

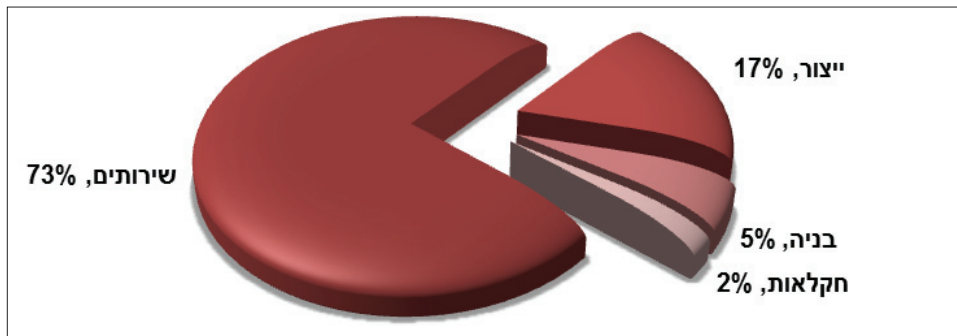


איטליה סקירה כלכלית

דביר עוליאל | אנליסט מאקרו

כלכלת איטליה היא השלישית בגודלה בגוש האירו והתשיעית בגודלה בעולם. מאז הרבעון השני של שנת 2011, הכלכלה האיטלקית מתקשה לצמוח ולמעשה התכווצה מאז כמעט בכל ברבעון, כשבשניים מתוך חמשת הרבעונים האחרונים, הצמיחה הייתה אפסית. בדומה לרוב המדינות המערביות גם באיטליה סקטור השירותים הוא הגדול ביותר בכלכלה, כשהתעשייה מהווה 25% מהתוצר.

מרכיבי התוצר

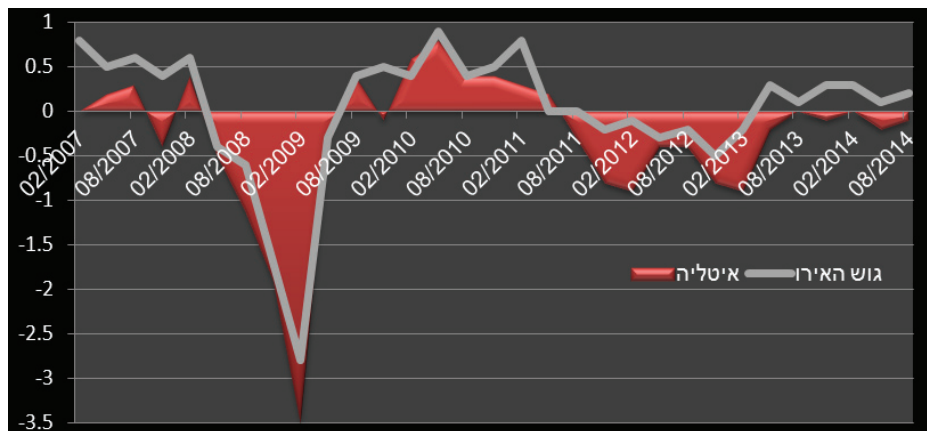


מקור: TradingEconomics

הכלכלה מתכווצת אך במגמת שיפור

כפי שניתן לראות, הצמיחה באיטליה נמצאת בקורלציה גבוהה עם הצמיחה בשאר מדינות גוש האירו. למרות שאיטליה לא חזרה לצמוח כמו שאר הגוש, קצב ההתכווצות ירד והתחזיות צופות שהכלכלה תצמח בשנה הקרובה.

צמיחה בגוש האירו ובאיטליה



מקור: TradingEconomics

מלבד העובדה שאיטליה היא חלק מגוש האירו ומושפעת מתהליכים מאקרו כלכליים הנוגעים לכל חברות הגוש כמו שער האירו, איטליה היא כלכלה יצואנית שמדינות גוש האירו הן השותפות העיקריות שלה, ולכן מושפעת מאוד מהמצב הכלכלי בגוש. עיקר הייצוא האיטלקי הוא של ציוד ומכונות שמהווה כ-19% וטקסטיל כ-12%. שותפות הסחר המרכזיות הן גרמניה עם כ-12% וצרפת עם כ-11%. לכן ההתאוששות הכלכלית בגוש האירו והחזרה לצמיחה ברבעונים האחרונים, מעודדת מבחינת הכלכלה האיטלקית.

המדיניות המוניטארית באירופה צפויה להיטיב יותר עם הכלכלה האיטלקית

הבנק המרכזי בגוש האירו החל בתכנית הרחבות כמותיות, הכוללת כרגע רכישות של אג"ח ממשלתיות ואג"ח מגובות נכסים בהיקף של 60 מיליארד € מידי חודש. פעולות אלו מתווספות למדיניות המוניטארית המקלה הכוללת ריביות שפל בשיעור שלילי, שמטרתן לעודד את הצריכה בגוש, דבר שצפוי להוביל לעלייה בתוצר ובאינפלציה ולהוריד את שיעור האבטלה. כאמור, איטליה היא הכלכלה השלישית בגודלה בגוש ולכן היא משמעותית ביותר. אם נבחן כל אחד מהמשתנים שמובילים את הבנק המרכזי לפעולות המרחיבות, נראה כי איטליה נמצאת במצב פחות טוב ביחס לממוצע מדינות הגוש ולכן הפעולות צפויות להתמקד בכלכלה האיטלקית בשיעור יתר ביחס לממוצע.

פרמטרים כלכליים שמשפיעים על הבנק המרכזי - איטליה מול גוש האירו

| איטליה | גוש האירו | פרמטר |
|--------|-----------|-----------------|
| -0.5% | 0.8% | צמיחת תוצר |
| 0.24% | 0.44% | אינפלציה (2014) |
| 13.4% | 11.4% | אבטלה |
| 132.6% | 90.9% | חוב לתוצר |

מקור: TradingEconomics

כפי שניתן לראות, איטליה מושכת כלפי מטה את הנתונים הכלכליים של גוש האירו ופוגעת במאמצי ההתאוששות של הגוש. מהנתונים ניתן להבין כי בכדי שתכנית ההרחבות באירופה תניב פרי, היא צריכה להתמקד בכלכלות שמתקשות להתאושש, ואיטליה בראשן. מריו דראגי, יו"ר הבנק המרכזי באירופה (ונגיד הבנק המרכזי האיטלקי לשעבר) מודע לכך, והוא מנסה להגות מתווה יעיל בכדי שהכסף לא יזרום בצורה רוחבית, אלא יזרם לכלכלות שזקוקות לו יותר. הבנק המרכזי עדיין לא חשף את מתווה הרכישות הסופי, אך הוא אמר כי היקף הרכישות בכל מדינה יהיה תלוי בגודל הכלכלה ובשיעור החוב שלה, דבר שצפוי להזרים לאיטליה, ששיעור החוב שלה הוא הגבוה מבין הכלכלות הגדולות, היקף משמעותי יותר ביחס לשאר המדינות בגוש.

האם הבעיות יהפכו ליתרונות?

אפשר לומר שמבחינה כלכלית איטליה מחולקת לשתי מדינות, הצפונית והדרומית. בעוד שצפון איטליה נהנית מכלכלה מערבית מודרנית, כשמילנו מהווה מרכז פיננסי ונחשבת ל"בירת האופנה" העולמית, מקבלת מיליוני תיירים בשנה והתושבים בה משכילים וחיים ברמה שמאפיינת את גרמניה, דרום איטליה היא כלכלה נחשלת שחלק גדול מהסחר בה אינו מדווח לרשויות, ורמת החיים של התושבים בה דומה יותר ליוון ומזרח אירופה. הקיטוב בין הצפון לדרום מאפיין את אירופה, בעיקר בין מדינות הצפון המשגשגות למדינות הדרום הנחשלות, אך באיטליה הבעיה בולטת וכאמור מחלקת את המדינה לשתי כלכלות.

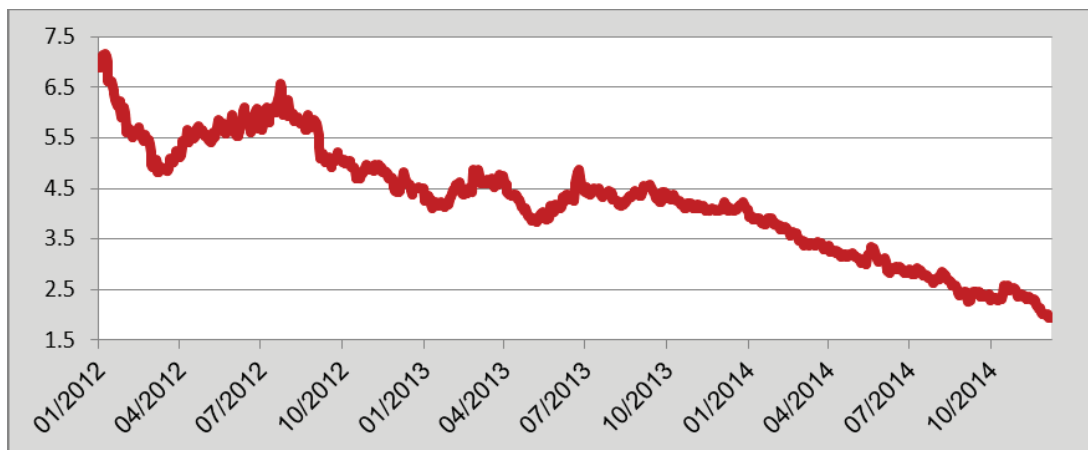
בפברואר 2014 מונה מתאו רנצי לראש הממשלה הצעיר ביותר אי פעם באיטליה, על רקע המצב הכלכלי הקשה במדינה -אבטלת הצעירים הגבוהה (43.3%) והמיאוס מהפוליטיקאים הוותיקים שחלק ניכר מהם נחשד בפלילים ושחיתות. מרגע היבחרו, עומל רנצי על רפורמות בתחום התעסוקה, במנהל הציבורי ובחברות הפיננסים. הבנק המרכזי האירופאי מנסה בשנתיים האחרונות להפעיל לחץ על המנהיגים האירופאים בכדי שאלו יבצעו רפורמות מבניות ויעודדו את הצמיחה, כשמצדו הוא מוכן להפעיל מדיניות מוניטארית מעודדת ומרחיבה בכדי להוביל לצמיחה מחודשת ביבשת. המדינות הגדולות בגוש ובעיקר גרמניה שלא נמצאת בבעיות חמורות, מסרבות ומערימות קשיים, בניגוד כאמור לאיטליה שמנסה לבצע רפורמות בעוצמה בכדי לצאת מהמיתון המתמשך. הפוטנציאל הכלכלי הגדול של איטליה נמצא בדרום, שבמידה ומקבלי החלטות יפעלו נכון וישקיעו בערי הדרום, הדבר ישמש כמנוע צמיחה משמעותי לכלכלה האיטלקית.

שוק ההון

המדיניות המוניטארית באירופה משתקפת בשוק האג"ח האיטלקי כשתשואות האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים ירדו מרמה של 7.3% בתחילת שנת 2012 לרמה של כ-1.6% כיום. נמוך יותר מתשואות האג"ח הממשלתיות המקבילות בארה"ב, למרות

שבתקופת הזמן הזו החוב האיטלקי עלה ודירוג האשראי ירד, כלומר המדיניות המקלה ורכישות האג"ח הובילו לירידה חדה בתשואות.

תשואות אג"ח ממשלת איטליה ל-10 שנים



מקור: TradingEconomics

מדד המניות המרכזי בבורסה האיטלקית הוא מדד FTSE MIB (Milano Italia Borsa) הכולל את 40 המניות הגדולות והסחירות ביותר בבורסה האיטלקית כששווי השוק הממוצע למניה במדד הוא 6.5 מיליארד €. המדד נסחר כיום במחיר הנמוך ב-55% מכפי שהיה לפני משבר 2008, בזמן שמדד המניות הגדולות בגוש האירו ה-Stoxx 50 נסחר ב-30% מתחת לשיאו, בדומה ל-CAC הצרפתי ולמדד האירופאי הרחב ה-Stoxx Europe 600 שנסחר בכ-12% מתחת לשיאו. המדד האיטלקי נסחר כיום במכפיל רווח נמוך ביחס למוצע האירופאי, כשהמכפיל במדד הוא 15.5 בזמן שהמכפיל במדד ה-STOXX 600 הוא 17.7. הביטא בין המדדים היא 1.13, כפי שניתן לראות בגרף השוואת המדדים בשנת 2014, כשברוב השנה תשואת המדד האיטלקי הייתה עדיפה, אך הירידות באוקטובר שינו את התמונה.

FTSE MIB V.S STOXX 600 (בשנת 2014)



מקור: Bloomberg

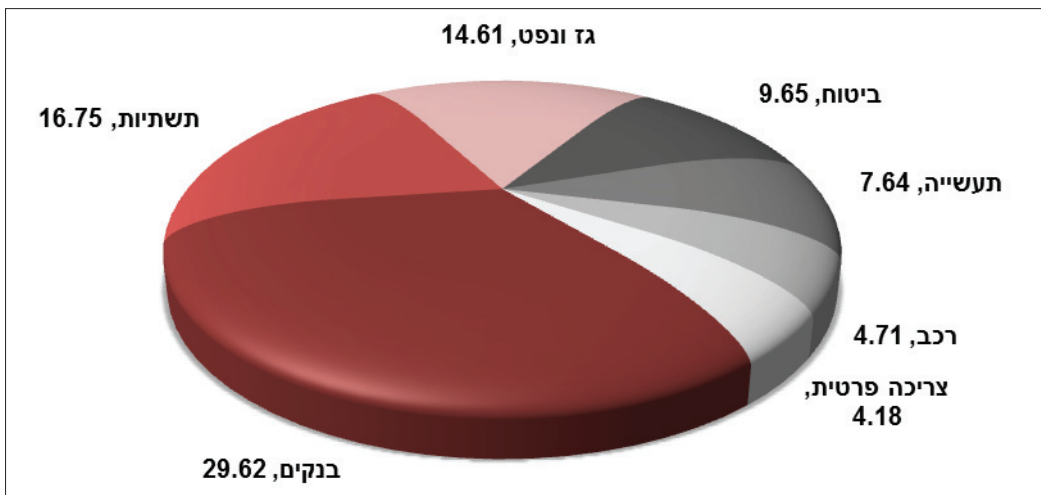
בראיה של 5 שנים, המדד האיטלקי נמצא בפיגור משמעותי מול המדד הכלל אירופאי. פיגור שהכסף הזול שיזרום מהבנק המרכזי, בשילוב עם רפורמות מבניות אשר מובלות על ידי הממשלה הצעירה, יכולים לצמצם.

FTSE MIB V.S STOXX 600 (5 שנים)



מקור: Bloomberg

חלוקה סקטוריאלית



מקור: Bloomberg

10 המניות הגדולות

| משקל (%) | שם |
|----------|-----------------|
| 13.51 | Eni |
| 11.16 | Intesa Sanpaolo |
| 10.26 | Unicredit |
| 9.62 | Enel |
| 8.38 | Generali |
| 3.61 | Telecom Italia |
| 3.41 | Snam |
| 3.08 | Atlantia |
| 2.88 | Luxottica Group |

מקור: Bloomberg