



Anthilia Capital Partners Sgr

Giugno 2015

Punti di Colore
di Gianni Piazzoli



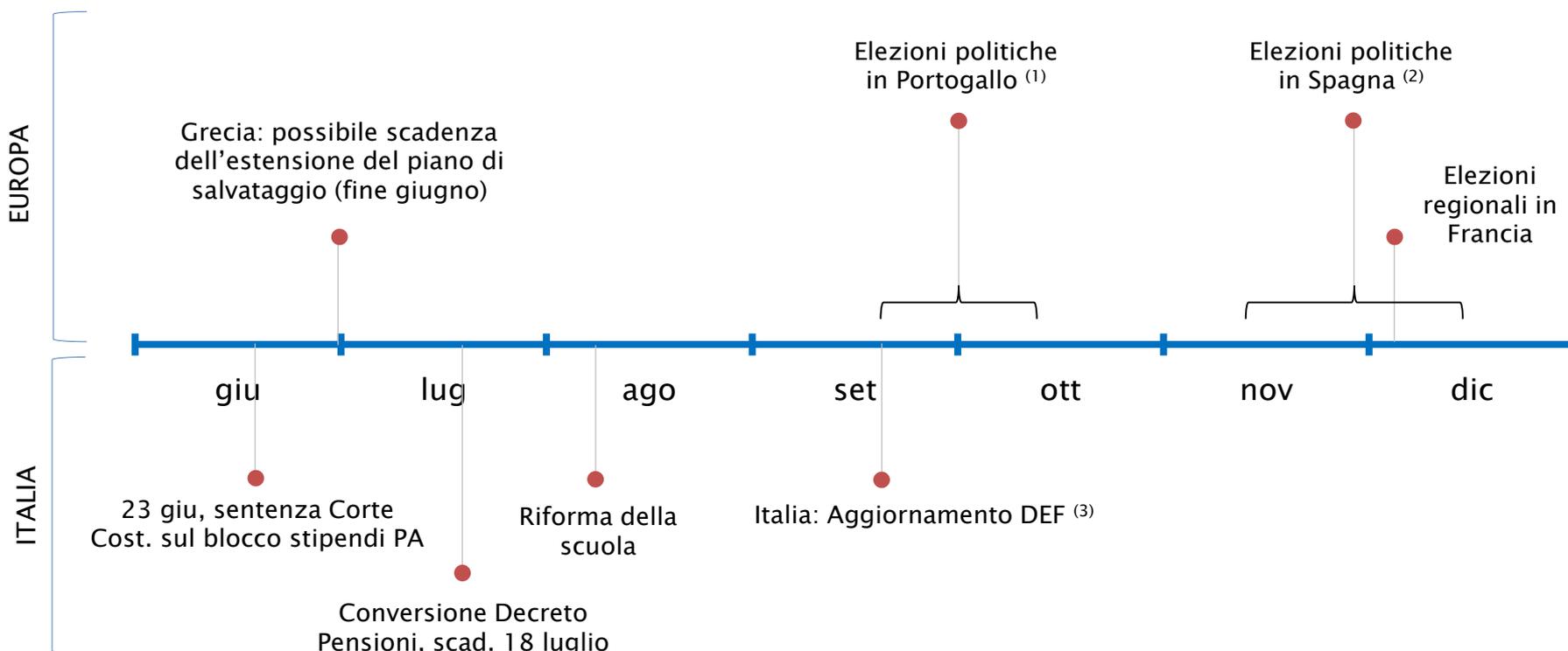


Sommario: l'Italia guadagna il favore dei mercati

- Nel contesto europeo l'Italia ha il vantaggio di una relativa stabilità politica. Le misure prese dal governo dal 2014 in poi stanno dando i primi risultati.
- Il tasso di crescita italiano sarà inferiore a quello dell'Area euro che godrà della spinta dei consumi. All'Italia è mancata dal 2008 la crescita salariale e il QE sembra di minor supporto rispetto a Francia e Spagna. Ma resterà l'esportatore netto principale tra i 4 grandi dell'eurozona.
- Il dividendo dell'euro dal 2000 al 2014 non è arrivato in Italia, occorre affrontare ora il passaggio verso l'Unione Bancaria (2016-18) e verso il Mercato Unico dei Capitali (2019). La Finanza come l'Euro sarà il perno della maggiore integrazione europea.
- L'implementazione dei tagli di spesa pubblica in autunno per evitare ulteriori inasprimenti fiscali possono dare ulteriore appeal all'Italia per attrarre gli investitori esteri.



Scadenze 2015



(1) Per la Costituzione portoghese le elezioni politiche si svolgono fra il 20 settembre e l'11 ottobre

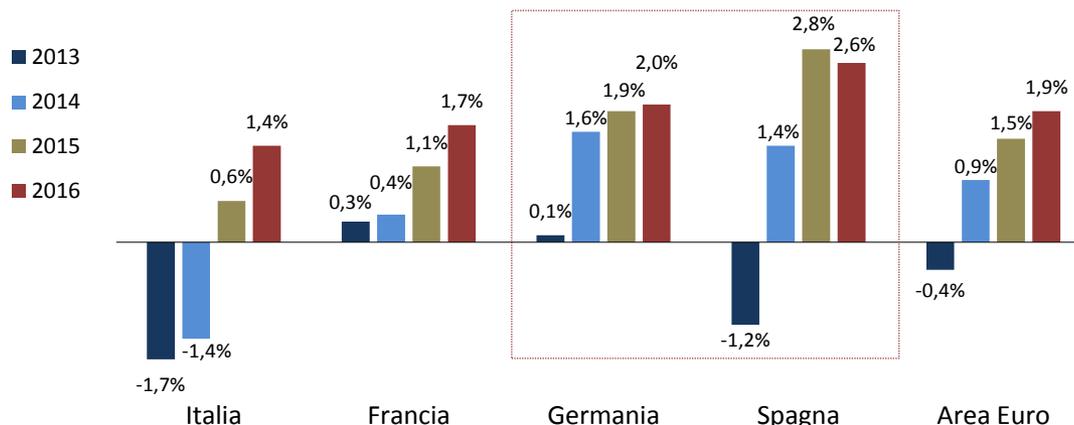
(2) Per la Costituzione spagnola le elezioni hanno luogo entro il 20 dicembre, nelle precedenti del 2011 si votò il 20 nov 2011.

(3) 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.



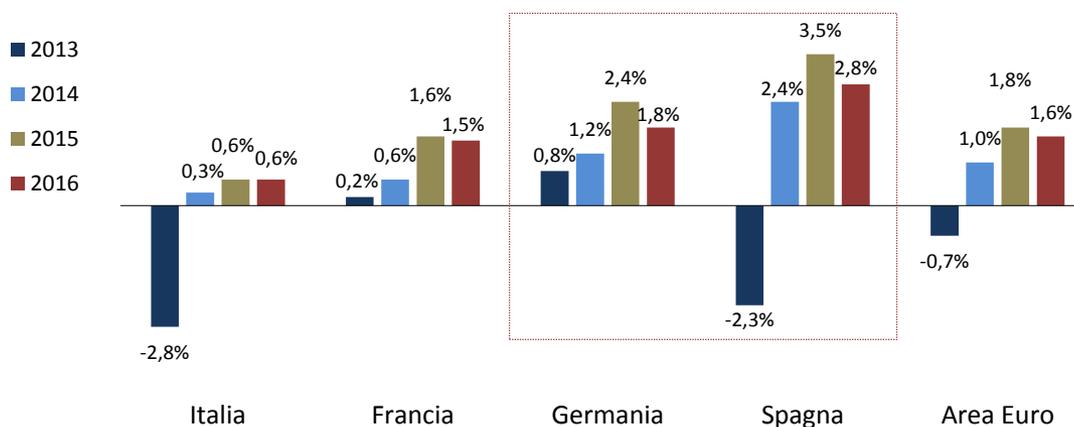
Un'Italia a crescita lenta, PIL europeo 2015-2016 +3,4% grazie ai consumi

Crescita PIL



- Crescita reale di +1,5% e +2,0% per l'Area euro, con Germania e (soprattutto) Spagna nettamente sopra la media (grafico in alto)
- In entrambi i Paesi saranno i consumi a trainare la crescita (grafico in basso)
- La crescita cumulata dell'Area Euro nel biennio 2015-2016 sarà del 3,4%
- Tale crescita del PIL è dovuta per due terzi alla crescita dei consumi; gli investimenti determineranno l'altro terzo
- Le esportazioni nette saranno leggermente negative nel biennio

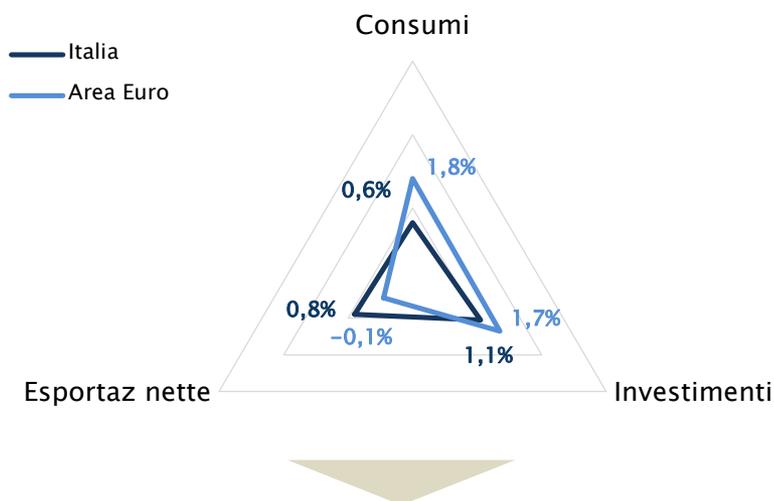
Dettaglio crescita consumi privati



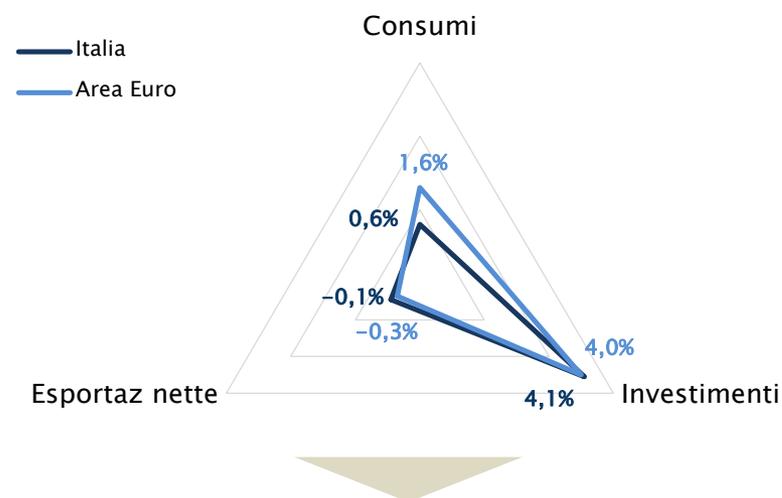


Un'Italia a crescita lenta nel contesto europeo guidato dai consumi

Determinanti della crescita – 2015



Determinanti della crescita – 2016



- Nell'Area Euro le esportazioni cresceranno a ritmi analoghi alle importazioni (+4,4% e +4,5% rispettivamente)
- L'Italia avrà un trend di crescita del PIL più contenuto per entità (+0,6% nella slide 4) e per composizione
- L'Italia dovrebbe restare esportatrice netta (export +3,8% e import +3,0% per l'anno in corso), mentre la ripresa degli investimenti sarà sotto la media Euro

- I consumi italiani cresceranno ma a ritmi sempre inferiori alla media dell'Area Euro
- Gli investimenti dovrebbero salire del 4,1%, in linea con il +4,0% dell'Area Euro



Ma la crescita italiana sarà probabilmente sopra le attese per Consumi e 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%			

(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

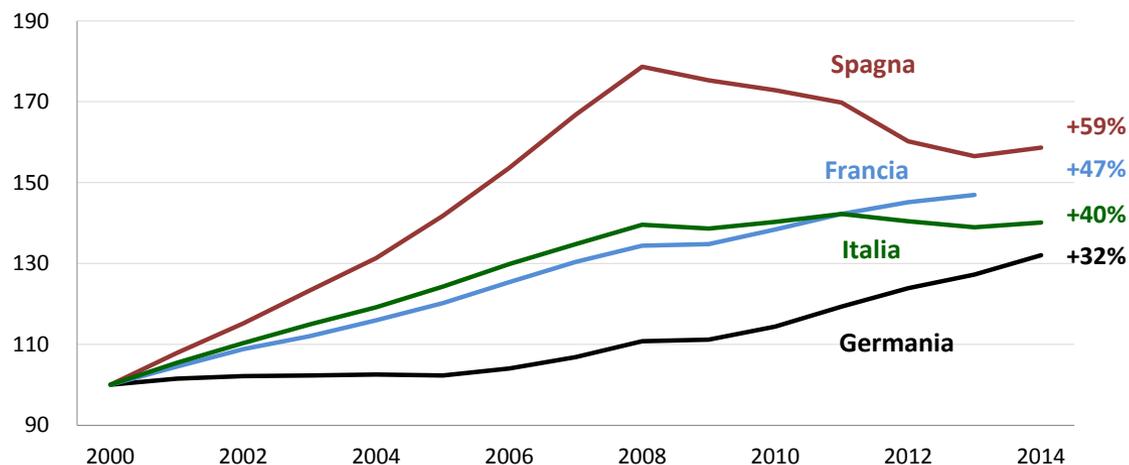
(2) Nostre ipotesi:
 - 2 mld maggiori consumi per calo petrolio
 - 2 mld maggiori investimenti per clima di maggiore fiducia e QE
 - 3 mld maggior export netto per ulteriore calo euro

- Gli occupati stanno aumentando +1,2% YoY ad Aprile. AT Kearney ed. 2015 indica l'Italia al 12° posto (dal precedente 20°) tra i 25 paesi a maggiore appeal per l'FDI (Foreign Direct Investment)
- Nel 1Q15 per la prima volta da inizio 2011 salgono gli investimenti YOY. L'analisi per componenti della domanda mostra infatti consumi +0,3% YoY, e investimenti +0,4% grazie alla componente mezzi di trasporto che fa +40,8% (la voce rappresenta il 6% degli investimenti complessivi)
- 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)



La crescita italiana a differenza di altri non può contare su aumenti salariali

Totale remunerazioni / salari (base 100 = gen 2000)



- Dal 2007 ad oggi, i consumi italiani, a differenza di quelli francesi e tedeschi, non hanno tratto alcun beneficio dall'andamento della remunerazione del lavoro
- Il grafico evidenzia tuttavia un tasso di crescita superiore a Francia e Germania nel periodo 2000-2008
- Il maggior onere fiscale è solo una parziale spiegazione del calo dei consumi
- Imposte e contributi sociali dal 2008 hanno assorbito in Italia in 6 anni € 40 mld in più con le retribuzioni ferme
- In Francia l'incremento di entrate fiscali (inclusi i contributi pensionistici) è stato di € 148 mld, ma il monte salari è aumentato di almeno € 100 mld nel periodo

Totale remunerazioni (€ mld)

	2000	2008	2014
Germania	1.121	1.241	1.480
Grecia	44	82	60
Spagna	313	560	497
Francia	752	1.010	1.104 *
Italia	458	639	642

Entrate statali

	2008	2014
Germania	1.112	1.294
Grecia	98	82
Spagna	410	400
Francia	994	1.142
Italia	737	777

* Ultimo dato disponibile: 2013

Fonte: Eurostat



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%

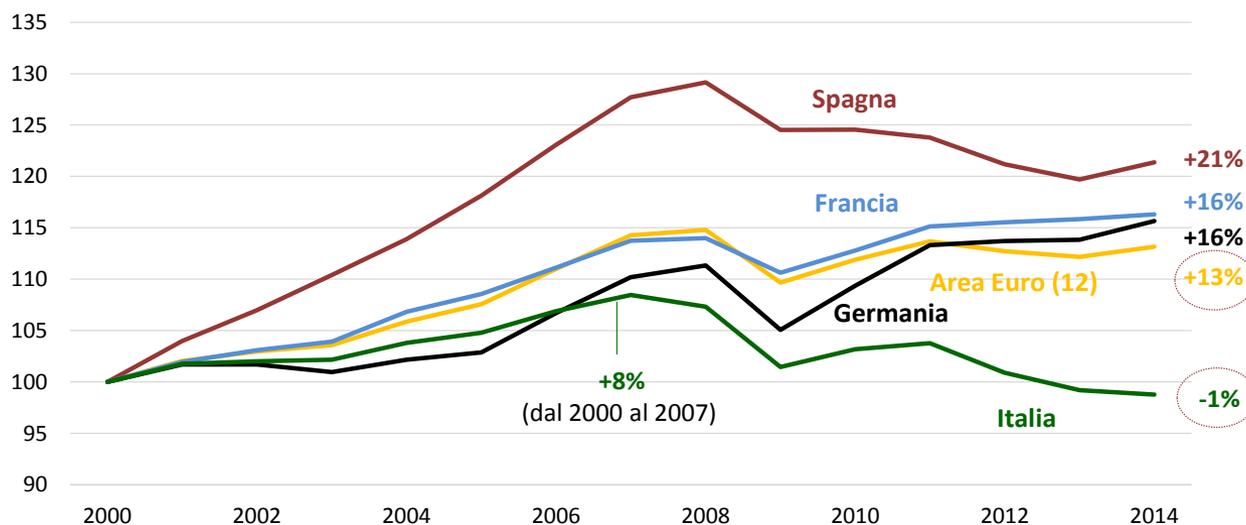
A + B + C	
Effetto complessivo	
	0,5%
	1,3%
	2,2%

- 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



A chi è andato il dividendo di +13% di crescita PIL dell'Area Euro?

PIL Area Euro 2000-2014



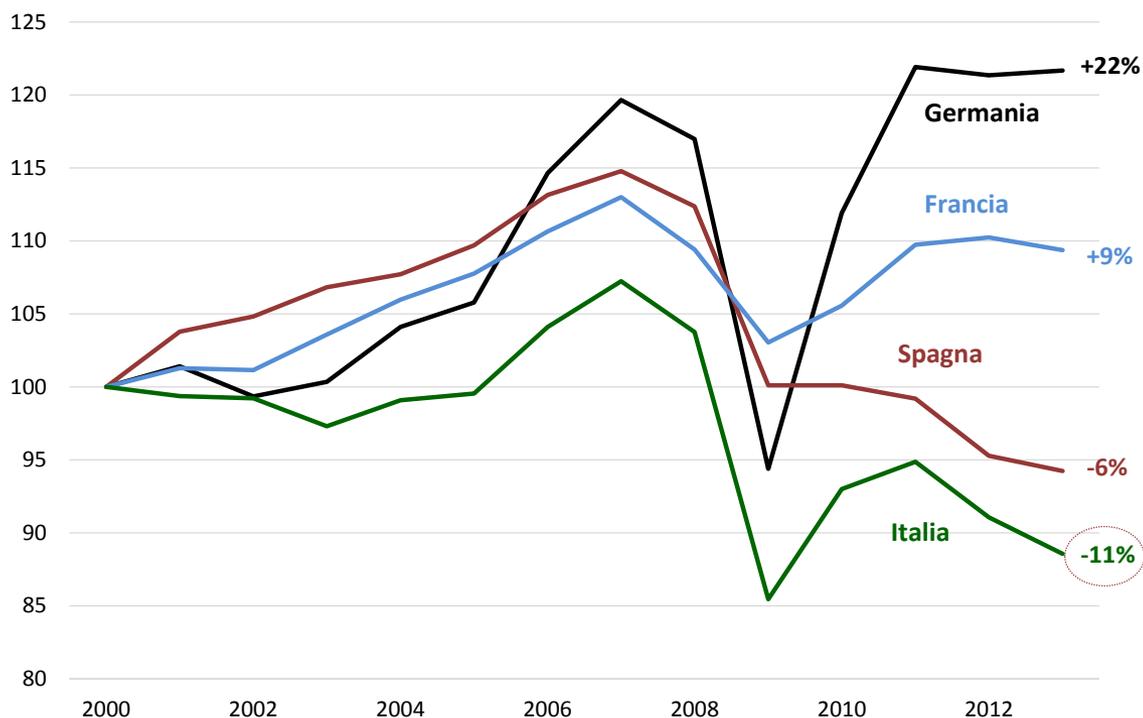
- L'Italia ha raccolto ben poco da 15 anni di Euro
- I consumi 2014 a livello del 2000 sono il frutto di scarsi investimenti complessivi (costruzioni e attrezzature)

dati in € mld	PIL 2014	Δ PIL (2014-2000)	Δ Consumi (2014-2000)	Δ Investimenti (2014-2000)	Δ % Invest.	Δ Esport. Nette (2014-2000)
Area Euro (12 Paesi)	9.456	1.099	499	-11	-1%	342
Germania	2.725	369	138	33	+6%	173
Spagna	1.053	185	81	-7	-3%	43
Francia	2.060	289	192	48	+12%	-44
Italia	1.537	-19	-15	-58	-18%	43



Italia: il dividendo dell'euro pesantemente negativo per il settore manifatturiero

Valore aggiunto del settore manifatturiero

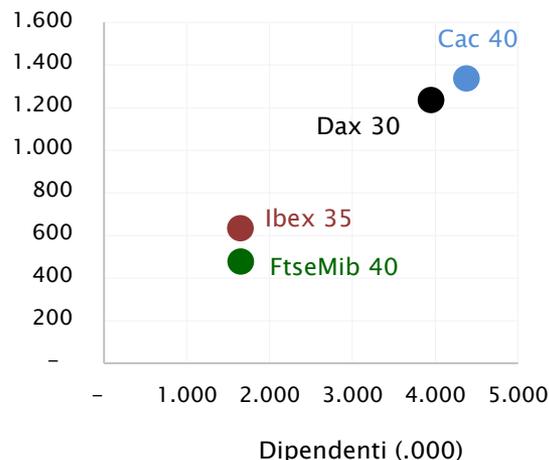
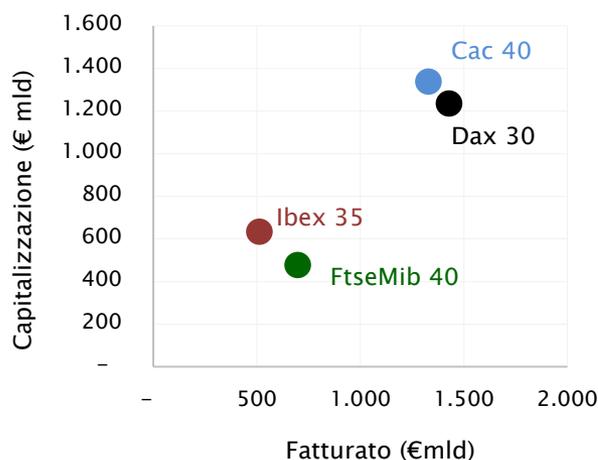


- Il settore manifatturiero, ca. 15% del PIL italiano, non ha mai saputo reggere i tassi di crescita dei principali partner dell'Area euro
- Ciò è stato confermato anche negli anni tranquilli 2000-2007
- Tale settore ha poi subito una crisi di intensità simile a quella tedesca nel periodo 2008-2009
- Contrariamente a Francia e Germania, l'Italia non ha dato segnali di ripresa dal 2011 in poi
- La crisi degli spread sui titoli sovrani ha pesato in modo particolare sulle società italiane e spagnole



Prossime tappe europee: Unione bancaria e Mercato Europeo dei Capitali

145 Large Cap europee nei quattro principali mercati



- La Finanza continuerà a rappresentare un elemento importante nell'integrazione europea.
- Assisteremo ad una maggior omogeneità nell'accesso ai mercati a partire da quello del credito.
- La ricerca di maggiore efficienza tramite sinergie porterà ad un ulteriore consolidamento dei principali player nel mercato europeo.
- Nel settore bancario come in altri si punterà prima all'integrazione di player domestici. Francia e Germania sono molto più avanti in questo processo rispetto a Spagna e soprattutto Italia.
- Il processo di integrazione farà emergere del valore a favore delle società italiane.

Dettaglio settore bancario

	Cac 40	Dax 30	FtseMib 40 ⁽¹⁾	Ibex 35	Totale
N° banche nell'indice	3	2	8	7	20
Capitalizzazione (€ mld)	140	55	119	217	531
Dipendenti (migliaia)	408	143	303	381	1.235

(1) EXOR e FCA; duplicazione di 235k dipendenti



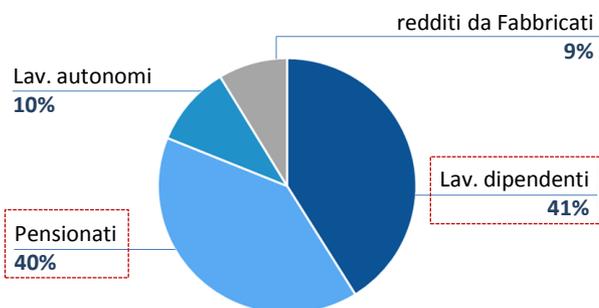
Immobili: stock esistente sul mercato

Immobili in Italia

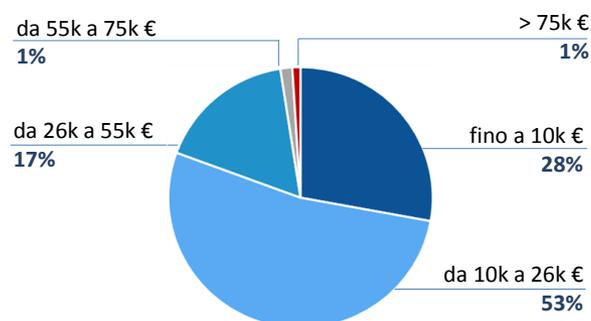
Tipologia Immobile	Numero (in mln)	Rendita catastale (€mld)	IMU + TASI ⁽³⁾	IMU + TASI per unità
Abitazione principale	19,7	10,3	5,0 €mld	252 €
Immobili a disposizione	4,9	1,7	2,7 €mld	557 €
Immobili locati	2,7	1,2		
Altro ⁽¹⁾	3,3	1,2		
Totale abitazioni di persone fisiche	30,6	14,4		
Totale abitazioni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

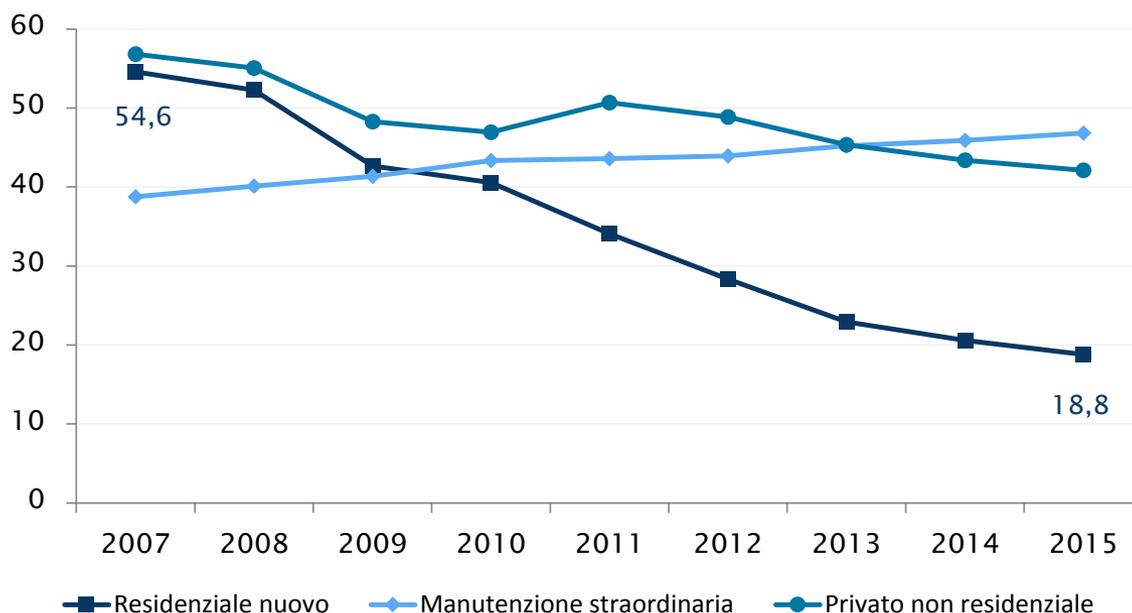
(2) Include proprietari diversi da persone fisiche

(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)

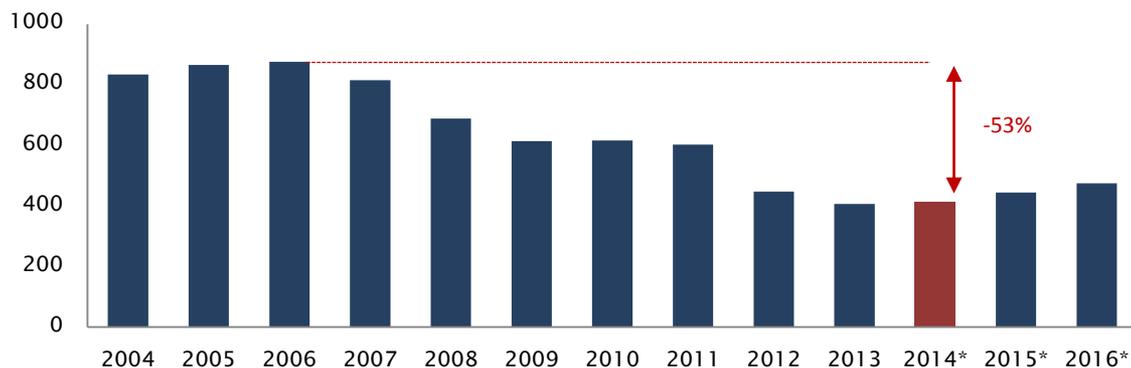
Abitazioni Nuove
-19,2%

Abitazioni Usate
-19,7%



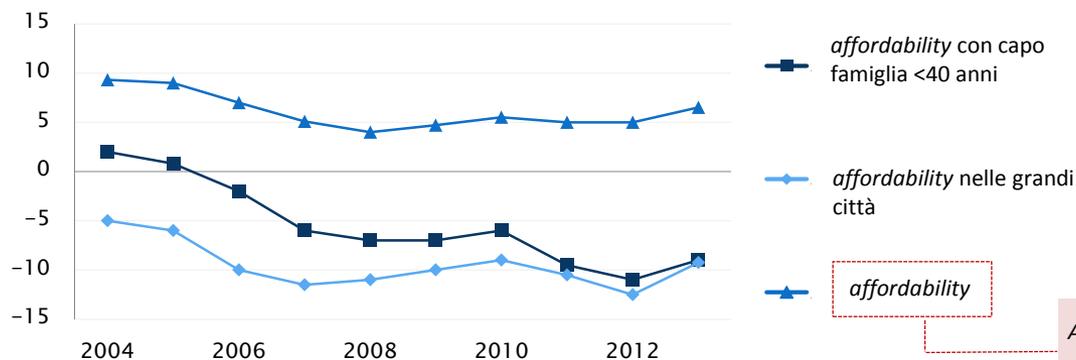
Transazioni su costruzioni ai minimi, “affordability” in calo

Numero transazioni su costruzioni in Italia



* Fonte REAG, congiuntura del mercato immobiliare 2014

Nuove costruzioni: affordability** degli italiani



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

- 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)
- 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

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



Conti pubblici italiani

Il deficit tendenziale 2015 risulta nel DEF essere pari al 2.5% del PIL (impegno UE per il 2.6%) con il costo degli interessi sul debito non più del 4.5% come stimato a ottobre ma "solo" del 4.2% ovvero 4.7 €mld di risparmi da interessi (tabella 1).

Il governo ha già scritto nel DEF l'abolizione delle clausole di salvaguardia, con l'intento (v. tabella a 2) di migliorare consumi e investimenti nel 2016 e 2017. I consumi salirebbero di +1.2% nel 2016 invece di +0.8% senza interventi e gli investimenti in macchinari +4.1% invece di +3%. La tabella 3 invece evidenzia il dettaglio del Bilancio della Pubblica Amministrazione, con il bonus di 80 € incluso tra le spese, che tiene alta la pressione fiscale. Nella tabella 3 si riportano inoltre le cifre con le maggiori imposte 2016 su 2015 per effetto della clausola di salvaguardia ancora inclusa tra le maggiori imposte indirette. La clausola di salvaguardia verrà abolita e sostituita con i tagli di spesa a ottobre con la nuova Legge di Stabilità 2016.

Maggiori costi dopo il DEF di aprile: il 18 maggio 2015 è stato emanato Decreto per la sentenza della Corte Costituzionale contro il blocco delle pensioni. Costo di 2.2 €mld per il rimborso al 40%, 20% e 10% di quanto dovuto per le classi di reddito pensionistico che vanno da 3 a 4 volte il minimo, da 4 a 5 volte e da 5 a 6 volte per gli anni 2012-2013.

DEF – aprile 2015

Tabella 1	2015	2016
Precedente stima interessi/PIL	4,5%	4,5%
Nuova stima interessi/PIL	4,2%	4,2%
Precedente stima interessi €mld	74,1	76,1
Nuova stima interessi €mld	69,4	71,2

Tabella 2	2015	2016
PIL	0,7	1,4
Consumi	0,8	1,2
Investimenti	1,1	2,7
- di cui macchinari	2,5	4,1

Dati MEF

Dettaglio spese ed entrate pubbliche (in mld €)

Tabella 3	2014	2015	2016
Spese complessive	826,2	827,1	842,1
- di cui spese sociali	328,3	338,1	342,6
- di cui interessi sul debito	75,2	69,4	71,2
- di cui investimenti	58,7	60,2	63,7
Entrate complessive	777,2	785,9	818,6
- di cui imposte	485,8	496,5	525,8
Deficit	49,0	41,2	23,6

Deficit/PIL	3,0%	2,5%	1,4%
Debito/PIL	132,1%	132,5%	130,4%
Surplus primario/PIL	1,7%	1,7%	2,8%

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.
