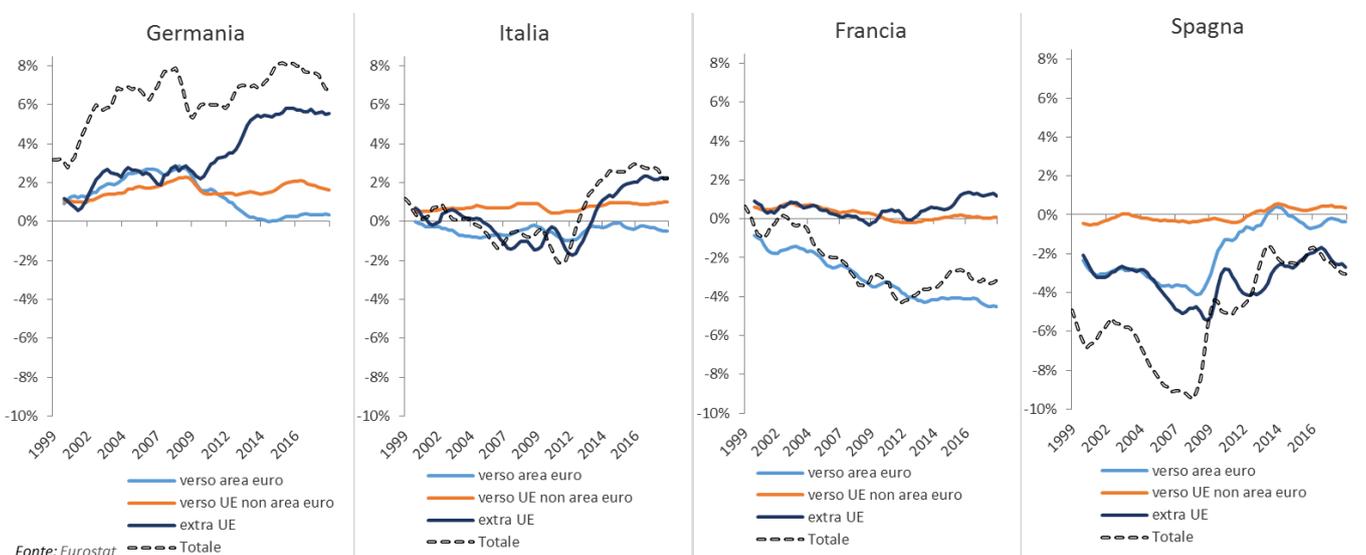
Al riguardo, la disaggregazione geografica del saldo commerciale, presentata nel Grafico 8, **evidenzia andamenti alquanto eterogenei tra le principali economie dell'Area Euro.**

L'Italia ha mantenuto un lieve disavanzo nei confronti degli altri paesi dell'Area Euro e un più ampio *surplus* verso i paesi EU fuori dall'euro: il miglioramento nel saldo commerciale (pari al 4% circa del PIL) nel corso degli ultimi anni è quindi giunto per intero dal commercio extra EU.

Quest'ultima dinamica, sullo stesso periodo, è stata comune anche alla Germania (dove comunque l'incremento del saldo verso l'area non-EU è stato meno pronunciato in percentuale del PIL). Nel caso della Germania questo miglioramento ha compensato la riduzione (e il quasi azzeramento) dell'avanzo nei confronti del resto dell'Area Euro.

La Francia ha invece registrato un significativo deterioramento, con il passaggio da un sostanziale pareggio nell'interscambio all'avvio dell'euro all'attuale disavanzo del 3% circa del PIL.

La Spagna ha registrato una dinamica per certi versi simmetrica rispetto a quella della Germania nella prima decade dell'euro: un disavanzo in allargamento sia nei confronti degli altri paesi dell'euro, sia rispetto alle economie extra-EU (fino ad un massimo prossimo al 10% del PIL). A partire dalla Grande Recessione e grazie al recupero di competitività evidenziato in precedenza il disavanzo commerciale della Spagna è stato ridotto (soprattutto nei confronti del resto dell'Area Euro), ma rimane non trascurabile (intorno al 3% del PIL).

**GRAFICO 8.**
**Bilancia commerciale in % del PIL, disaggregazione geografica**


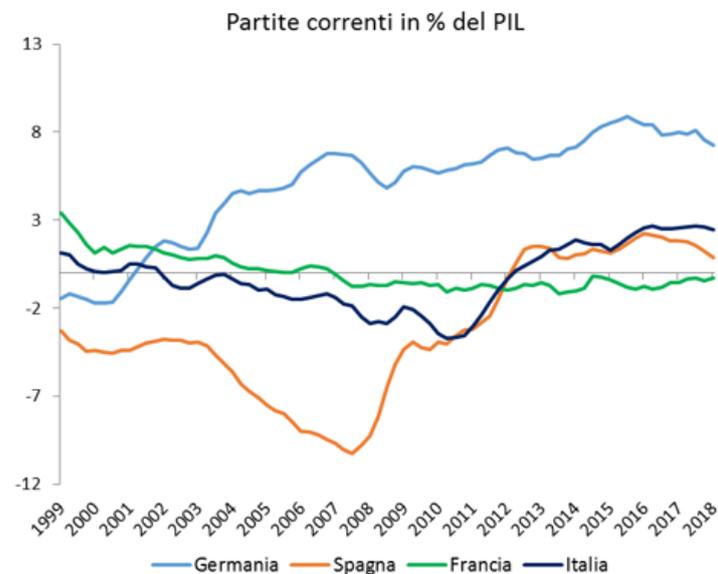
L'andamento dei saldi della bilancia commerciale è largamente riflesso nella dinamica delle partite correnti delle diverse economie, illustrata nel Grafico 9 (oltre alla bilancia commerciale, le partite correnti includono anche il saldo tra esportazioni e importazioni di servizi ed il saldo del conto reddituale, ovvero delle remunerazioni dei fattori produttivi da e verso il resto del mondo, nonché il saldo dei trasferimenti).

**Dopo il deterioramento che ha preceduto lo scoppio della crisi del debito sovrano, Italia e la Spagna sono tornate a registrare un surplus di partite correnti**, mentre nel caso della Germania, partita con un lieve disavanzo all'avvio dell'euro, il saldo delle partite correnti si è assestato negli ultimi anni sopra il 5%.

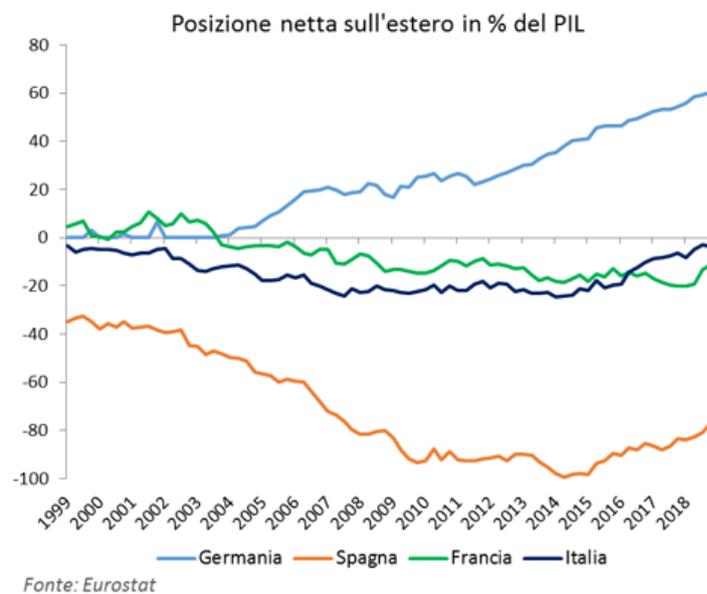
In termini di posizione netta sull'estero (ovvero la differenza tra attività e passività finanziarie verso il resto del mondo e che rappresenta, in prima approssimazione, la cumulata dei saldi delle partite correnti) si può osservare (Grafico 10) come, accanto all'ingente *surplus* tedesco (ora superiore al 60% del PIL), vi sia una condizione di sostanziale pareggio della Francia e dell'Italia (con un miglioramento non trascurabile di quest'ultima nel corso degli ultimi anni).

Al contrario, la Spagna presenta un maggiore squilibrio, derivante dall'accumulo nel corso del tempo di deficit di bilancia commerciale e di partite correnti consistenti.

**GRAFICO 9.**



**GRAFICO 10.**

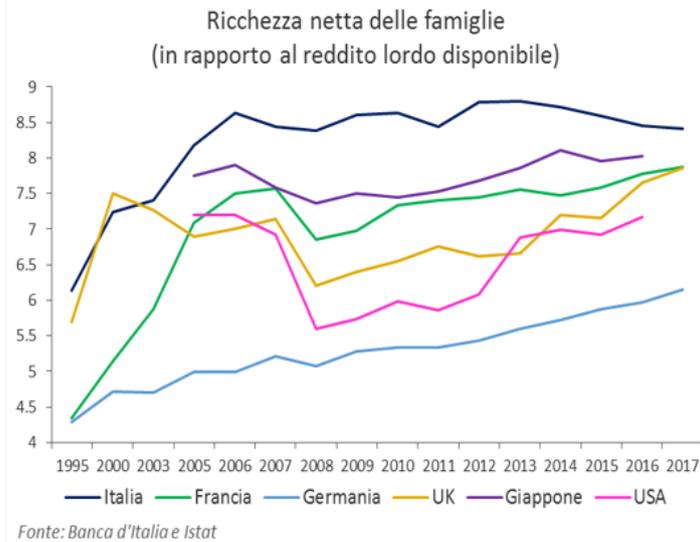
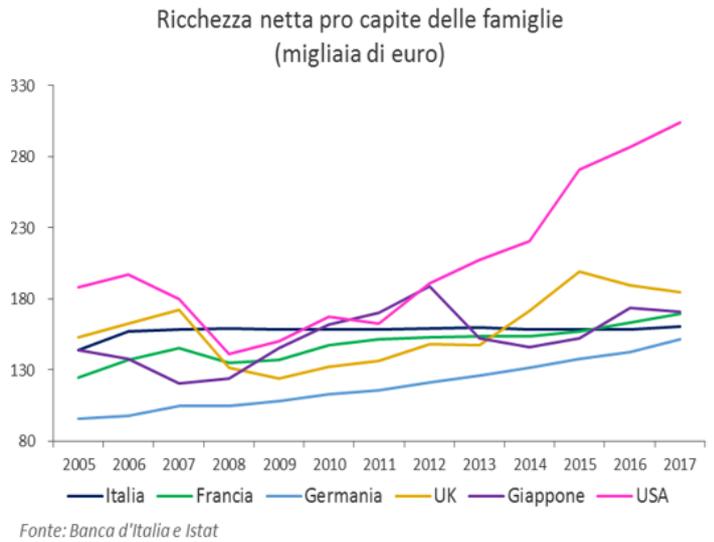


Partite correnti positive riflettono un eccesso di risparmio rispetto agli investimenti nel sistema economico.

La dinamicità del settore manifatturiero ha **consentito all'Italia di accumulare nel tempo anche una notevole ricchezza complessiva delle famiglie, una delle più elevate tra i paesi avanzati.**

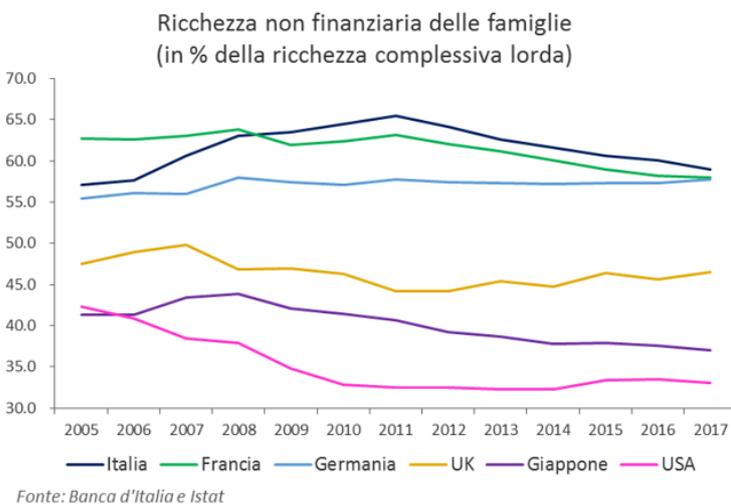
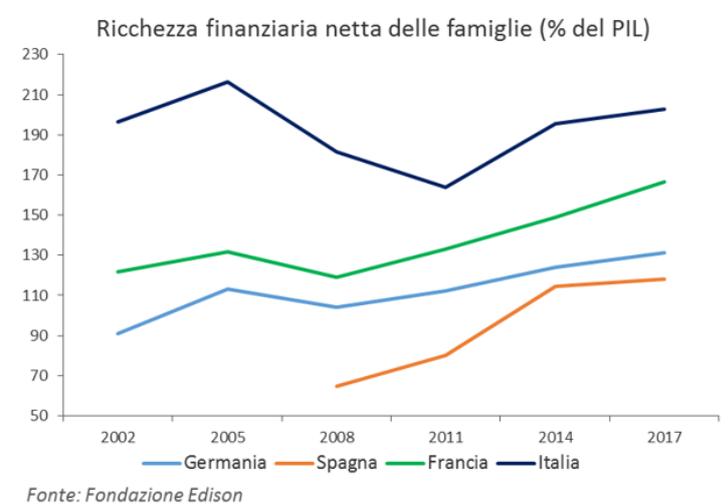
Il Grafico 11 è tratto dal recente rapporto della Banca d'Italia (in collaborazione con l'Istat) sulla ricchezza delle famiglie italiane e mostra un raffronto internazionale della ricchezza totale netta delle famiglie (come multiplo del reddito lordo disponibile).

Nonostante la debole dinamica di crescita del PIL, **la ricchezza delle famiglie italiane rispetto al reddito è rimasta stabile ed elevata**, ad un livello superiore a quello di tutti i principali paesi dell'OCSE. Anche in termini pro-capite l'andamento della ricchezza delle famiglie appare in linea con quello delle altre principali economie dell'Area Euro (e, peraltro, largamente inferiore nel corso degli ultimi anni a quella degli USA), come evidenzia il Grafico 12.

**GRAFICO 11.**

**GRAFICO 12.**


Per quanto riguarda la composizione della ricchezza, non sorprendentemente la parte del leone per le famiglie italiane è stata nel corso del tempo rappresentata dalla componente immobiliare (pur se in graduale flessione negli ultimi anni), abbastanza in linea con l'esperienza di Germania e Francia (mentre la componente finanziaria ha un peso decisamente superiore nel Regno Unito e soprattutto negli USA), come mostrato nel Grafico 13.

Da notare, peraltro, che anche se si considera la sola componente finanziaria della ricchezza (in percentuale del PIL) l'Italia supera la Germania e la Francia (Grafico 14).

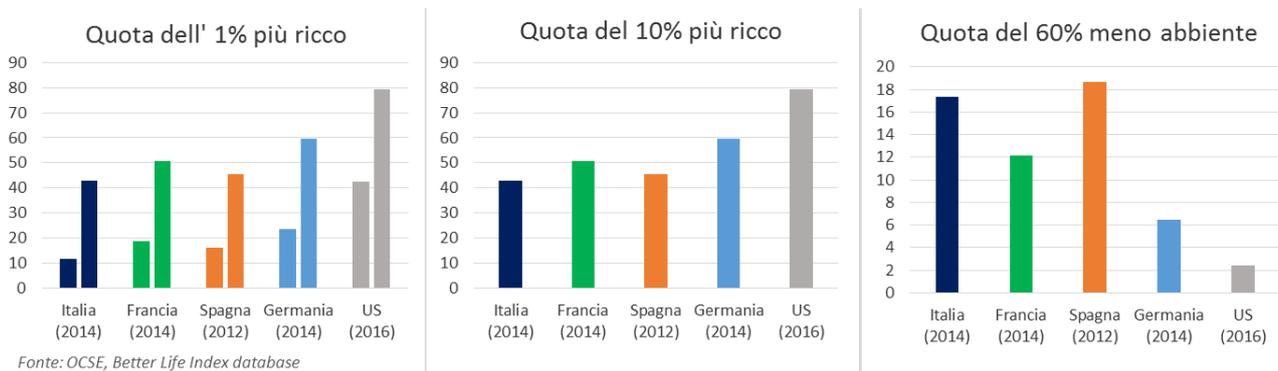
**GRAFICO 13.**

**GRAFICO 14.**


**La distribuzione della ricchezza in Italia nell'ultimo ventennio è rimasta tra le meno diseguali, insieme alla Spagna, probabilmente proprio in ragione della preferenza per l'investimento immobiliare nei patrimoni delle famiglie.**

Il Grafico 15, di fonte OCSE, mostra la quota di ricchezza complessiva detenuta dall'1% e dal 10% più ricco della popolazione, nonché la quota detenuta dal 60% meno abbiente.

Per Italia e Spagna si nota una quota minore di ricchezza detenuta dall'1% e dal 10% più ricco della popolazione rispetto agli Stati Uniti, ma anche rispetto alla stessa Germania, che mostra una distribuzione della ricchezza maggiormente diseguale.

**GRAFICO 15.**  
**Distribuzione della ricchezza delle famiglie**



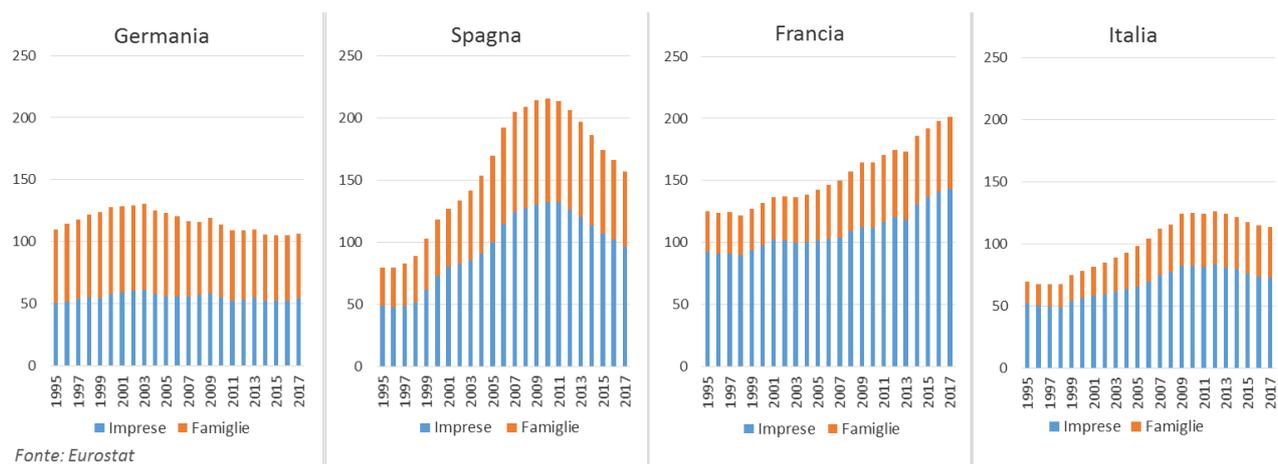
**L'adesione alla moneta unica ha consentito di beneficiare di una discesa dell'inflazione e di un processo di convergenza dei tassi di interesse, sia per il settore pubblico sia per il settore privato, una novità rilevante soprattutto per quelle economie che nei decenni precedenti avevano sperimentato frequenti svalutazioni e instabilità finanziaria.**

La significativa riduzione dei tassi di interesse in un contesto di maggiore stabilità finanziaria, soprattutto durante il periodo immediatamente precedente all'adozione dell'euro e fino al 2006-2007, ha **agevolato l'accesso al credito del settore privato e aumentato il livello complessivo d'indebitamento.**

Ne sono derivate condizioni di squilibrio e bolle in alcuni mercati (ad esempio, quello immobiliare in Spagna e Irlanda), con conseguenti ripercussioni sul settore bancario. L'Italia è stata interessata da questo fenomeno solo in minima parte e non ha registrato gli eccessi di altre economie dell'Area Euro.

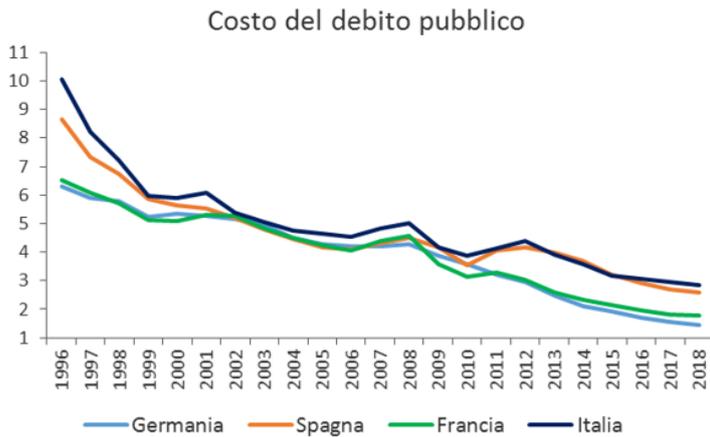
Come evidenziato dal Grafico 16, **l'Italia ha pertanto mantenuto un livello di indebitamento del settore privato estremamente contenuto e simile alla Germania**, al contrario di Francia e Spagna, dove si è verificato un marcato aumento.

**GRAFICO 16.**  
**Indebitamento del settore privato (% del PIL)**

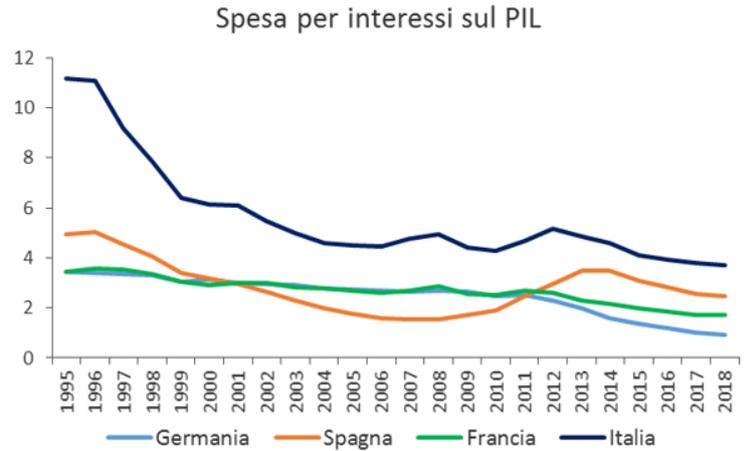


**Anche il settore pubblico ha tratto beneficio del processo di convergenza dei tassi di interesse, che ha consentito di generare notevoli risparmi per le finanze statali, grazie alla possibilità di rinnovare il debito in scadenza a tassi di interesse più bassi (Grafico 17).**

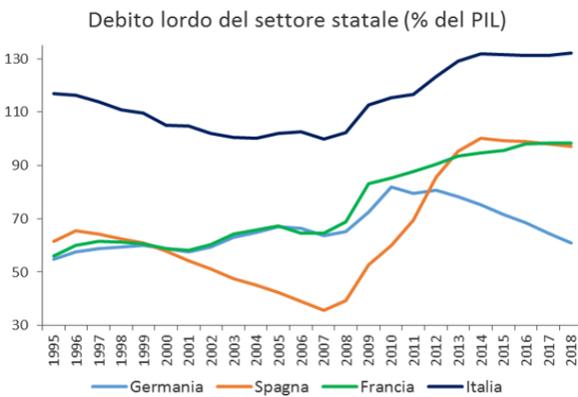
Ne è conseguita una considerevole riduzione della spesa per interessi in percentuale del PIL (Grafico 18), soprattutto per l'Italia, che già prima dell'ingresso nella moneta unica presentava un indebitamento del settore pubblico più elevato rispetto alla media dell'Eurozona.

**GRAFICO 17.**


Fonte: Ameco

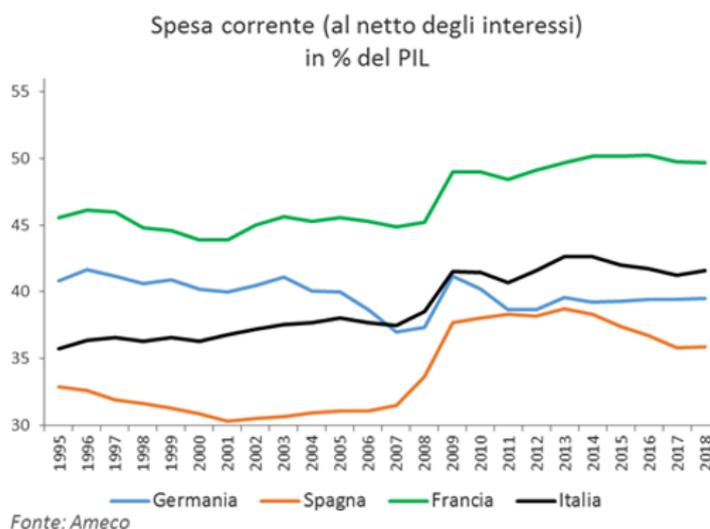
**GRAFICO 18.**


Fonte: Ameco

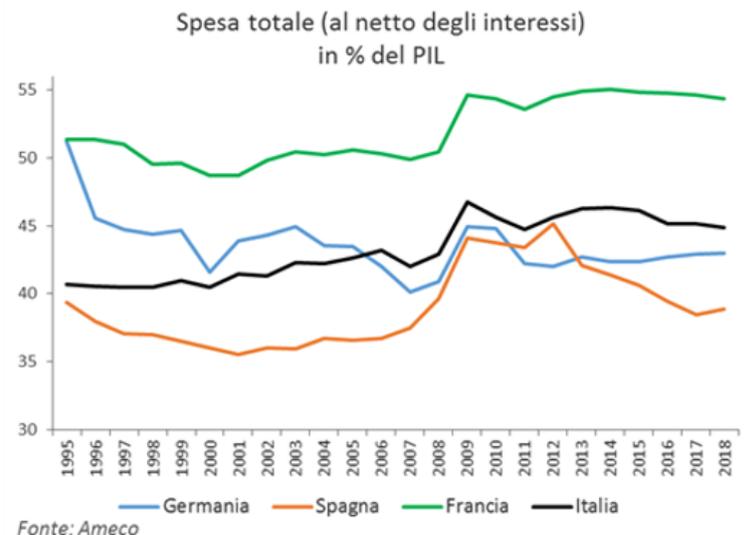
**GRAFICO 19.**


Fonte: Ameco

**al PIL e dal 1995 al 2017 è salita maggiormente rispetto agli altri partners dell'Area Euro (+5.5 % del PIL), seguita dalla Francia (+4.0), rispetto all'aumento del 3% in Spagna e alla riduzione di -1.4% in Germania, come evidenziato dal Grafico 20.**

**GRAFICO 20.**


Fonte: Ameco

**GRAFICO 21.**


Fonte: Ameco

Il Grafico 21 mostra inoltre che alle stesse conclusioni si giunge se si considera non la sola spesa corrente, ma il totale della spesa al netto degli interessi.

Pertanto, il debito dell'Italia in rapporto al PIL è rimasto il più elevato tra le principali economie dell'Area Euro, anche va osservato che l'andamento delle finanze pubbliche di Spagna e Francia ha subito un netto deterioramento nell'arco del ventennio considerato.

Solo la Germania è riuscita ad avviare una traiettoria discendente del debito pubblico.

## Un quadro di riferimento per le obbligazioni governative europee

Luca Vaiani – Responsabile Investment Strategy di Fideuram Investimenti

Silvana Vergara – Analista team Investment Strategy di Fideuram Investimenti

Simone Pecoretti – Portfolio Manager team Investment Strategy di Fideuram Investimenti

L'investimento in obbligazioni governative europee è rappresentativo di rischi di credito e politici eterogenei accumulati dalla medesima politica monetaria. Nei 20 anni dall'inizio dell'Unione Monetaria, i tassi sui titoli di Stato dei paesi aderenti hanno prezzato diversamente questi premi per il rischio.

In estrema sintesi possiamo riconoscere tre periodi principali che hanno comportato differenti regimi di correlazione tra tassi core, semi-core e periferici:

- 1 una prima fase di forte convergenza dalla introduzione della moneta unica fino all'autunno 2009<sup>1</sup>;
- 2 una fase di frammentazione del rischio di credito, di forti preoccupazioni per la sostenibilità del debito di alcuni paesi che sono poi stati interessati da misure di austerità e di relazione inversa tra tassi tedeschi e tassi periferici; il culmine si raggiunse nella parte centrale del 2012, grazie al freno esercitato dal "whatever it takes" di Mario Draghi<sup>2</sup>, che avviò un terzo stadio;
- 3 una fase di crescente incidenza della politica monetaria sulla curva delle obbligazioni governative dell'Area Euro.

Nella nostra analisi nella valutazione del tasso core teniamo conto delle misure convenzionali e non convenzionali della BCE, del differente impatto delle variabili macroeconomiche core e periferiche, dell'impatto degli shock internazionali e dei differenziali con i tassi USA.

Per i tassi periferici ci concentriamo sul periodo 2011-2019 in cui identifichiamo i differenti impatti di politica monetaria, rischio di credito e rischi specifici con particolare riferimento a Italia, Spagna e Portogallo.

In Italia il peso del debito, dovuto anche alla crescita lenta e discontinua, ha mantenuto elevato e ultimamente reso ascendente il rischio di credito, nonostante i fattori positivi del saldo di partite correnti e dell'elevato risparmio delle famiglie.

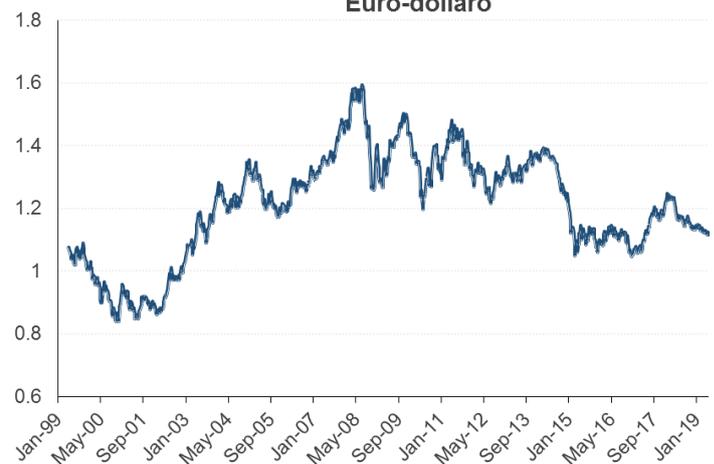
GRAFICO 22.

Tassi 10 anni Area Euro



GRAFICO 23.

Euro-dollaro



<sup>1</sup> Si fa riferimento alla rivelazione pubblica del neo-ministro G. Papandreou che i bilanci dei precedenti governi greci erano stati falsificati. Questo innescò il processo di reintroduzione dei premi per il rischio di credito per i diversi paesi e avviò la crisi del debito sovrano.

<sup>2</sup> "La BCE farà tutto il necessario per sostenere l'euro. E, credetemi, sarà sufficiente". Questa la famosa frase che il presidente della BCE Mario Draghi pronunciò all'UKTI's Global Investment Conference il 26 luglio 2012.

GRAFICO 24.

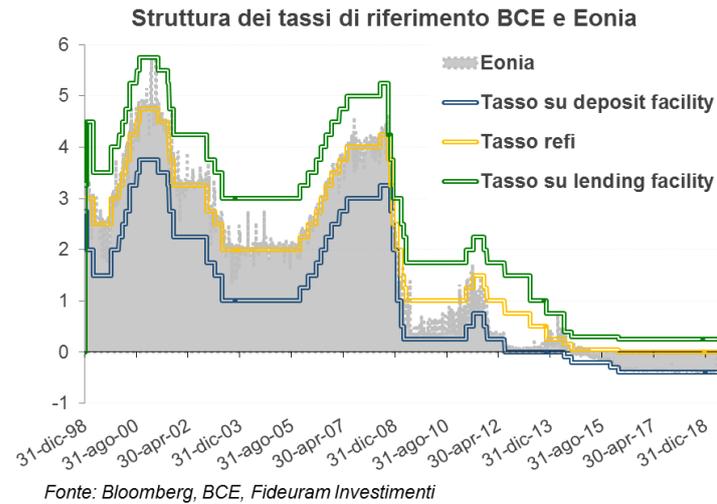
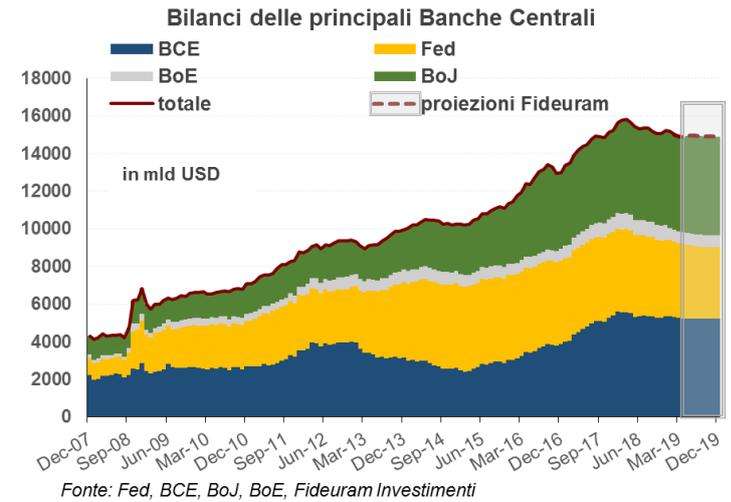


GRAFICO 25.



L'investimento in obbligazioni governative europee è rappresentativo di rischi di credito e politici eterogenei accumulati dalla medesima politica monetaria.

**La disomogeneità dei fondamentali macro e delle singole politiche fiscali rende l'impatto della politica monetaria della BCE diverso per i vari paesi.**

Questa analisi mira a contestualizzare le valutazioni correnti delle obbligazioni governative dei diversi paesi europei con i diversi elementi fondamentali che le definiscono.

Al momento della scrittura di questa nota l'indice *Bloomberg Barclays Euro Aggregate Treasury*, rappresentativo dell'universo governativo dell'area Euro, ha un tasso di rendimento a scadenza pari a 0.54%<sup>3</sup> e ha una composizione quasi equamente ripartita tra i cosiddetti paesi "core" (Germania, Francia, Olanda, Finlandia, Austria che pesano nel complesso il 52% circa) e "semi-core" (Belgio, Irlanda) e "periferici" (Italia, Spagna, Portogallo, e altri di peso marginale).

Il rendimento a scadenza della parte *core* è prossimo a zero mentre quello della componente *semi-core* e periferica è in media di circa l'1,1%.

TABELLA 6.

Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury				
	peso %	rendimento a scadenza	duration	rating medio
<b>Indice complessivo</b>	<b>100.00</b>	<b>0.53</b>	<b>7.83</b>	
Francia	25.12	0.11	8.37	AA
Italia	22.18	1.98	6.48	BBB
Germania	16.59	-0.27	7.78	AAA
Spagna	14.26	0.56	7.69	A-
Belgio	6.21	0.32	9.43	AA-
Olanda	4.93	-0.12	8.27	AAA
Austria	3.68	0.05	9.49	AA+
Portogallo	2.33	0.50	6.53	BBB
Irlanda	1.76	0.25	8.00	A+
Finlandia	1.48	-0.09	7.42	AA+
Slovacchia	0.55	0.27	8.58	A
Slovenia	0.42	0.50	9.19	A-
Cipro	0.13	0.99	7.61	BB+
Lussemburgo	0.13	-0.30	4.41	AAA
Lettonia	0.12	0.61	10.11	A-
Lituania	0.09	0.71	10.31	A-
Malta	0.02	0.50	5.86	A+

Dati al 20 maggio 2019

<sup>3</sup> L'indice ha una *duration* poco inferiore a 8 anni e il rendimento a scadenza è al lordo delle tasse.

**La nostra analisi mostra che la valutazione della parte core, ed in particolare del Bund, è cara, ovvero i tassi di rendimento sono più bassi rispetto a quanto suggerito dai fondamentali macro.**

Questo dipende da una pluralità di fattori, tra cui i più rilevanti sono:

- (1) L'effetto scarsità che caratterizza il Bund<sup>4</sup>;
- (2) L'attrattiva relativa del Bund rispetto ad emittenti di elevata qualità tenuto conto dell'effetto di copertura del cambio e dell'inclinazione della curva<sup>5</sup>;
- (3) Un certo ammontare di premio per il rischio anche di natura politica che il Bund assorbe e invece ritroviamo prezzato, per esempio, nel BTP.

Va anche detto che **l'evoluzione del contesto macro giustifica tassi di interesse più bassi rispetto al recente passato.**

Questo dipende dal deterioramento del mix di crescita e inflazione in area Euro, e dall'approccio maggiormente accomodante della BCE che ha spostato in avanti i tempi di normalizzazione della politica monetaria, con il mercato che dubita che questo possa accadere in questo ciclo economico.

GRAFICO 26.

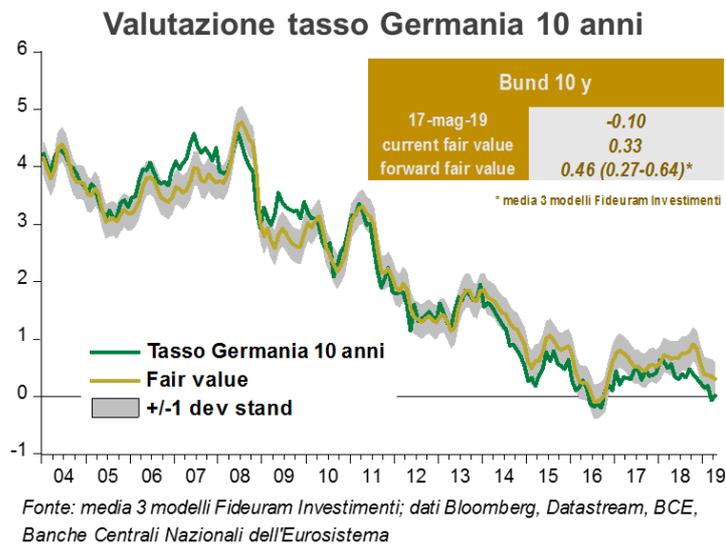
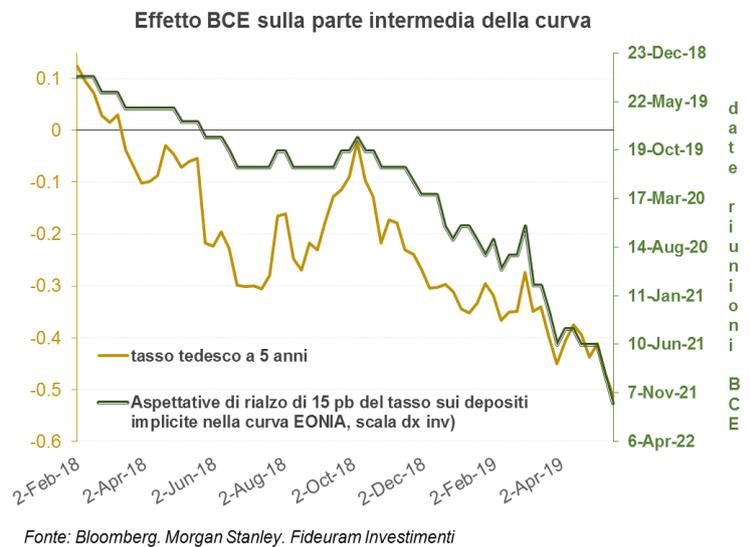


GRAFICO 27.



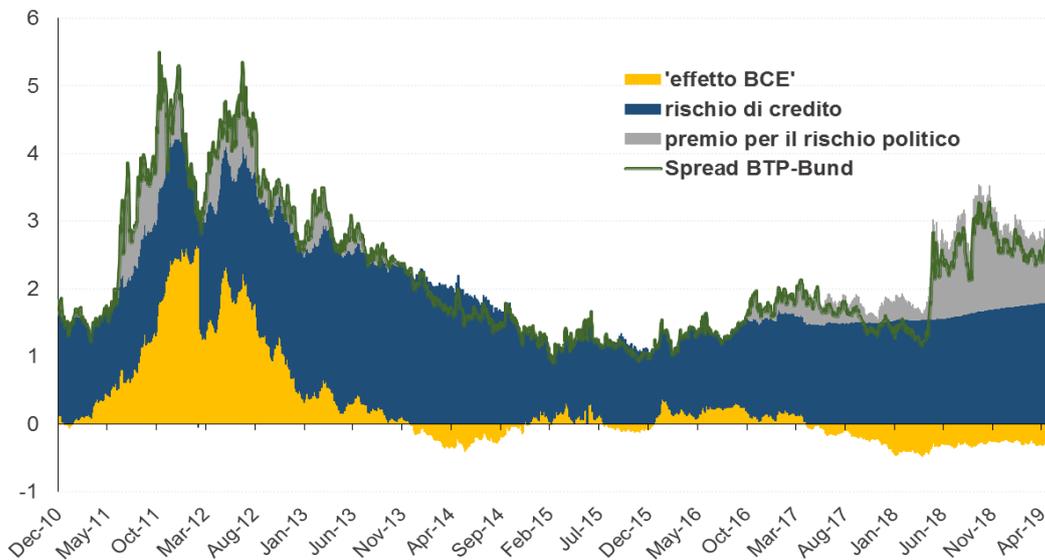
Riassumendo, i tassi di interesse della componente core sono un po' più bassi rispetto a dove pensiamo debbano essere, ma non vediamo nemmeno spazi per rialzi significativi perché i fondamentali e l'evoluzione della politica monetaria definiscono un contesto di tassi bassi per il prevedibile futuro.

L'analisi della componente semi-core e periferica necessita della **valutazione ad hoc del rischio di credito dei singoli paesi emittenti e abbiamo concentrato l'analisi su Italia, Spagna e Portogallo.**

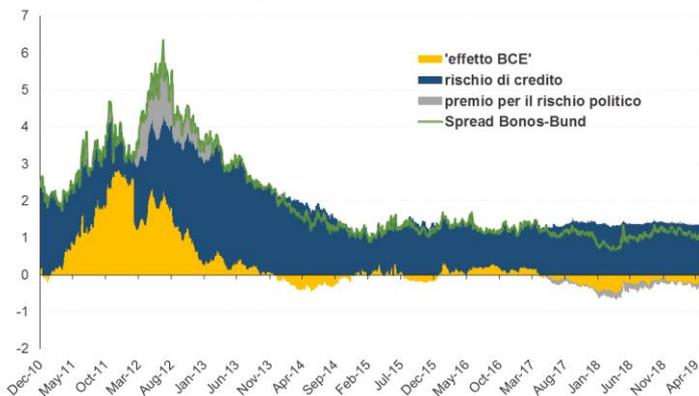
Le dinamiche del rischio di credito dei tre paesi sono diverse, con l'**Italia** che negli ultimi anni ha visto un **aumento della componente dello spread spiegata dal rischio di credito**, che riflette la dinamica sfavorevole della finanza pubblica del nostro paese.

<sup>4</sup> Ovvero il fatto che l'ammontare emesso è limitato rispetto alla domanda totale di *safe asset* (per investimento, collaterale e dimensione del programma di acquisti della BCE)

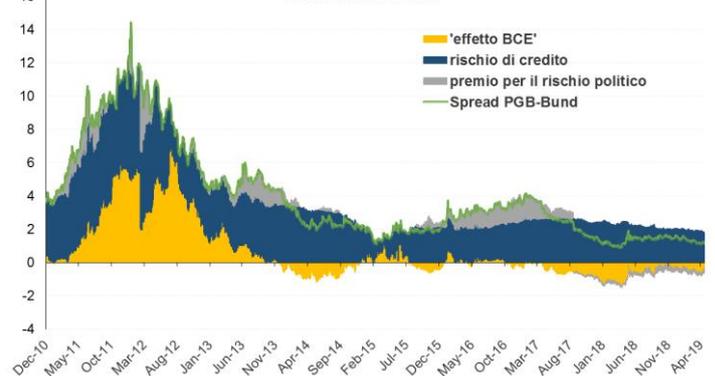
<sup>5</sup> Una volta tenuto conto del costo della copertura del cambio il Bund rende circa 50 punti base più del Treasury. Inoltre, la curva del Bund è più inclinata di quella del Treasury così che il *roll-down* sulla curva tedesca è più attraente rispetto a quella americana.

**GRAFICO 28.**
**Scomposizione dello spread Italia-Germania 10 anni**


Fonte: Datastream, stime Fideuram Investimenti

**GRAFICO 29.**
**Scomposizione dello spread titoli governativi Spagna-Germania 10 anni**


Fonte: Datastream, stime Fideuram Investimenti

**GRAFICO 30.**
**Scomposizione dello spread titoli governativi Portogallo-Germania 10 anni**


Fonte: Datastream, stime Fideuram Investimenti

Per contro, **il rischio di credito di Spagna e Portogallo è rimasto sostanzialmente invariato** per via della recente stabilità della traiettoria del debito pubblico di questi paesi<sup>6</sup>.

Il Portogallo è però caro a causa di un significativo impatto della politica monetaria della BCE che contribuisce a tenere i tassi più bassi di quanto sia suggerito dai fondamentali. Questo avviene perché anche il Portogallo si caratterizza per un effetto scarsità. A differenza della Germania per la quale l'effetto scarsità dipende dal basso livello del debito e dalla ridotta disponibilità sul mercato di emissioni ad alto *rating*, nel caso del Portogallo questo deriva anche dall'effetto dei programmi di assistenza EFSF/ESM (attualmente pari a oltre 50 miliardi, circa il 20% del debito).

L'effetto del QE della BCE è dunque superiore nel caso del Portogallo rispetto alla Spagna e all'Italia e possiamo dire che la politica monetaria europea è maggiormente espansiva per l'economia portoghese che beneficia di tassi più bassi di quanto non sia giustificato dai fondamentali.

Se i titoli di stato spagnoli appaiono nel complesso correttamente valutati, l'Italia paga un premio di circa 100 punti base rispetto al proprio merito di credito a causa di un elemento di rischio ulteriore che riteniamo essere strettamente connesso a fattori politici locali. Ovvero il rischio che le politiche economiche attuate dal governo possano portare ad un deterioramento ulteriore delle dinamiche di finanza pubblica. Inoltre l'Italia in questa fase mette in discussione il raggiungimento dei target di politica fiscale indicati dall'Europa, creando tensioni con le istituzioni comunitarie e mantenendo un forte elemento di incertezza.

<sup>6</sup> La dimensione complessiva del rischio di credito spagnolo è inferiore a quella di Italia e Portogallo, in virtù di un indebitamento pubblico inferiore e di un *rating* migliore.

La dimensione del premio per il rischio italiano è dipendente dall'evoluzione politica del nostro paese, con una condizione di maggiore stabilità che potrebbe contribuire alla compressione del premio o viceversa in caso di deterioramento del quadro politico e di conseguente gestione della finanza pubblica.

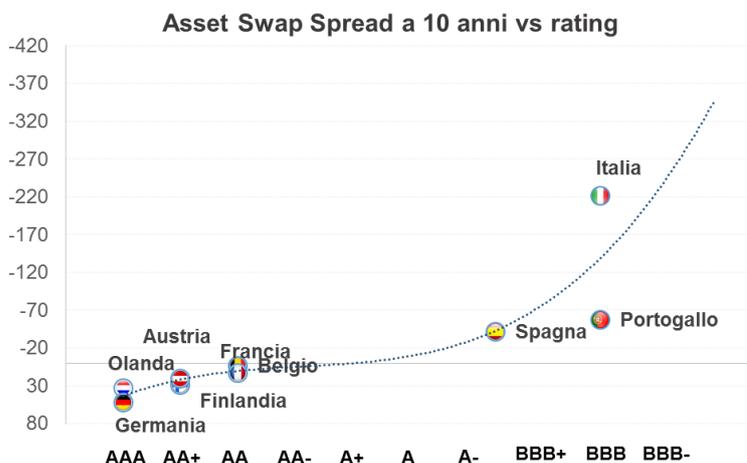
Quando confrontiamo questa componente dello *spread* con episodi passati (per esempio il periodo 2011 / 2012) arriviamo a concludere che l'area di corretta valutazione dello *spread* tra BTP e Bund è compreso tra 240 e 280 punti base.

Riteniamo dunque che, **a parità di *rating*, i titoli di stato portoghesi siano cari rispetto al BTP, il cui extra-rendimento è però spiegato dal maggiore rischio politico e dall'evoluzione del rapporto debito pubblico rispetto al GDP, anche per le differenti dinamiche di crescita economica.**

Questa conclusione trova un riscontro nel confronto tra questi emittenti e gli indici rappresentativi delle obbligazioni societarie *investment grade* europee<sup>7</sup>.

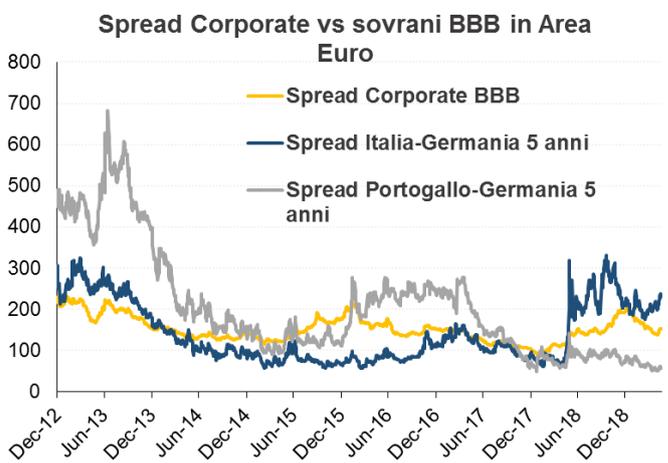
Sebbene esistano evidenti elementi di disomogeneità tra le due classi di attività, troviamo conferma del premio per il rischio che il mercato richiede per la detenzione dei titoli di stato italiani, della sopravvalutazione portoghese e del sostanziale equilibrio della valutazione dei Bonos spagnoli.

GRAFICO 31.



Fonte: Bloomberg, Fideuram Investimenti

GRAFICO 32.



Fonte: Ice BofA ML, Bloomberg, Fideuram Investimenti

**Con la BCE che rimarrà ferma per il prevedibile futuro, il comportamento degli *spread* periferici appare maggiormente dipendente dall'evoluzione macro, dal rischio di mercato e nel caso italiano da elementi politici idiosincratici.** In uno scenario favorevole la ricerca di *carry* può portare ad una parziale compressione degli *spread*, mentre in situazioni di *risk-off* dei mercati guidate da un peggioramento del quadro macro ci aspettiamo che gli *spread* possano allargare anche oltre il nostro *range* di equa valutazione.

L'*asset class* rappresenta un elemento di diversificazione degli attivi rischiosi, pur avendo al suo interno una componente, la periferia, con caratteristiche assimilabili al credito. Ci aspettiamo che la parte *core* possa beneficiare in situazioni di stress, ma che difficilmente sarà in grado di proteggere il portafoglio come nel passato, perché la parte *core* è cara e gli spazi di ulteriore apprezzamento sono limitati, mentre gli *spread* periferici hanno in tal caso margine per allargare.

<sup>7</sup> Al momento il tasso di rendimento a scadenza offerto in media dagli emittenti semi-core e periferici è simile a quello delle obbligazioni societarie *investment grade* europee.

## A cura della Direzione Investimenti



### **Flavio Rovida**

Responsabile Ricerca Macroeconomica  
*Fideuram Investimenti*



### **Francesca Pini**

Analista team Ricerca Macroeconomica  
*Fideuram Investimenti*



### **Ilaria Spinelli**

Analista team Ricerca Macroeconomica  
*Fideuram Investimenti*



### **Luca Vaiani**

Responsabile Investment Strategy  
*Fideuram Investimenti*



### **Silvana Vergara**

Analista team Investment Strategy  
*Fideuram Investimenti*



### **Simone Pecoretti**

Portfolio Manager team Investment Strategy  
*Fideuram Investimenti*



### **Renato Zaffuto**

Responsabile Area Investimenti  
*Fideuram Investimenti*

## Documento a cura di Fideuram Investimenti SGR

Per ogni richiesta di informazioni si prega di contattare il team **Comunicazione e Supporto Commerciale**  
e-mail: [FIComunicazione@fideuramsgr.it](mailto:FIComunicazione@fideuramsgr.it)



Questo documento è pubblicato da Fideuram Investimenti SGR S.p.A., società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del D. Lgs. 58/98, al n. 12 nella Sezione Gestori di OICVM, sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari.

Questo documento – ad uso esclusivo interno - è prodotto in un numero limitato di copie ed è redatto a soli scopi informativi. Esso è **rivolto e strettamente riservato ad intermediari autorizzati o investitori professionali e non è destinato alla distribuzione al pubblico**. Le informazioni contenute nel documento, pertanto, sono confidenziali e non dovranno mai essere, in tutto o in parte, divulgate a terzi, né copiate, distribuite, trasmesse o riprodotte. Fideuram Investimenti SGR **declina qualsiasi responsabilità in caso di diffusione e/o consegna del presente documento a terze parti**. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. **I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile**. Questo documento non ha finalità di, né costituisce in alcun modo un'offerta di acquisto o vendita o una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

**I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI POSSIBILI RENDIMENTI FUTURI. NON VI E' GARANZIA DI OTTENERE UGUALI RENDIMENTI PER IL FUTURO.**

Tale documentazione non è stata depositata in Consob ai sensi dell'art. 101 del d.lgs. 58/98 e successive modifiche.

**Fideuram Investimenti SGR declina ogni responsabilità per eventuali investimenti effettuati esclusivamente sulla base del presente messaggio.**

Copyright © 2015 Fideuram Investimenti. Tutti i diritti riservati. Tutti gli altri marchi appartengono ai rispettivi proprietari