



Anthilia Capital Partners Sgr

Marzo 2015

Punti di Colore
di Gianni Piazzoli





Sommario: si parte da tassi zero, quale futuro per gli investimenti?

Un giusto mix di liquidità e azioni in un 2015 impattato da QE e politica europea

1. Per l'Italia un ampliamento dei divari

Le stime della Commissione europea, se confermate nel corso del 2015, creerebbero la base per un notevole divario di crescita futura. Le stime del PIL italiano 2015 verranno migliorate nei prossimi mesi, ma il rischio di un sistema Italia non all'altezza della concorrenza sembra emergere (slide 4-6)

2. Italia, paese con il maggior calo di investimenti dal 2010 il vero problema

L'Italia che non accelera sugli investimenti a fine Quantitative Easing potrebbe porre seri problemi all'Area euro (slide 7-8)

3. Quantitative Easing a supporto della crescita europea

Il QE avrà un impatto maggiore per la crescita economica di Francia e Spagna che non per quella italiana (slide 9-11)

4. Il mercato immobiliare italiano frena la componente investimenti

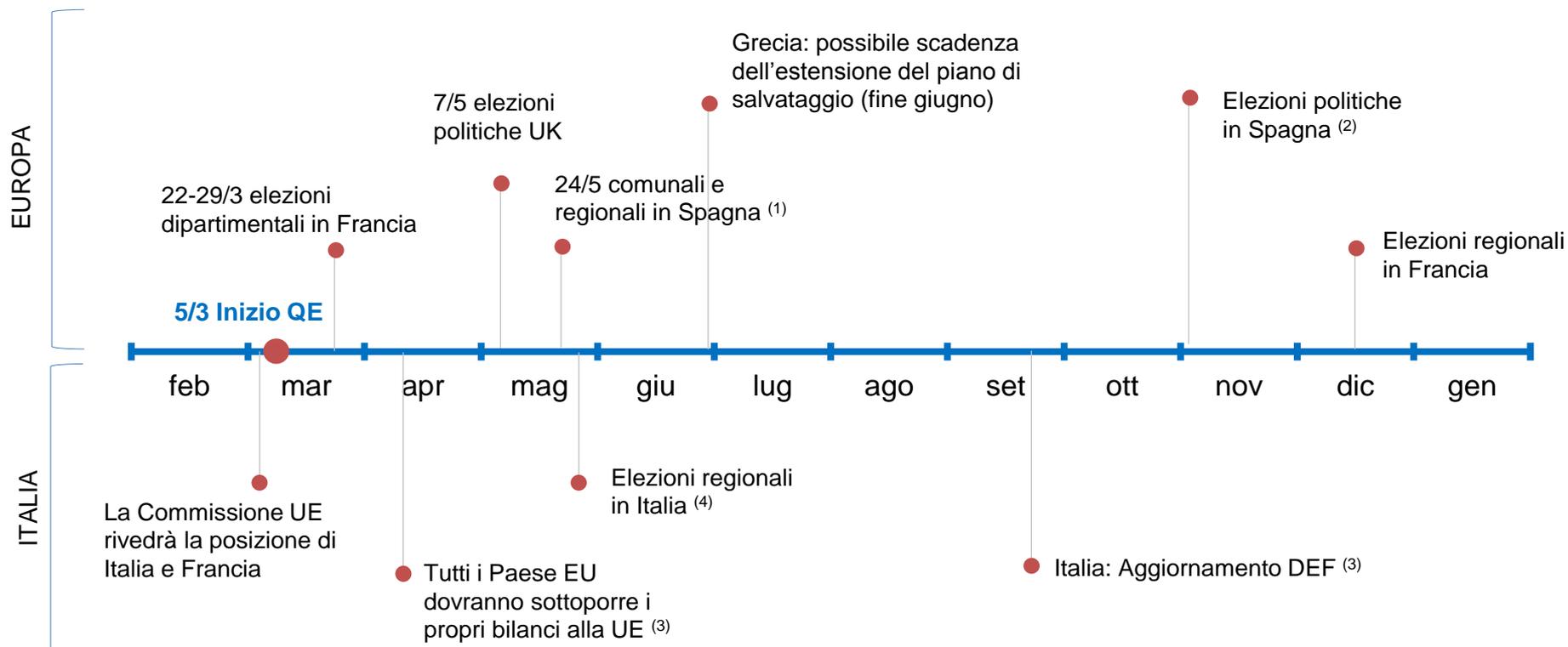
La tassazione dello stock immobiliare - in buona parte detenuto da pensionati - limita l'evoluzione del residenziale nuovo, mentre l'*affordability index* è ancora penalizzante per i prezzi dell'immobiliare nelle città (slide 12-14)

5. L'Italia deve chiedere maggiore flessibilità all'Europa

I minori interessi possono dare 4-6 €mld di maggiori risparmi nel 2015/2016 ma abbiamo una clausola di salvaguardia da 12 €mld (maggiore IVA o altre imposte) che si applica dal 2016 (slide 15)



Scadenze 2015



(1) escluse 4 regioni, fra cui Catalogna

(2) Podemos: sondaggi al 28%, dall'8% alle europee

(3) ad aprile o a settembre si porrà la domanda di come affrontare il tema di 12 €mld di clausola di salvaguardia inserita nel DEF aggiornato a settembre 2015. Nella legge di stabilità 2015 è ipotizzata una clausola sulle aliquote IVA e sulle altre imposte indirette per garantire il raggiungimento dell'obiettivo di medio termine per un ammontare di 12,4 mld nel 2016, 17,8 mld nel 2017 e 21,4 mld nel 2018.

(4) Veneto, Toscana, Campania e +4 regioni



Le stime della UE evidenziano una crescita italiana pari a metà di quella Area euro

Stime UE per la crescita 2015

Dati Macro	Italia	Francia	Germania	Spagna	Area Euro
PIL	0,6%	1,0%	1,5%	2,3%	1,3%
Consumi	0,5%	1,5%	2,0%	2,7%	1,6%
Spesa pubblica	-0,5%	0,8%	1,0%	0,3%	0,4%
Investimenti	1,0%	0,6%	2,1%	4,7%	2,0%
Esportazioni	3,4%	4,2%	4,8%	5,4%	4,3%
Importazioni	2,6%	4,3%	5,4%	6,9%	4,5%

- Revisione della crescita media 2015 dell'Area euro (1,3% da 1,1%)
- Italia, unico dei 4 grandi Paesi a non aver ottenuto una revisione al rialzo del PIL
- Maggiore detrattore della crescita economica: Investimenti (solo +1,0% vs +1,4% della stima di novembre)

Dettaglio investimenti 2014-2016

Investimenti		Italia	Francia	Germania	Spagna	Area Euro
Costruzioni	2014	-3,4%	-4,0%	3,4%	-2,8%	-0,7%
	2015	-0,6%	-1,9%	1,7%	2,6%	0,7%
	2016	3,0%	1,5%	2,9%	2,6%	2,7%
Attrezzature	2014	-2,2%	0,6%	3,7%	13,4%	3,5%
	2015	2,6%	1,8%	2,9%	7,9%	3,5%
	2016	5,2%	5,9%	6,0%	8,7%	6,1%

- Delusione degli investimenti italiani dovuta sia alle costruzioni (-0,6% dopo -10% del 2013-2014) sia alle attrezzature (+2,6% dopo -7% in due anni)
- Infine, i dati italiani sugli investimenti sono ben lontani da quelli spagnoli (attrezzature +7,9% dopo +18,7% del 2013-2014)



Ma la crescita italiana sarà superiore alle attese per Consumi ed Export

PIL italiano 2015

€ mld	Dati ISTAT		Banca d'Italia ⁽¹⁾		Nostre ipotesi ⁽²⁾		Ipotesi Banca d'Italia	Nostra Ipotesi
	2011	2014	2015	Δ	2015	Δ		
PIL	1.616	1.542	1.548	6	1.558	16		
Crescita PIL		-0,4%	0,4%		1,0%		0,4%	1,0%
Consumi	980	918	926	8	928	10	0,9%	1,1%
Spesa pubblica	322	314	312	-2	312	-2	-0,5%	-0,5%
Investimenti	314	268	266	-2	268	0	-0,7%	0,0%
Scorte	12	-7	-7	0	-7	0	0,0%	0,0%
Export	426	445	461	16	462	18	3,7%	4,0%
Import	439	394	407	13	406	12	3,4%	3,0%
Export netto/PIL	-0,8%	3,3%	3,5%		3,6%			

- Italia: crescita oltre le attese nel 2015 (+0,8% o +1,0%), grazie a consumi ed esportazioni
- Consumi: possibile pensare ad un ulteriore aumento dopo il +0,2% nel 2014 (jobs act e maggior numero di ore lavorate per export) rispetto a ipotesi Banca d'Italia
- Esportazioni nette (inclusi beni e servizi): più dei 54 €mld stimati da Banca d'Italia (già il 2014 si è chiuso con esportazioni di beni – esclusi servizi – per 43 €mld, +46% YoY)
- Attese di investimenti in costruzioni ancora in calo (-3 €mld 2015 su 2014). Per confermare crescita del PIL di 1% gli investimenti in attrezzature dovrebbero crescere del 3-4% nel 2015 (la UE stima tale miglioramento arriverà solo nel 2016)

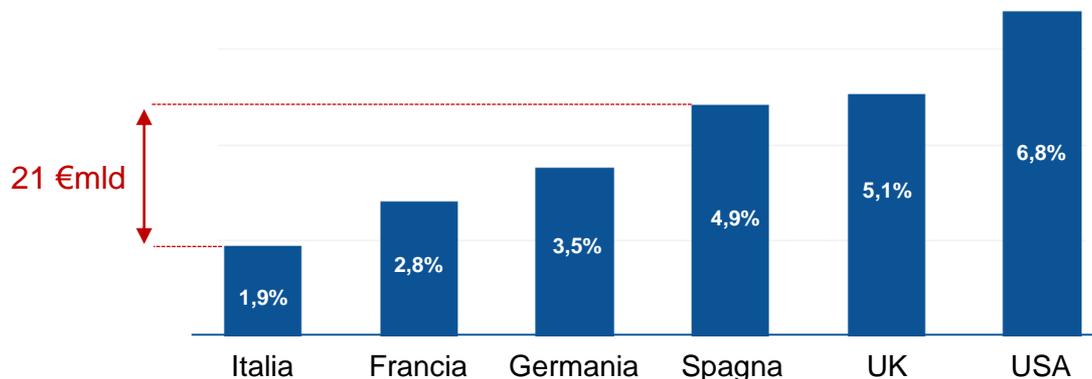
(1) Ipotesi nel Bollettino Economico di Banca d'Italia:
 - dollaro/euro = 1,20
 - Prezzo Brent = 58,5
 - BTP 10 anni = 2,3%
 - Include taglio IRAP, riduzione contributi sociali per assunzione tempo indeterminato

(2) Nostre ipotesi:
 - 2 mld maggiori consumi per calo petrolio
 - 2 mld maggiori investimenti per clima di maggiore fiducia e QE
 - 3 mld maggior export netto per ulteriore calo euro



Le stime UE portano ad un notevole divario di crescita tra Italia e altri Paesi

Crescita PIL cumulo in Europa (previsioni UE 2014-2016)



	Italia	Francia	Germania	Spagna	UK	USA
PIL 2014 (€mld)	1.611	2.122	2.852	1.064	2.344	15.062
PIL 2016 (€mld)	1.642	2.182	2.952	1.116	2.462	16.088

- Stime UE: proiezione di un notevole divario di crescita (PIL Italia +31 €mld, Spagna +52 €mld, Germania +101 €mld) e mancato rientro della pressione fiscale in Italia
- Se il 30% del miglioramento spagnolo andasse in maggiori tasse si creerebbero 17 €mld di maggiori entrate fiscali. Per ottenere lo stesso dato l'Italia dovrebbe proseguire con la pressione fiscale al 50% e oltre.
- Buona parte della crescita USA e UK passa da un significativo contributo degli investimenti; Spagna unico Paese a tenere testa in termini di investimenti
- Calo investimenti dovuto non solo a prestiti bancari (in calo in tutti gli altri Paesi)

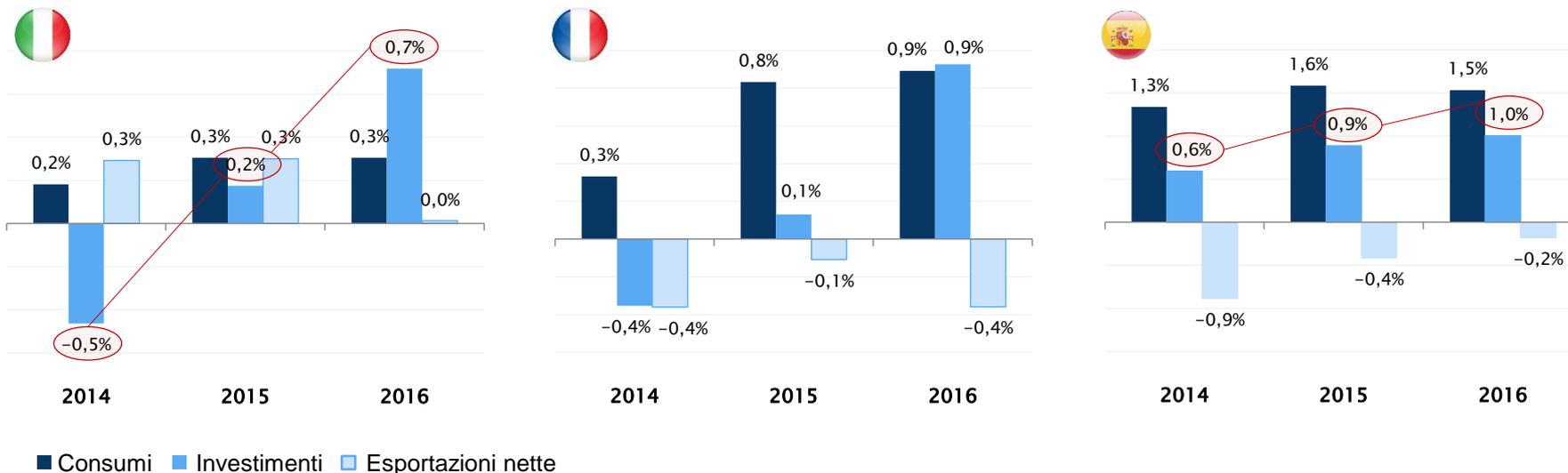
Prestiti bancari alle imprese non finanziarie (%)

	Italia	Francia	Germania	Spagna	Area Euro
Variazioni cumulate 2010-2014	-7%	6%	-9%	-46%	-9%



Italia: limitato contributo alla crescita da parte degli investimenti

Contributi alla crescita del PIL (stime 2014-2016)



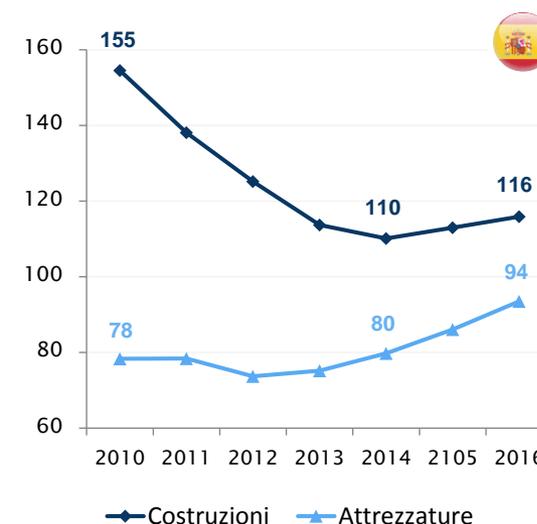
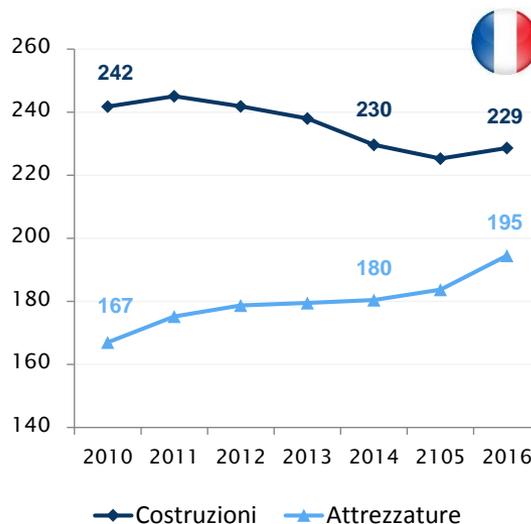
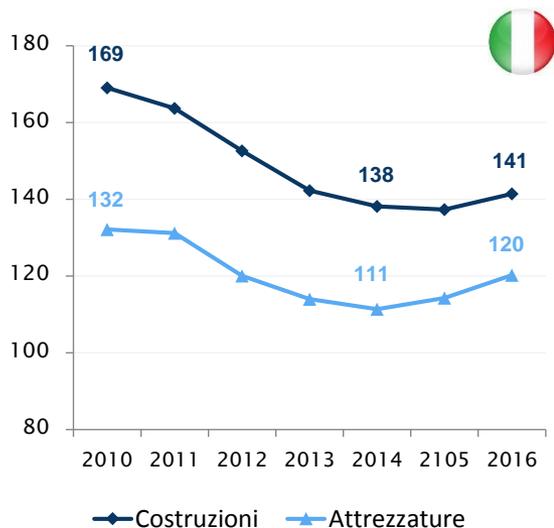
Minor crescita italiana dovuta a 2 determinanti: consumi e investimenti

- Consumi: i bassi tassi d'interesse determinano un effetto molto più negativo in Italia, sui redditi da attività finanziarie che impattano in parte il reddito disponibile
- Investimenti: la situazione del mercato immobiliare – anche a causa dell'impatto fiscale – impedisce una ripresa degli investimenti in costruzioni



Italia: contrariamente a Francia e Spagna gli investimenti restano bassi

Dettaglio investimenti (periodo 2010-2016)



Italia:

- Paese con il maggior calo degli investimenti totali nel periodo 2010-2014
- Unico Paese che non eccelle nella ripresa proiettata
- Crollo marcato degli investimenti in costruzioni: -28 €mld nel periodo 2010-2016 (*dettaglio a pagg. 12-15*)
- Deludenti anche gli investimenti in attrezzature: -12 €mld nel periodo 2010-2016



Quantitative Easing: maggiore liquidità, maggiori difformità

Eurozona: acquisti di Titoli di Stato da QE = 800 €mld

	Partecipazione al capitale BCE	Acquisti QE	% su tot Titoli di Stato in circolaz.
	17,5%	140 €mld	8,5%
	20,1%	161 €mld	12,0%
	25,6%	205 €mld	17,2%
	12,6%	100 €mld	13,8%

- BCE, 22 gennaio: annuncio nuovo programma di acquisto asset finanziari (60 €mld al mese da marzo 2015 a settembre 2016, e comunque fino a che inflazione non tenderà a 2%)
- Il tetto agli acquisti comprende anche ABS. Gli acquisti dovrebbero quindi sommare a 1,1 €Trn di cui 700-800 €mld in titoli di Stato (sopra le attese di QE da 500 €mld)
- Acquisti in base alla partecipazione dei Paesi al capitale BCE. Capital-key Italia: 17,5% (acquisti complessivi sul secondario per 140 €mld ca., 7.5 €mld al mese)
- La BCE non comprerà sul primario ma creerà uno “shortage” di offerta sul secondario
- 140 €mld pari al 8,5% dei BTP in circolazione (percentuale molto significativa se confrontata con il totale dei titoli emessi da marzo a dicembre)
- L’impatto del QE su Francia e Spagna sarà decisamente maggiore



Italia: notevole risparmio di interessi per lo Stato grazie al QE

Stock di titoli italiani in circolazione (gennaio 2015, dati in €mld)

Scadenze	BOT	BTP	Altri	Totale
2015	140	140	64	345
2016	8	110	70	188
2017		127	74	201
2018-2025		678	68	746
>2025		287	21	308
Totale	148	1.342	232	1.817

- Evoluzione della spesa per interessi di molto inferiore alle ipotesi del governo Monti fatte nel 2012. Possibile risparmio ora 25 €mld annui rispetto al DEF 2012
- Titoli in circolazione in Italia: 1,8 €Trn; titoli in scadenza nel 2015: 345 €mld (di cui 205 €mld diversi da BOT). Ogni 100 bps di minor interesse, risparmio di 2 €mld per lo Stato

Titoli in scadenza nel 2015 e nuove emissioni (in €mld)

Scadenze	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic
BOT	16,5	15,5	15,3	14,1	13,3	7,2	6,5	7,7	9,1	8,0	6,5	6,0
BTP		21,0	12,4	17,3		16,9	16,1	24,0			17,3	14,5
Altri	4,8		1,3	0,3		1,2	15,9		10,0			15,1
Totale	21,3	36,5	28,9	31,6	13,3	25,2	38,5	31,7	19,1	8,0	23,8	35,6

Nuove emissioni

New	30,2	29,5
Risparmio	0,3	0,3

► Risparmio totale 2015 = 4/6 €mld?

- Prime emissioni 2015 con cedola 130 bps inferiore a quella dei BTP in scadenza; proiezione risparmio: ca 4,0 €mld o più se i tassi scendono ancora
- Possibili emissioni di titoli a M/L da parte del Tesoro per quantitativi superiori alle linee guida (complice l'abbondanza di liquidità); obiettivo: contenere le emissioni negli anni a venire e cristallizzare ora un tasso decisamente contenuto. La Spagna aumenterà emissioni a M/L nel 2015 del 16,5%



QE: maggior capacità di spesa in Francia e Spagna, effetto limitato in Italia

A Effetto del QE sui principali Paesi dell'Area euro (€mld)						
Dati macro	PIL	Debito Pubblico	Rinnovo annuo	Tassi medi (2012) 2014	Risparmio annuo (mld)	% su PIL
Italia	1.619	2.140	340	(4%) 1%	10,2	0,6%
Francia	2.114	2.019	297	(2%) 0,8%	3,6	0,2%
Spagna	1.049	1.029	177	(4%) 1%	5,3	0,5%

B Impatto del QE sulle famiglie (€mld)							
Bilanci familiari	Attività	di cui Bond	di cui Assicurazioni	Passività	di cui Mutui	Impatto su redditi da attività finanz.	% su PIL
Italia	4.103	16%	19%	966	39%	-12,0	-0,7%
Francia	4.443	1,4%	37%	1.587	60%	6,0	0,3%
Spagna	2.295	1,1%	16%	1.028	71%	7,0	0,7%

C Impatto del QE sulle imprese (€mld)			
Ipotesi: minor costo funding = 0,8%	Totale prestiti	Effetto risparmio	% su PIL
Italia	1.314	9,9	0,6%
Francia	2.171	16,3	0,8%
Spagna	1.349	10,1	1,0%

A + B + C Effetto complessivo	
	0,5%
	1,3%
	2,2%

- Risparmio dello Stato Italiano per minori interessi (10,2 €mld)
- Famiglie italiane molto più penalizzate, per le maggiori attività finanziarie nette detenute rispetto a quelle francesi e spagnole che hanno invece maggiori passività finanziarie
- Imprese italiane con benefici minori rispetto a quelle di altri Paesi

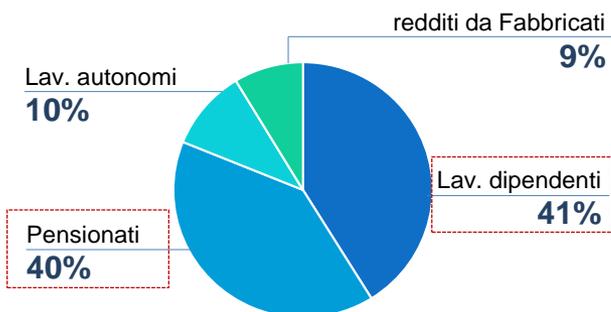


Immobili: stock esistente sul mercato

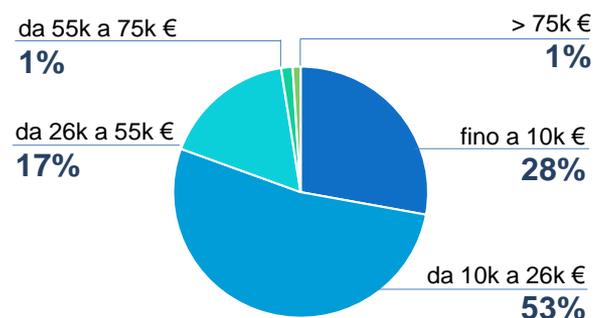
Immobili in Italia				
Tipologia Immobile	Numero (in mln)	Rendita catastale (€mld)	IMU + TASI ⁽³⁾	IMU + TASI per unità
Abitazione principale	19,7	10,3	5,0 €mld	252 €
Immobili a disposizione	4,9	1,7	2,7 €mld	557 €
Immobili locati	2,7	1,2		
Altro ⁽¹⁾	3,3	1,2		
Totale abitazioni di persone fisiche	30,6	14,4		
Totale abitazioni ⁽²⁾	33,5			

- Il 40% dei proprietari di immobili sono pensionati
- Il 28% dei pensionati ha un reddito inferiore a 10k €; l'81% un reddito inferiore a 26k €
- Le tasse sugli immobili spingono i pensionati a diventare “venditori”
- Riversamento sul mercato dello stock di costruzioni esistenti fanno da freno per gli investimenti in nuove costruzioni

Detentori di immobili



Pensionati: fasce di reddito

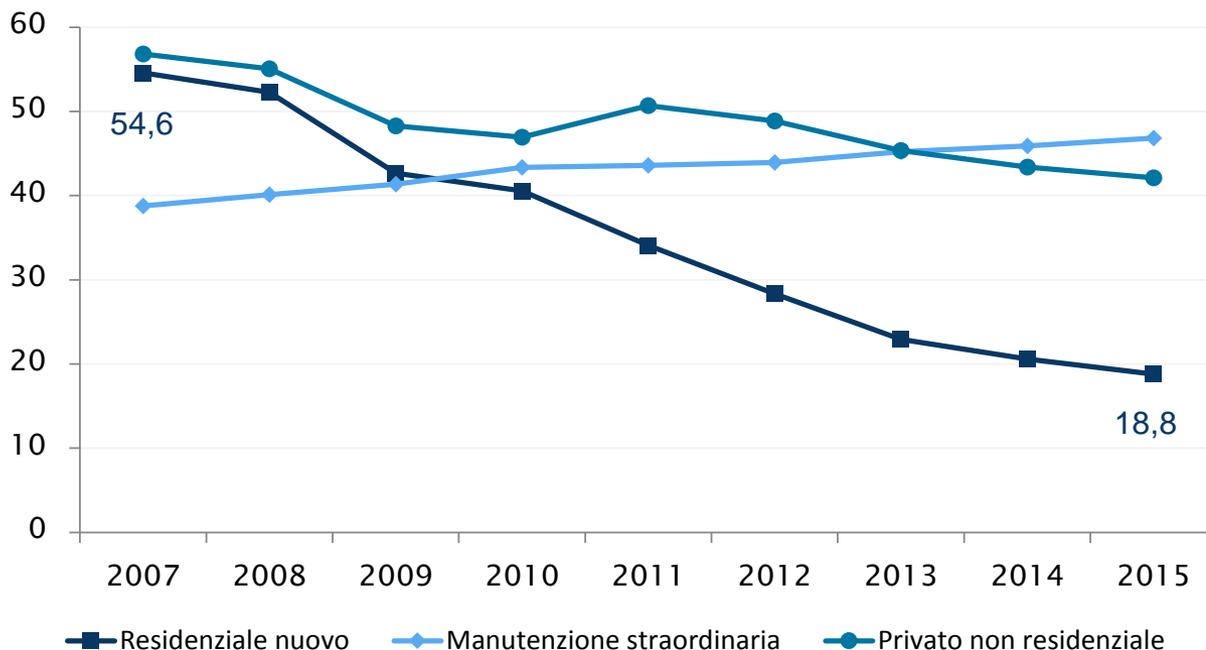


(1) Include immobili a uso gratuito, altri utilizzi e unità non riscontrate in dichiarazione
 (2) Include proprietari diversi da persone fisiche
 (3) Aliquote: 0,3% per abitazioni principali, 1,0% per immobili a disposizione



Investimenti in costruzioni: crollo del residenziale nuovo

Investimenti in costruzioni in Italia (€mld)



- -67 €mld in costruzioni nel periodo 2007-2015 (-33%)
- Crollo degli investimenti nel residenziale nuovo: 18,8 €mld vs 54,6 €mld del 2007 (-66%)
- Costruzioni non residenziali: 66,5 €mld vs 105,9 €mld del 2007 (-37%)
- Lo stock di costruzioni sul mercato incide sui prezzi

Variazione dei prezzi degli immobili (2014 su 2008)

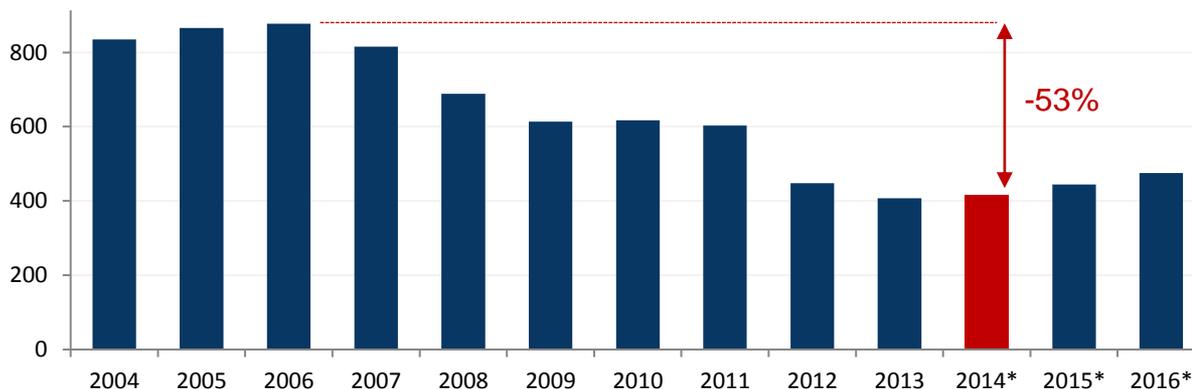
Abitazioni Nuove
-19,2%

Abitazioni Usate
-19,7%



Transazioni su costruzioni ai minimi, “affordability” in calo

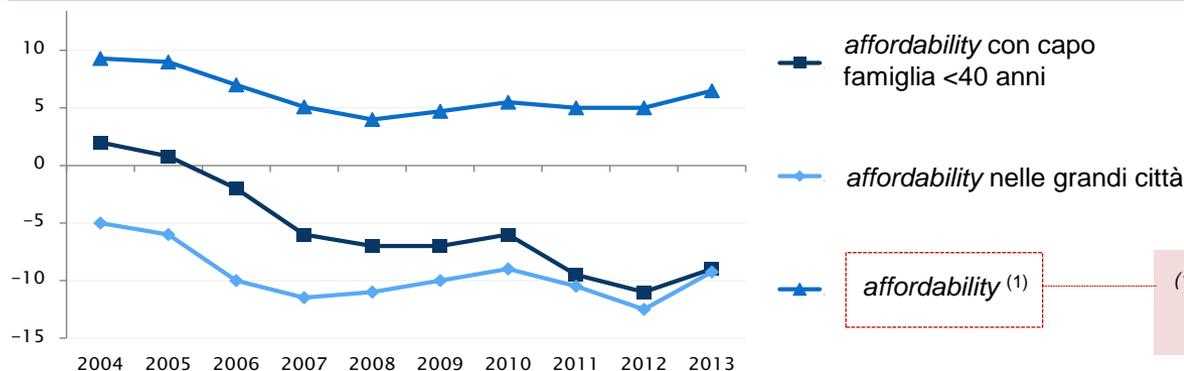
Numero transazioni su costruzioni in Italia



* Fonte REAG, congiuntura del mercato immobiliare 2014

- Riduzione delle transazioni sul residenziale
- Prezzo delle case: si va da una media di 217K € nel Lazio (40% sopra la media nazionale) a 72K € in Calabria (50% sotto la media)

Nuove costruzioni: affordability** degli italiani



- L'acquisto della casa media continua a risultare accessibile. Stabile il reddito medio annuo della famiglia italiana
- Riduzione della “affordability” degli italiani; livelli minimi per under40 e grandi città

$$^{(1)} \text{Affordability index} = 30\% - \frac{\text{rata annuale mutuo}}{\text{reddito}}$$

** Affordability index: calcolato su ipotesi di LTV all'80% e mutuo di 20 anni

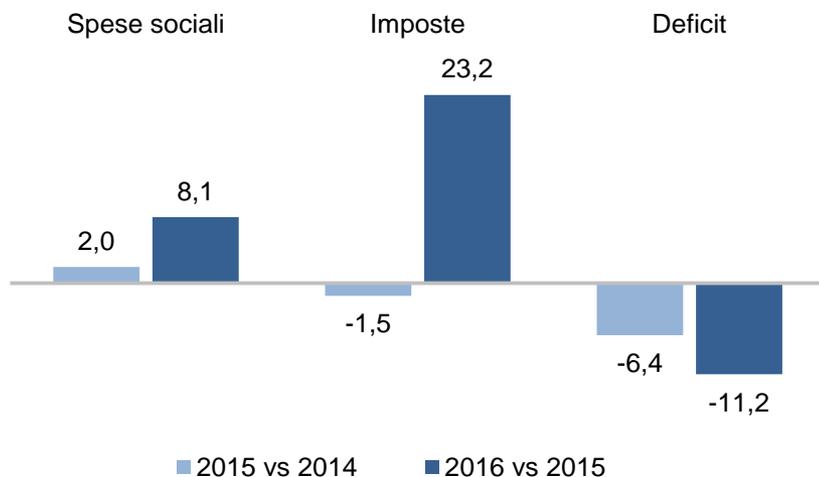


Conti pubblici italiani concordati con UE: deficit 2016 a 1,9% con clausola da 12 mld

- Dato definitivo di deficit 2014 non ancora noto. Sarà interessante verificare il dato delle entrate fiscali di dicembre (in uscita il 5 marzo) e quello degli interessi pagati dallo Stato (molto meno dei 76 €mld preventivati?). Per ora si ipotizza un deficit 2015 al 3% rispetto al PIL
- Importante analizzare entrate e uscite del 2014 per capire sia il 2015 che il 2016, dato che l'Italia ha inserito nei conti del 2016 una clausola di salvaguardia da 12 €mld (aumento IVA) che consente di portare il deficit dal 2,6% del 2015 all'1,9% del 2016. Per gli anni 2015 e 2016 il percorso condiviso con la UE prevede un deficit che scende a 43 €mld e 31 €mld rispettivamente. I 43 €mld del 2015 hanno il passo dei 49 €mld del 2014, ma i 31 €mld del 2016 sono da costruire

Nota: Il deficit dei 9 mesi 2014 era in linea con le attese e il dato di debito lordo a fine dicembre 2014 comunicato da Banca d'Italia è risultato pari a 2.134 €mld contro l'attesa del governo di 2.141 €mld

Variazione spese ed entrate pubbliche (in mld €)



Dettaglio spese ed entrate pubbliche (in mld €)

	2014	2015	2016
Spese complessive	835	831	849
- di cui spese sociali	332	334	342
- di cui interessi sul debito	76	74	76
- di cui investimenti	60	58	60
Entrate complessive	786	788	817
- di cui imposte	487	486	509
Deficit	49	43	31
Deficit/PIL	3,0%	2,6%	1,9%
Debito/PIL	131,6%	133,4%	131,8%
Surplus primario/PIL	1,7%	1,9%	2,6%

Questo documento è prodotto a scopo esclusivamente informativo, non costituisce sollecitazione e non rappresenta un'offerta formale all'acquisto o alla sottoscrizione di strumenti finanziari.

Qualsiasi ricerca o analisi utilizzata nella redazione di questo documento è basata su fonti ritenute affidabili ma non vi è garanzia sull'accuratezza e completezza di tali fonti.

Ogni opinione, stima o previsione può essere modificata in qualsiasi momento senza preavviso.

Questo documento non è destinato alla distribuzione a investitori privati e non è diretto a persone fisiche o giuridiche che siano cittadini o residenti o aventi sede in luoghi, regioni, paesi o altre giurisdizioni dove tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o uso siano contrari a leggi o regolamentazioni.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Questo documento è prodotto da Anthilia Capital Partners Sgr Spa per uso interno e non può essere riprodotto o distribuito, sia parzialmente che integralmente, senza autorizzazione da parte di Anthilia Capital Partners Sgr Spa.
