

Italia: referendum e legge elettorale, due temi di fondamentale importanza

Novembre 2016

Redatto il 25 novembre 2016



Philippe
Ithurbide

Global Head of Research,
Strategy and Analysis

Documento destinato unicamente a investitori professionali

In Italia si terrà un referendum il 4 dicembre. Il risultato sarà molto importante, sia per il futuro politico di Matteo Renzi, l'attuale Presidente del Consiglio dei Ministri, sia per la probabilità di potenziali elezioni anticipate e per la stabilità politica del paese.

Questo documento (i) delinea i principali temi relativi al referendum di dicembre e alla legge elettorale, (ii) presenta i 4 possibili risultati e relativi scenari e il loro probabile impatto sul mercato, inserendoli poi (iii) nel contesto di un ritardo dell'economia italiana.

Referendum e legge elettorale: i grandi temi

Si ricorda che il 4 maggio 2015, il Parlamento Italiano ha approvato una nuova legge elettorale che avrebbe dovuto garantire una maggiore stabilità politica. Il nuovo metodo di voto garantisce una maggioranza di quasi il 54% dei seggi alla Camera dei Deputati (340 su 630) al partito vincitore delle elezioni politiche, e che ottiene almeno il 40% dei voti al primo turno delle elezioni. Se nessun partito riesce a raggiungere questa soglia, il secondo turno delle elezioni (che oppone i due partiti più votati) determinerà quale partito beneficerà del "premio di maggioranza". La legge elettorale prevede inoltre una soglia del 3% per ottenere seggi, che garantisce ai principali partiti di

minoranza di essere rappresentati nella Camera dei Deputati, ma impedisce loro di minacciare la stabilità della maggioranza di governo. Tuttavia, per essere veramente efficace, questa nuova legge ha bisogno di essere integrata in una revisione costituzionale che riduce i poteri del Senato. Questo è lo scopo del prossimo referendum. Gli elettori saranno chiamati ad approvare la modifica alla Costituzione Italiana per trasformare l'attuale Senato della Repubblica in un Senato delle Regioni, composto da 100 senatori principalmente composti da consiglieri regionali e sindaci.

Dopo la Brexit, la vittoria di Donald Trump alle elezioni USA, questo rappresenta un esempio di ulteriore disinibizione nei confronti del populismo, movimento che rifiuta i partiti tradizionali e l'establishment, e che potrebbe indirettamente aiutare i sostenitori del 'No' a raggiungere la vittoria al Referendum italiano. Inoltre, i sondaggi sembrano confermare che i sostenitori del 'No' sono in testa.

I possibili scenari e impatti sul mercato

Abbiamo delineato 4 possibili scenari:

Scenario #1 **Voto referendario favorevole e Matteo Renzi rimane in carica come primo ministro.**

PROBABILITÀ: 5%

In questo scenario, le elezioni si svolgerebbero probabilmente nel mese di febbraio 2018, come inizialmente previsto. Sarebbe senza dubbio il miglior scenario possibile: nessuna crisi politica, stabilità di governo, prosecuzione delle riforme, soddisfazione dei paesi europei ...

Tuttavia Renzi dovrebbe vincere le elezioni politiche previste per il febbraio 2018, cosa che risulta lontana da una conclusione scontata. Ad ogni modo, nel caso di una vittoria esigua (che potrebbe verificarsi), la prospettiva delle elezioni politiche peserebbe sull'Italia. Questa legge dà al vincitore delle elezioni politiche non solo il via libera alla carica di Primo Ministro, ma anche una comoda maggioranza alla Camera dei Deputati.

Tuttavia, il disaccordo tra i partiti tradizionali di destra e di sinistra (e/o lo scarso trasferimento di voti tra questi partiti) potrebbe aiutare il partito populista "Cinque Stelle" (altrimenti definito "Movimento 5 Stelle" o anche "M5S") ad arrivare al potere, come è avvenuto in occasione delle elezioni comunali, quando il disaccordo tra i partiti tradizionali ha spinto il M5S a vincere nelle città di Roma e Torino in particolare.

Sembra improbabile che il governo possa essere in grado di cambiare la legge elettorale alla fine del mandato, il che significa che una vittoria del M5S alle prossime elezioni politiche potrebbe essere probabile.

Probabile impatto sul mercato *Nel breve termine, si assisterebbe ad un sentiment positivo verso i mercati (azionari e obbligazionari) italiani che dall'inizio dell'anno sono andati particolarmente a rilento. La riduzione dello spread Italia-Germania probabilmente offrirebbe opportunità più interessanti per gli investitori. Nei mercati azionari, è probabile che emerga una rinnovata forza contro una debole prospettiva di crescita e di profitti.*

Scenario #2 **Voto referendario sfavorevole e Matteo Renzi rimane in carica come primo ministro.**

PROBABILITÀ: 20%

Un esito negativo al referendum e il mantenimento di Renzi nella sua posizione erano considerati due eventi del tutto incompatibili meno di due mesi fa, perché il Primo Ministro stesso aveva annunciato le sue dimissioni e la fine della sua carriera politica, qualora il referendum fosse stato respinto. Da allora Renzi ha riconsiderato la sua posizione, in quanto il suo destino non deve

essere legato ad una riforma del Senato, e anche, probabilmente, a seguito dei colloqui con i partner europei (Germania e Francia in primis), che preferirebbero tenere in carica un front man di qualità come Matteo Renzi (costruttivo e riformista). In questo scenario, le elezioni probabilmente si svolgerebbero nel mese di febbraio 2018, come inizialmente previsto. Una volta riconfermato, ma alla fine del suo mandato, Renzi probabilmente non avrebbe la necessaria legittimità per riformare la legge elettorale, lasciando intatta l'incertezza sulle elezioni politiche.

Probabile impatto sul mercato *Il mantenimento in carica di Matteo Renzi è rassicurante in termini di stabilità politica immediata, ma l'incertezza per quanto riguarda le prossime elezioni generali sarà il fattore chiave nel determinare l'orientamento dei mercati finanziari: verranno anticipate? Si terranno a febbraio 2018? L'Italia avrà una maggioranza M5S (Partito euroscettico, populista, ecc) o un governo di coalizione (probabilmente non molto riformista) dopo le elezioni? Si prevede una fase di transizione difficile per i mercati in Italia.*

Scenario #3 **Voto referendario sfavorevole, Matteo Renzi si dimette e viene istituito un governo tecnico o di coalizione.**

PROBABILITÀ: 55%

Il governo tecnico probabilmente avrebbe l'obiettivo di mettere al primo posto la riforma costituzionale, mentre un governo di coalizione farebbe fatica a far passare nuove riforme. È importante evidenziare che solo un governo tecnico sembra in grado di procedere ad una riforma della legge elettorale: un governo di coalizione probabilmente non sarebbe in grado di raggiungere un accordo. Minimizzare il processo di riforma in Italia e battere in ritirata a livello politico sarebbe dannoso. In questo scenario, le elezioni si svolgerebbero probabilmente nel mese di febbraio 2018, come inizialmente previsto.

Probabile impatto sul mercato *La calma temporanea e allo stesso tempo la delusione per l'assenza di ulteriori riforme rischia di influenzare negativamente la percezione degli investitori. Vi è il rischio di un rallentamento nella risoluzione di importanti questioni (la riforma del sistema bancario, la riduzione della rigidità del mercato del lavoro, l'innalzamento della concorrenza, la riduzione della rigidità del mercato dei beni e dei servizi, la ricerca di una migliore produttività, ecc). Una situazione apparentemente sfavorevole alla luce delle elezioni. Un governo tecnico o di coalizione rischia di essere percepito come un governo di transizione, una situazione che probabilmente favorirebbe l'ascesa del M5S.*

Scenario #4 **Voto referendario sfavorevole, Matteo Renzi si dimette e ci si prepara a nuove elezioni politiche**

PROBABILITÀ: 20%

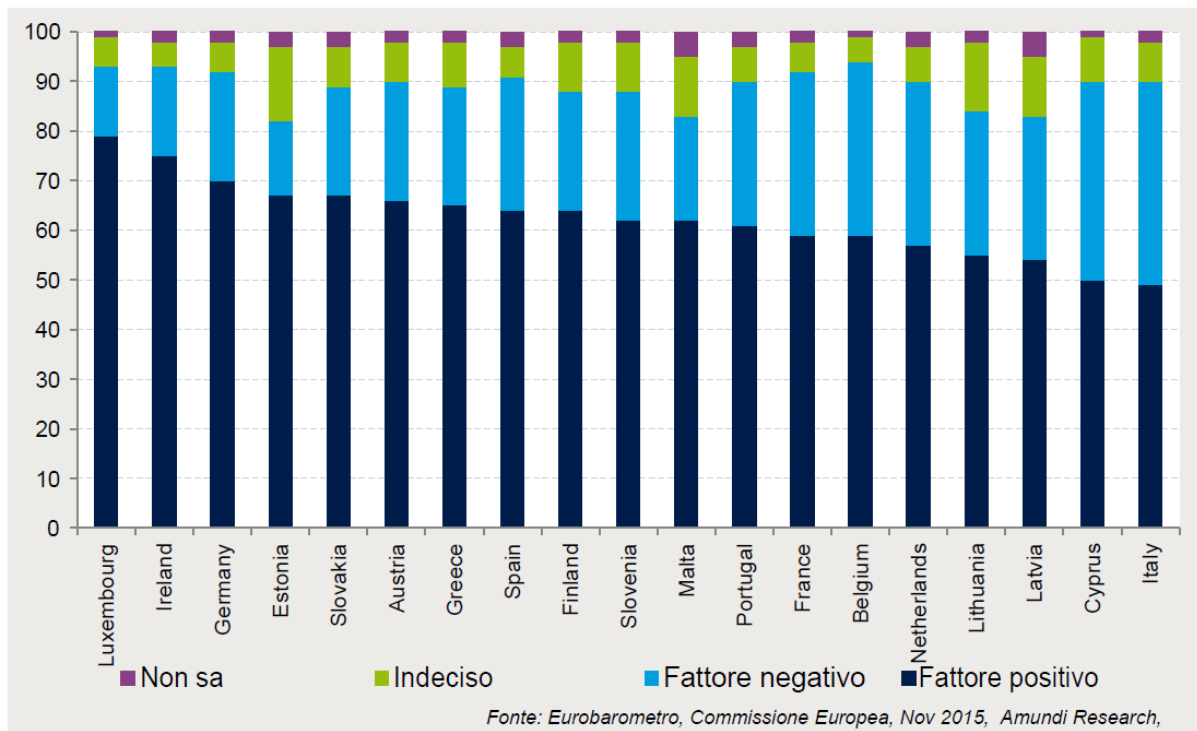
Questo è chiaramente lo scenario peggiore, che può portare inizialmente ad un'instabilità politica e certamente porterebbe il processo di riforme ad una battuta d'arresto, e, successivamente, ad una nuova maggioranza. Nonostante il rifiuto della riforma del Senato, ci sarebbe comunque un'elevata probabilità di vedere questa volta in Italia il partito populista "Cinque Stelle" vincere e formare un governo con una maggioranza parlamentare. Questo scenario non sembra essere il più probabile data la capacità (e l'abitudine) in Italia di formare governi di coalizione.

Probabile impatto sul mercato *C'è da aspettarsi una fase di instabilità politica e finanziaria. Anche se protetto dal Quantitative Easing della BCE, il mercato obbligazionario italiano rischia di essere snobbato, in particolare a favore della sua controparte spagnola. La situazione politica richiederebbe un ulteriore premio per il rischio. Lo stesso vale per i mercati azionari e per i titoli finanziari, già colpiti da una scarsa crescita, da una più bassa redditività, da tassi ultra-bassi/negativi e da prestiti non performanti.*

L'economia italiana: deficit sotto controllo ma crescita debole

Il referendum del Regno Unito (Brexit) e le elezioni americane hanno mostrato, se ce ne fosse ulteriormente bisogno, la debolezza dei sondaggi o l'impossibilità di intercettare il "voto nascosto" (non dichiarato nei sondaggi) e l'entità del rifiuto di candidati provenienti dai partiti tradizionali. L'ascesa del populismo è comunque una realtà che si farà sentire nella maggior parte dei paesi: spesso va di pari passo con il rifiuto dell'establishment, dei partiti, l'aumento del protezionismo, il rifiuto della globalizzazione, la rabbia contro la disuguaglianza crescente, il rifiuto della centralizzazione, l'ostilità verso le riforme dei sistemi sociali, ecc. e nel caso dell'Europa, il populismo spesso va di pari passo con il rifiuto dell'UE o dell'UEM e dell'euro, l'ostilità verso un'eccessiva regolamentazione europea, ecc. Su questo tema, l'Italia è il paese più euroscettico dell'UEM, come mostrato nel grafico seguente. Meno del 50% degli italiani intervistati ritiene l'euro un fattore positivo per l'economia, contro oltre il 65% in Spagna, il 75% in Irlanda ... e quasi l'80% in Lussemburgo, per esempio.

L'Euro è un fattore positivo o negativo per l'economia?



Una crisi politica o addirittura le dimissioni di Renzi (che porterebbero a nuove elezioni) potrebbero innescare una fase di instabilità. Ciò rappresenterebbe una pessima notizia per un paese, in particolare rispetto alla Spagna, economia "comparabile" sui mercati. Il ritardo nel risanamento del sistema bancario, la concorrenza insufficiente, le tante rigidità del mercato del lavoro e del mercato dei beni/servizi, il ridotto aumento della produttività... sono tutti punti deboli che vengono regolarmente evidenziati, anche da parte della Commissione Europea.

Il ritardo dell'Italia deriva principalmente dal fatto che a differenza di altri paesi cosiddetti "periferici", l'Italia non ha ricevuto alcun aiuto dai paesi dell'Unione Europea.

Per quanto riguarda i deficit pubblici, si deve notare che nel 2015, solo 6 Stati membri dell'UE su 28 hanno generato un disavanzo pubblico al di sopra della soglia 3% del PIL. Tra i deficit più alti, si collocano quelli di Grecia (7,2%), Spagna (5,1%), Portogallo e Regno Unito (4,4%), Francia (3,5%) e Croazia (3,2%). La Slovacchia ha chiuso l'anno con un deficit pari al 3% del PIL.

Tuttavia 21 Stati membri hanno rispettato i requisiti del patto di stabilità e di crescita e 3 hanno generato un surplus: Lussemburgo (+1,2%), Germania (+0,7%) ed Estonia (+0,4%). La Svezia è stata in equilibrio. Per quanto riguarda l'Italia, i risultati sono eccellenti: anche se il deficit pubblico è stato del 2,6% del PIL, il paese ha pressoché raggiunto un avanzo primario ogni anno dal 1997. È l'unico paese dell'UE a presentare tali performance e con tale regolarità. Ma è innegabile che questa politica, estremamente virtuosa per la gestione dei deficit pubblici e del debito, abbia indebolito la crescita economica e il potenziale di crescita. Per il 2016, 2017 e 2018 prevediamo una crescita del PIL pari rispettivamente a 0,9%, 1,1% e 1,2%.

Conclusioni

Dato l'attuale contesto (aumento del populismo, situazione economica, ecc), una vittoria del 'No' al referendum italiano è quindi possibile. La probabilità di una permanenza in carica di Matteo Renzi non è trascurabile, ma dovrebbe comunque ottenere un voto favorevole al referendum (una vittoria di misura è anch'essa possibile), o una sconfitta "accettabile". Nel caso di un'ampia vittoria del No, Matteo Renzi potrebbe non rimanere in carica come Presidente del Consiglio dei Ministri. Tuttavia, attenzione: il vero problema politico per l'Italia non è il referendum a inizio dicembre (nella peggiore delle ipotesi ci sarebbe un governo tecnico o di coalizione), ma piuttosto la legge elettorale che potrebbe cambiare l'intero panorama politico in una sola tornata elettorale (a febbraio 2018 o prima in caso di elezioni anticipate) ... ciò rappresenterebbe un grande cambiamento dopo cinque anni di stabilità politica.

La situazione politica e la debolezza dell'economia pesano sui mercati finanziari dall'inizio dell'anno: mentre il mercato azionario tedesco è rimasto stabile dall'inizio dell'anno, l'indice azionario italiano ha perso 23%. Anche se il debito italiano continua ad essere protetto dal programma di acquisto di asset della BCE e continua ad attirare gli investitori (ricerca di potenziali rendimenti e spread), lo spread a 10 anni con la Germania si è allargato di 90 punti base, mentre lo spread spagnolo è aumentato di soli 6 punti base, segno tangibile che il premio per il rischio è in aumento. Una nuova instabilità politica o più semplicemente la prospettiva di prossime elezioni generali indebolirebbero ulteriormente non solo i mercati azionari e del reddito fisso, ma anche l'economia italiana. Una delle maggiori problematiche è rappresentata dal sistema bancario. La creazione di una "bad bank" voluta dai paesi europei, dalle banche centrali e dalla BCE, è stata accolta con un rifiuto dalla Commissione Europea, penalizzando la fiducia e la ripresa degli investimenti in Italia. L'instabilità può indurre la Commissione Europea a cambiare il proprio punto di vista? Si può dubitarne... Come è dubbio il fatto che la BCE possa fare annunci ufficiali per "proteggere" l'Italia. La BCE tuttavia potrebbe concentrare maggiormente gli acquisti sui paesi periferici, come ha fatto nel recente passato. Qualunque ipotesi di abbandono del *Quantitative Easing* in questa fase potrebbe essere estremamente dannosa. L'annuncio del prolungamento del programma in corso potrebbe rappresentare un notevole vantaggio per le obbligazioni sovrane italiane.

Disclaimer

Il presente documento ha natura puramente informativa e le informazioni in esso riprodotte non sono e non devono essere intese come ricerca in materia di investimenti, né come una raccomandazione o un suggerimento, implicito o esplicito, rispetto ad una strategia di investimento avente ad oggetto gli strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari in esso trattati, né come una sollecitazione o offerta o consulenza in materia di investimenti, legale, fiscale e di altra natura, e non costituiscono altresì materiale pubblicitario. Il contenuto del presente documento non soddisfa pertanto i requisiti normativi previsti per l'indipendenza della ricerca finanziaria. Il presente documento è stato elaborato con le informazioni disponibili alla data in cui lo stesso è stato redatto. Le informazioni contenute nel presente documento sono suscettibili di variazioni in qualunque momento senza che da ciò derivi un obbligo di comunicazione e/o aggiornamento in capo ad Amundi. Tali informazioni sono tratte da fonti considerate affidabili, tuttavia Amundi non garantisce la loro correttezza, accuratezza e completezza. Il presente documento non intende sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del presente documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione. Non si garantisce che l'investimento negli strumenti finanziari o negli emittenti di strumenti finanziari o in qualsiasi altra variabile economica o finanziaria identificati o descritti nel presente documento siano stati o saranno redditizi né che l'investitore otterrà con certezza risultati analoghi a quelli indicati o otterrà profitti o potrà evitare di subire perdite sostanziali. La presente informativa non rappresenta un'analisi e non può essere usata o considerata affidabile in relazione a qualsiasi operazione relativa a strumenti finanziari, né deve essere utilizzata come unica base per assumere decisioni d'investimento. Amundi non assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diverso titolo) per danni che si pretendano eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti negli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933.

Il presente documento è stato predisposto da Amundi Asset Management, società anonima con capitale di 596 262 615 € - Società di gestione del portafoglio approvata dell'AMF N° GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi