

Allianz Research

Elezioni italiane: cosa aspettarci dai mercati?

Le prospettive fiscali si sono deteriorate, ma è improbabile una replica del 2018

9 Settembre 2022



EXECUTIVE SUMMARY

Andreas (Andy) Jobst
Head Macroeconomic and
Capital Markets Research
andreas.jobst@allianz.com

Maddalena Martini
Economist
maddalena.martini@allianz.com

Katharina Utermöhl
Senior Economist
katharina.uterhoehl@allianz.com

- *L'aumento dei rischi politici ha esacerbato le prospettive economiche già difficili per l'Italia. In vista delle elezioni anticipate del 25 settembre, una coalizione di destra composta da Fratelli d'Italia, Lega e Forza Italia è attualmente in testa alle urne ed è probabile che si assicuri la maggioranza parlamentare. Tuttavia, con i sondaggi del Partito Democratico più moderati al 23% e le possibili coalizioni post-elettorali non ancora chiare, un certo grado di incertezza ancora permane nel risultato.*
- *Gli impegni della campagna si concentrano su costose spese fiscali, che potrebbero mettere alla prova le finanze pubbliche già tese. Inoltre, le riforme relative a NGEU richiederanno un'attuazione tempestiva per garantire i fondi.*
- *I rischi al ribasso per le prospettive fiscali aumenteranno se il nuovo governo "tornerà indietro" alla dissolutezza fiscale pre-Draghi. È necessaria una maggiore spesa per proteggere le famiglie e le imprese vulnerabili dallo shock dei prezzi dell'energia.*
- *Le attuali dinamiche del debito stanno migliorando a causa dell'elevata inflazione (superiore al 5% anche nel 2023), ma stabilizzare il debito nel medio e lungo termine richiederà un maggiore sforzo fiscale dato il previsto rallentamento dell'attività economica; ora ci aspettiamo una contrazione del PIL dello 0,5% nel 2023. Anche se non prevediamo una ripetizione delle lotte fiscali del 2018, molto dipenderà dall'esito delle elezioni e dal progetto di bilancio per il 2023..*
- *I mercati dei capitali non hanno reagito con forza (dato che le elezioni ad un certo punto erano attese). L'allargamento dello spread creditizio sovrano rispetto al Bund tedesco riflette principalmente l'aumento generale dei tassi di interesse piuttosto che il rischio idiosincratico per l'Italia.*

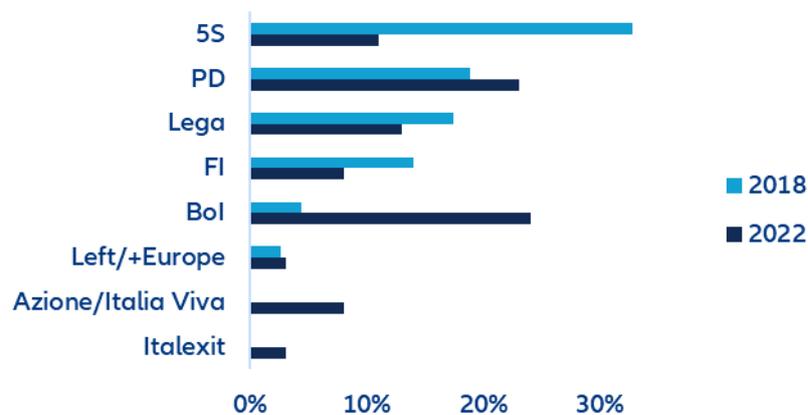
Coalizione di destra in vantaggio nei sondaggi

L'Italia terrà elezioni anticipate il 25 settembre, due mesi dopo il crollo del governo di coalizione guidato dal primo ministro Draghi. Il Movimento Cinque Stelle ha innescato la crisi di governo dopo aver ritirato il suo sostegno al previsto pacchetto di aiuti per il costo della vita (del valore di 20 miliardi di euro), che ha portato i partiti di destra della coalizione Lega e Forza Italia ad astenersi dal successivo voto di fiducia al Senato italiano. Le elezioni anticipate sono state programmate in anticipo anziché durante il primo semestre del 2023 come precedentemente previsto.

È molto probabile che il prossimo governo sia di destra, il che potrebbe sfidare l'agenda europea. I "Fratelli d'Italia" di destra sono in testa ai sondaggi con il 24%, seguiti dal Partito Democratico (PD) al 23%, dalla Lega (14%), dal Movimento Cinque Stelle (12%), da Forza Italia e da Azione + Italia Viva (entrambi all'8%) (Figura 1). Una coalizione formata da FdI + Lega + FI sembra l'esito più probabile (probabile che ottenga circa il 45% dei voti), ottenendo così la maggioranza assoluta dei seggi in Parlamento, secondo la legge elettorale italiana del 2017. Tuttavia, il PD può negoziare un certo sostegno da parte di partiti centristi più piccoli (Azione di Calenda e Italia Viva di Renzi), anche se stabilire relazioni durature appare più impegnativo, data la presenza di partiti di sostegno di estrema sinistra. Dopo aver perso molti parlamentari durante l'anno, il Movimento Cinque Stelle sta correndo da solo, e le possibili alleanze rimangono molto poco chiare e difficili al momento. Nel complesso, il rischio di un parlamento instabile non può essere escluso, data la struttura frammentata dei partiti italiani.

L'incertezza sulla direzione politica si è aggiunta alle preoccupazioni per il deterioramento delle prospettive economiche dell'Italia. Prevediamo una recessione moderata a partire dal 4° trimestre di quest'anno, con una contrazione economica dello 0,5% nel 2023 a causa dell'impennata dei prezzi dell'energia (e dell'ampliamento delle pressioni sui prezzi), insieme al deterioramento della domanda e al crollo della fiducia. L'inflazione rimarrà più persistente e in media sopra il 5% l'anno prossimo. È probabile che i venti contrari strutturali favoriscano una leggera ripresa verso la seconda metà del 2023.

Figura 1: Italia: intenzioni di voto (al 6 settembre 2022)



Fonti: vari sondaggi di voto, Allianz Research

La crisi energetica pesa sulle prospettive di bilancio

Una delle principali preoccupazioni è il potenziale per un significativo allontanamento dall'attuale piano fiscale italiano. Anche in condizioni di base, l'attuale sostegno alla crisi renderà difficile per l'Italia stabilizzare il suo livello di debito nel breve termine. In aggiunta a ciò, gli impegni della campagna potrebbero scontrarsi con le ambizioni europee di ripristinare la disciplina fiscale (Tabella 1). Le proposte di spesa dei partiti di destra e anti-establishment in particolare suggeriscono una politica fiscale più accomodante, che potrebbe mettere in discussione il rispetto del quadro fiscale dell'UE da parte dell'Italia e, più in generale, potrebbe portare a una posizione più ostile nei confronti delle istituzioni dell'UE. Tuttavia, gli impegni potrebbero non tradursi automaticamente in spesa.

Tabella 1: Italia □panoramica degli impegni elettorali che comportano misure fiscalmente onerose

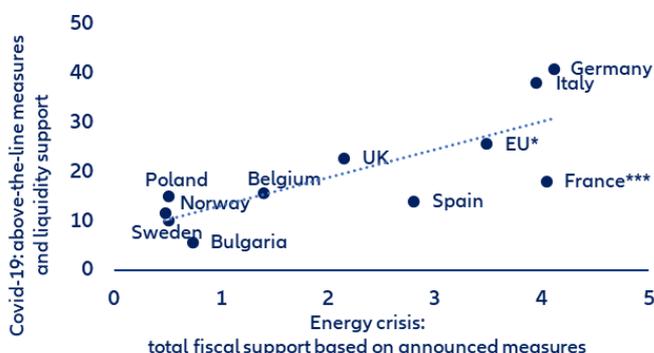
| Partito | Provvedimento | Dettagli |
|---------------------|--|---|
| Lega | Flat tax "Quota 41" di pensionamento | Estensione fino a 100.000 euro di reddito 41 anni di lavoro come unico requisito |
| Forza Italia | Pensioni minime | Aumento a EUR1.000 al mese |
| Cinque Stelle | Reddito di cittadinanza "Superbonus" (credito d'imposta del 110%) | Rafforzamento del regime Impegno a renderlo permanente |
| Partito Democratico | Bonus di 10.000 euro per le persone che compiono 18 anni | Parzialmente finanziato dall'imposta di successione |

Fonti: programmi elettorali dei partiti, Allianz Research

Il progetto di bilancio 2023 da presentare alla Commissione europea entro la metà di ottobre sarà la prima cartina di tornasole; rispettare la scadenza potrebbe essere una sfida (anche se la BCE può approvare una proroga in caso di elezioni). Il bilancio mostrerà se il governo entrante prevede di annullare le iniziative politiche recentemente attuate (ad esempio l'aumento dei pagamenti delle pensioni e l'abbassamento dell'età pensionabile, l'imposta sul reddito universale, il condono fiscale). Tuttavia, ci aspettiamo che l'attuale governo avvii i lavori sul bilancio, che potrebbe fornire una fonte di continuità fiscale.

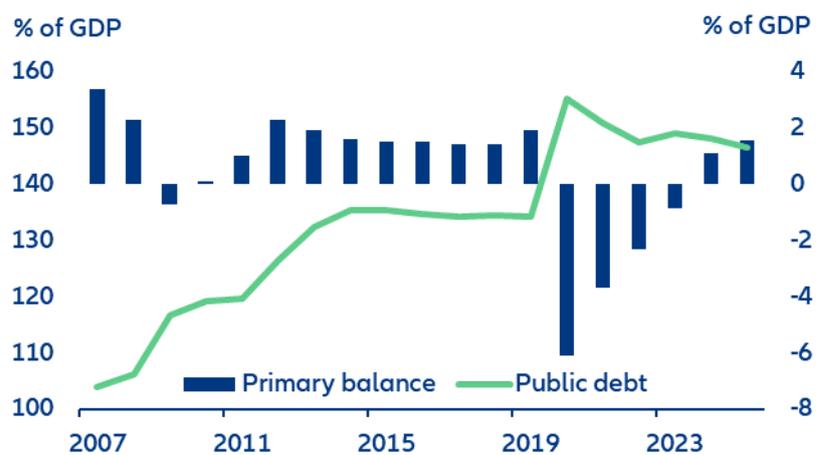
I prezzi elevati e prolungati dell'energia comportano ulteriori rischi per le dinamiche del debito, in quanto sarà necessario un ulteriore sostegno pubblico per proteggere le famiglie e le imprese. Le misure di sostegno del governo sono già ammontate a circa il 3% del PIL e la politica fiscale dovrebbe rimanere favorevole nel 2023 (figura 2). Prevediamo che il deficit di bilancio si ridurrà solo al 4,6% nel 2023 (dal 5,9% previsto quest'anno), con un impatto limitato della spesa proposta sulla base degli attuali impegni elettorali sulle finanze del prossimo anno. Le attuali dinamiche del debito stanno migliorando a causa dell'elevata inflazione, ma saranno necessari sforzi fiscali per stabilizzare il debito man mano che gli effetti nominali diminuiscono. I rischi aumenteranno nel medio termine con l'aumento dei costi di rifinanziamento e la crescita reale che rimarrà bassa.

Grafico 2: Sostegno fiscale all'Europa durante il Covid-19 e le crisi energetiche (% del PIL)



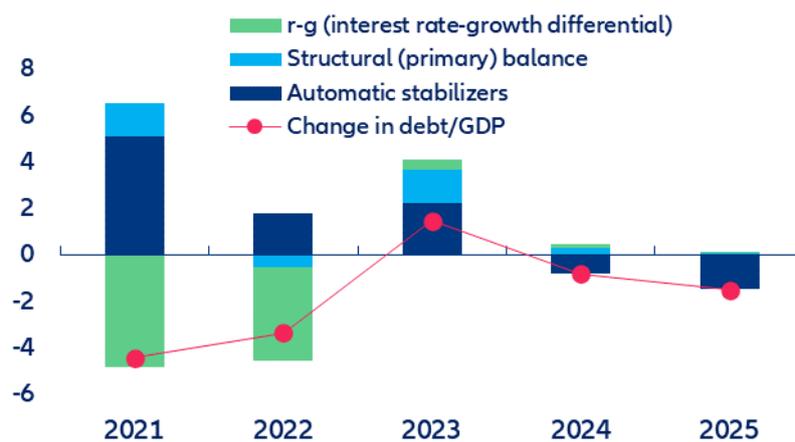
Fonti: autorità nazionali, FMI, Allianz Research. Nota: */ L'UE è approssimata come media ponderata del PIL dei paesi campione.

Grafico 3: Saldo di bilancio primario dell'Italia (fino al 2025)



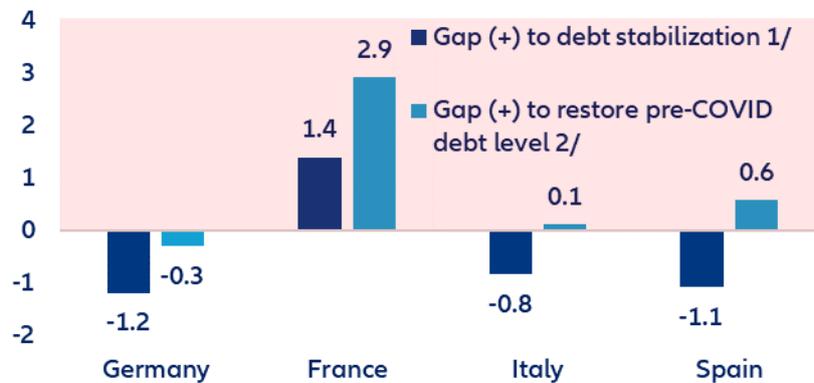
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Grafico 4: Italia: scomposizione delle variazioni del debito pubblico (scenario di base, % del PIL)



Fonti: FMI, Refinitiv, Allianz Research. Nota: r = tasso di interesse reale, g = crescita del PIL reale.

Figura 5: Italia: aggiustamento di bilancio richiesto un per raggiungere la sostenibilità del debito (scenario di base, % del PIL)



Fonti: FMI, Refinitiv, Allianz Research. Nota: un valore positivo indica che sono necessari ulteriori aggiustamenti fiscali per raggiungere la stabilizzazione del debito e ripristinare i livelli di debito pre-Covid.

Impegni NGEU: un test cruciale per il nuovo governo

La fine del governo Draghi potrebbe anche mettere in dubbio l'efficienza della spesa dei fondi Next Generation EU (NGEU) e l'effettiva attuazione delle riforme strutturali. L'Italia riceverà 191,5 miliardi di euro nei prossimi anni (26,5% del totale dei fondi NGEU e 10,7% del PIL italiano per il 2021) in sovvenzioni e prestiti dal Recovery and Resilience Facility (RRF). Ulteriori 30,6 miliardi di euro da risorse nazionali sono stati inoltre stanziati per aiutare la ripresa italiana.

Le potenziali sfide di attuazione potrebbero ritardare importanti investimenti infrastrutturali, anche nell'ecologizzazione dell'economia italiana. Finora l'Italia ha ricevuto solo il 24% delle risorse UE disponibili nell'ambito del NGEU (il 13% sotto forma di prefinanziamento e un primo pagamento). Sono previsti altri nove pagamenti per sovvenzioni e prestiti. Tuttavia essi dipenderanno dai progressi compiuti nell'attuazione del piano. Il prossimo esborso è previsto per dicembre 2022 per l'importo richiesto di 21 miliardi di euro. Questa seconda domanda di pagamento riguarda 45 tappe (qualitative) e obiettivi (quantitativi) che coprono diverse riforme, tra cui i settori della pubblica amministrazione, degli appalti pubblici, dell'amministrazione fiscale, dell'istruzione e dell'assistenza sanitaria territoriale, nonché gli investimenti nella banda ultra larga e nel 5G, nel turismo e nella cultura, nell'idrogeno, nella rigenerazione urbana e nella digitalizzazione delle scuole. Si tratta di riforme cruciali in settori in cui l'efficienza degli investimenti è stata tradizionalmente bassa, rendendo l'agenda del secondo semestre vitale per l'attuazione del programma nazionale di riforma. Nel complesso, le elezioni lampo non fanno che aumentare i timori esistenti sulle prospettive, dato che le preoccupazioni sulla capacità amministrativa e di spesa del Paese erano già molto radicate (come dimostrato negli ultimi anni con l'utilizzo delle risorse dei Fondi strutturali di investimento europei (FSE)). Tuttavia, in questa fase non si prevede un'inversione di tendenza nelle intenzioni di investimento.

Un nuovo governo di destra potrebbe anche decidere di modificare l'attuale (e approvato) Piano per la ripresa e la resilienza come menzionato nel programma elettorale, portando a ritardi procedurali e lunghe rinegoziazioni. Questa situazione potrebbe peggiorare se la

discussione con le istituzioni dell'UE tornasse ad aprirsi (come nel 2018 con la Lega), provocando ulteriori ansie nei mercati finanziari. Inoltre, un parlamento frastagliato potrebbe aggiungere ulteriori sfide all'agenda NGEU e ai relativi esborsi.

Su una nota positiva, tutti i partiti della campagna si sono impegnati a perseguire gli obiettivi legati all'NGEU e ad allocare le risorse in modo tempestivo. Tutte le parti concordano sul NGEU come un'opportunità unica per rinvigorire l'economia italiana e dare il via a un periodo di crescita più sostenuta. Inoltre, ci si aspetta che il governo Draghi gestisca i progressi del PRR e faccia progressi nell'attuazione fino a quando il nuovo governo non sarà istituito, possibilmente guadagnando terreno prezioso prima di un probabile periodo di attuazione più lenta. Inoltre, il nuovo strumento anti-frammentazione della BCE, il Transmission Protection Instrument (TPI) annunciato a luglio, potrebbe essere una fonte di continuità. Il TPI è stato introdotto per garantire una trasmissione regolare della politica monetaria in tutti i paesi dell'Eurozona, dopo i timori iniziali sulla frammentazione. I criteri di ammissibilità (sebbene non vincolanti) per accedere al TPI richiedono ai paesi di rispettare gli impegni presentati nel PRR, insieme alle raccomandazioni specifiche per paese della CE.

Lieve reazione dei mercati finanziari finora

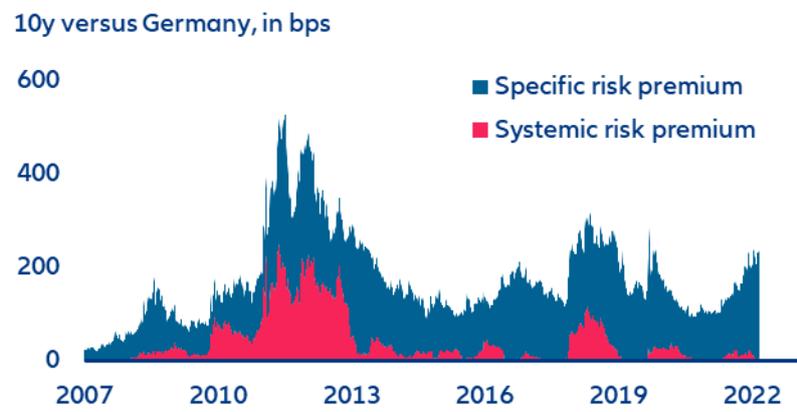
L'evoluzione della situazione politica in Italia avrà anche un impatto significativo sul potenziale rischio di frammentazione nell'Eurozona. L'orientamento monetario restrittivo della BCE ha aumentato i costi di rifinanziamento a causa dell'aumento dei rendimenti del debito sovrano. L'Italia è stata particolarmente colpita a causa dei suoi squilibri di bilancio. Mentre il profilo di rischio del debito pubblico italiano alla base della curva dei rendimenti contiene un premio di rischio di default, proprio come i Bund tedeschi, è anche influenzato dal rischio di ridenominazione (cioè il rischio implicito di cambio se l'Italia esce dall'Eurozona). Un eccessivo allargamento degli spread sovrani italiani può impedire l'efficiente trasmissione della politica monetaria e quindi minare la stabilità finanziaria ("rischio di frammentazione").

La reazione del mercato è stata abbastanza contenuta perché le elezioni non sono state una sorpresa e i partiti anti-establishment hanno calmato i loro toni. Rispetto alle elezioni del 2018, quando una proclamata posizione euroscettica ha tenuto occupata la campagna elettorale, è probabile che il 2022 susciti una reazione di mercato più moderata. Il recente allargamento degli spread italiani riflette principalmente le aspettative generali di un aumento dei tassi di interesse piuttosto che un rischio idiosincratice più elevato legato alle elezioni anticipate in Italia, tanto meno un "Italexit" (Figura 6).¹ Negli ultimi tre mesi, i rendimenti italiani sono aumentati di oltre 200 pb a 385 pb (all'inizio di settembre), in gran parte trainati da un repricing del tasso privo di rischio in risposta all'inasprimento della politica monetaria (180 pb). Il premio di rischio è aumentato solo di 60 punti base, suggerendo che l'attuale divergenza non ha causato una frammentazione che potrebbe evolvere in una crisi sistemica. Tuttavia, se non affrontato, l'aumento del rischio di denominazione potrebbe diventare più probabile.² Ciò ha prontamente sollevato preoccupazioni sul rischio di frammentazione all'interno della zona euro, ma l'annuncio del TPI e la flessibilità di reinvestimento del PEPP hanno contribuito a contrastare i timori di frammentazione.

¹ Ciò contrasta con l'esperienza maturata durante la crisi del debito sovrano europeo, quando la frammentazione è stata in gran parte causata dal rischio di ridenominazione, in quanto i crescenti timori di una disgregazione dell'Eurozona hanno provocato flussi transfrontalieri dai titoli sovrani "vulnerabili" a quelli "sicuri". Il rischio di ridenominazione ha spiegato metà dell'aumento di 250 punti base del rendimento dei titoli di Stato italiani a 10 anni, mentre il tasso privo di rischio (Bund a 10 anni) è sceso di 100 punti base. Il disaccoppiamento dei movimenti dei rendimenti dovuto all'allargamento degli spread "dal basso" indica uno stress sistemico.

² Ad esempio, il rischio di ridenominazione per l'Italia compare solitamente quando il premio di rischio di default a 10 anni raggiunge i 250 pb (attualmente a 180 pb).

Figura 6: Italia-Scomposizione del premio per il rischio sovrano



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: in base alla scomposizione della varianza.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes