



# **La bussola dell'economia italiana**

**Direzione Studi e Ricerche**

Novembre 2018

## Indice

|  |           |
|--|-----------|
| L'evoluzione dello scenario congiunturale  | 2         |
| Il ciclo è in una fase di sostanziale stagnazione, che potrebbe estendersi almeno sino a inizio 2019 | 2         |
| Focus: genesi e iter della procedura d'infrazione per deficit eccessivo                              | 4         |
| Sintesi della previsione macroeconomica  | 15        |
| Corregge meno del previsto la produzione industriale a settembre                                     | 16        |
| Industria: ancora segnali di rallentamento, soprattutto da ordini e fiducia                          | 17        |
| Anche i servizi hanno smesso di crescere   | 18        |
| Resta contrastata la ripresa nelle costruzioni   | 19        |
| Cominciano ad arrivare segnali negativi anche dal lato dei consumi                                   | 20        |
| La disoccupazione torna sopra il 10% a settembre   | 21        |
| Il commercio estero resta un freno alla crescita   | 22        |
| L'inflazione sale meno del previsto a ottobre  | 23        |
| <br>   |           |
| <b>Tendenze del settore bancario italiano</b>  | <b>24</b> |
| I tassi sui nuovi prestiti arretrano a settembre, ma risalgono il mese dopo                          | 24        |
| Aumentano i nuovi contratti di mutuo e le erogazioni a tasso fisso                                   | 28        |
| Frena la dinamica dei conti correnti   | 31        |

29 novembre 2018

Nota mensile

**Intesa Sanpaolo**  
Direzione Studi e Ricerche

**Elisa Coletti**  
Economista Banche

**Paolo Mameli**  
Economista Macro Italia

**Fulvia Risso**  
Analista Finanziario



## L'evoluzione dello scenario congiunturale

### Il ciclo è in una fase di sostanziale stagnazione, che potrebbe estendersi almeno sino a inizio 2019

Il PIL italiano non è cresciuto nel 3° trimestre: non accadeva dal 2014. A differenza che nella prima metà dell'anno, i servizi e la domanda domestica non sono riusciti a più che compensare l'attesa debolezza dell'industria e del commercio estero. La crescita nel 2018 non andrà oltre l'1%, e le indagini segnalano significativi rischi al ribasso sulla nostra previsione di 0,9% per l'anno prossimo (già da mesi inferiore al consenso).

Paolo Mameli

**Il PIL italiano è rimasto invariato nel 3° trimestre, dopo essere cresciuto di 0,2% t/t nei tre mesi precedenti.** Il dato è risultato di un decimo inferiore alle nostre aspettative. È la prima stagnazione dal 4° trimestre del 2014. **La crescita annua è rallentata a 0,8% da 1,2% precedente** (ai minimi da oltre tre anni). Il dettaglio per componenti di domanda non è ancora noto (sarà diffuso dall'Istat il prossimo 30 novembre). Tuttavia, l'agenzia di statistica ha comunicato che:

- il dato è il risultato di una **espansione del valore aggiunto nei servizi e nell'agricoltura a fronte di un arretramento nell'industria** (è da tre trimestri che l'industria non contribuisce sostanzialmente alla crescita, ma nei trimestri precedenti i servizi avevano più che bilanciato tale debolezza);
- **sia la domanda domestica (al lordo delle scorte) che il commercio estero hanno dato un contributo nullo** all'attività economica nel trimestre. Anche in questo caso, è da diversi trimestri che il commercio estero non dà un apporto positivo; dal lato della domanda domestica, ci aspettiamo ci sia stato un recupero dei consumi controbilanciato dal calo degli investimenti dopo l'impennata del trimestre precedente; dubbio il ruolo delle scorte, che probabilmente non hanno dato il contributo positivo che si era visto nella prima metà dell'anno.

**La crescita acquisita per il 2018** (ovvero, in caso di stagnazione nel 4° trimestre) **è pari all'1%**. Occorrerebbe una accelerazione molto forte nei mesi finali dell'anno (ad almeno 0,4% t/t) per avere un consuntivo 2018 superiore all'1%. Basterebbe invece un dato lievemente negativo per scendere sotto l'1%.

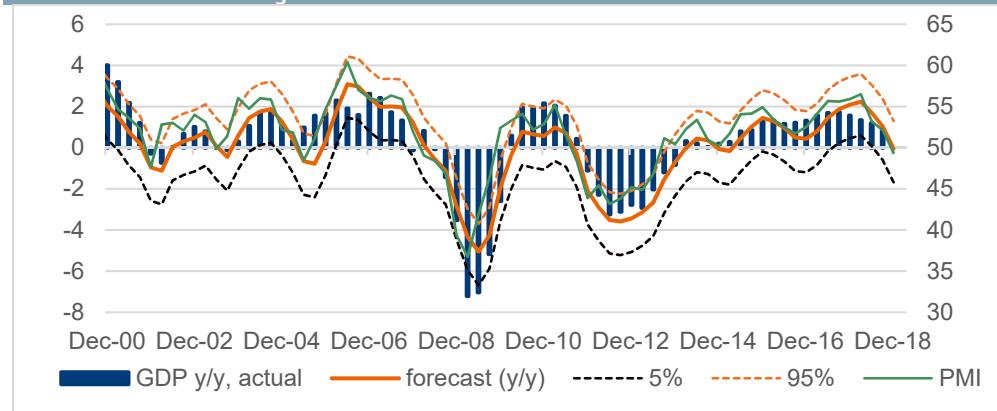
**Le indagini di fiducia nei mesi autunnali hanno confermato che è in corso un chiaro trend di rallentamento del ciclo.** I livelli degli indici di fiducia dei consumatori e delle imprese delle costruzioni restano più che espansivi, mentre quelli del morale delle aziende dei servizi e manifatturiero segnalano una sostanziale stagnazione dell'attività, sia secondo le indagini Istat che, ancora di più, in base alle indicazioni giunte dall'indagine PMI Markit (entrambi calati in territorio recessivo già a ottobre: non accadeva simultaneamente dal 2014).

**A pesare sulla fiducia di famiglie e imprese di recente sono state soprattutto le indicazioni sul clima economico nazionale, particolarmente in chiave prospettica.** Ciò segnala che negli ultimi mesi, a differenza che in precedenza, l'incertezza sulle prospettive fiscali, con le conseguenze che ne sono derivate sul rischio-Paese Italia, abbia cominciato a giocare un ruolo sull'economia reale, particolarmente sulle decisioni di investimento delle imprese. Il rischio è proprio che l'incertezza possa far deragliare il ciclo degli investimenti che si era faticosamente innescato fino alla prima metà di quest'anno.

**In ogni caso, dopo la stagnazione del PIL nel 3° trimestre, le indagini non segnalano un recupero sostanziale nei mesi finali dell'anno.** Ci aspettiamo nel trimestre corrente una crescita congiunturale limitata a 0,1% t/t. La previsione è dovuta principalmente al contributo dell'industria: per via dell'eredità statistica dal trimestre precedente, la produzione industriale in caso di stagnazione congiunturale negli ultimi tre mesi dell'anno farebbe segnare un recupero di +0,4% t/t nel 4° trimestre (dopo essersi contratta in ciascuno dei primi tre trimestri dell'anno). Ma i rischi su questa stima appaiono verso il basso.

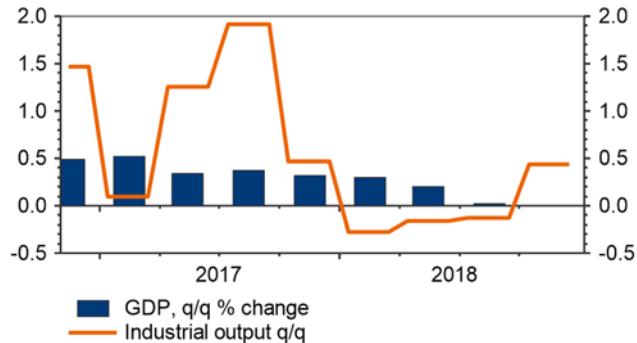
**Soprattutto, non ci sono segnali di un ritorno alla crescita a inizio 2019.** Nel caso in cui la stagnazione si protraesse alla prima parte dell'anno prossimo, ne deriverebbe una significativa revisione al ribasso della nostra stima di crescita per l'anno prossimo, peraltro già da diversi mesi inferiore al consenso (0,9%).

**Una semplice regressione della crescita annua del PIL sul PMI composito evidenzia che è in corso una fase di sostanziale stagnazione dell'attività economica**



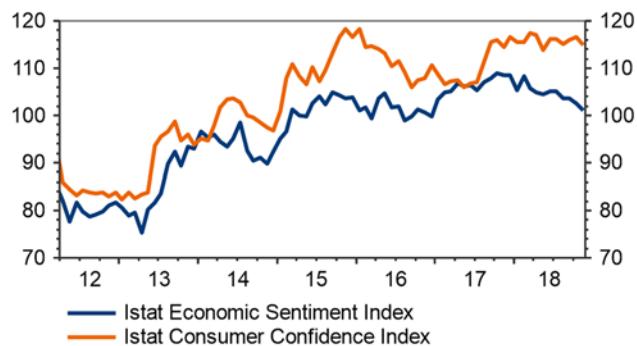
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Markit

**Il rallentamento del PIL nel corso del 2018 si spiega soprattutto con un mancato apporto da parte del settore industriale, che però potrebbe tornare a contribuire positivamente per un effetto statistico nel 4° trimestre**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**La fiducia delle famiglie resta ben impostata, quella delle imprese continua a flettere**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**Tuttavia, le indagini segnalano che il rallentamento tendenziale è destinato a proseguire**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**Le imprese sono decisamente meno ottimiste sull'economia in chiave prospettica**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

## Focus: genesi e iter della procedura d'infrazione per deficit eccessivo

Il processo sanzionatorio potrebbe richiedere diversi mesi (almeno 6, se la deadline non fosse ridotta a 3 per caratteristiche di urgenza) prima di essere applicato. Inoltre tutti gli step prevedono una dialettica intensa tra le parti: la Commissione, che di fatto formula le raccomandazioni, il Consiglio, che prende le decisioni effettive, e lo Stato coinvolto che è tenuto a rispondere. Tale dialettica, seppur definita dentro binari normativi piuttosto precisi, lascia spazio ad ampi margini di incertezza in termini di tempistica, sanzioni ed esito delle trattative stesse. Un ruolo centrale in prospettiva sarà svolto anche dai mercati e dal giudizio implicito che essi daranno della sostenibilità del debito pubblico in presenza di un aumento del deficit. L'eventuale volontà del Governo di modificare almeno parzialmente l'impianto della legge di bilancio e l'andamento della crescita economica nei prossimi trimestri rappresentano i fattori chiave nella definizione dello scenario dell'Italia per il 2019.

Fulvia Risso

**Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC)** è l'insieme di norme che regolano il coordinamento delle politiche di bilancio dei paesi membri dell'Unione Europea al fine assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche nell'interesse della stabilità dell'Unione Monetaria Europea. Il Patto si fonda sugli articoli 121 e 126 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFEU) ed è articolato lungo due "braccia": il braccio preventivo e il braccio correttivo. Il braccio preventivo è mirato ad assicurare che le politiche fiscali dei paesi membri siano gestite in maniera coerente con il raggiungimento dell'Obiettivo di Bilancio di Medio Termine (OMT) specifico per ogni singolo paese. Il braccio correttivo definisce invece le azioni da implementare nel caso in cui i livelli di disavanzo e debito pubblico nazionali dovessero superare i parametri europei di riferimento o, comunque, se dovessero essere considerati non sostenibili.

Più in dettaglio:

- **Braccio preventivo.** Gli stati che non sono soggetti a procedura di deficit eccessivo (EDP) devono rispettare le disposizioni del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita. Queste disposizioni sanciscono che ogni Stato membro deve avere un Obiettivo di Medio Termine specifico adeguato alla sua posizione finanziaria. Se in base alle previsioni della Commissione lo Stato non rispetta l'obiettivo deve mettere in atto un piano di aggiustamento per l'anno stesso con un processo sanzionatorio che può portare anche alla richiesta di un deposito fruttifero a carico del Paese inadempiente.
- **Braccio correttivo.** Il braccio correttivo controlla invece la cosiddetta "Procedura di disavanzo eccessivo" (EDP), ed è finalizzato a far rientrare i parametri di bilancio pubblico all'interno del perimetro definito al Protocollo 12 del TFUE. Una peculiarità della EDP è che la parola "deficit" è utilizzata per fare riferimento sia a una situazione di eccessiva necessità di finanziamento (quindi un deficit vero e proprio superiore al 3%) sia a un debito superiore al 60% che non stia diminuendo a un ritmo soddisfacente. La procedura è la stessa qualsiasi sia la causa della violazione. Se la Commissione giudica che un deficit eccessivo esiste o si può verificare, formula delle raccomandazioni che poi devono essere ratificate dal Consiglio e che comprendono target annuali per il deficit sia in termini nominali che strutturali. Il processo sanzionatorio può portare alla richiesta di un deposito non fruttifero e al blocco dell'accesso ad alcuni Fondi europei.

### Il braccio preventivo

#### Le regole

Gli stati che non sono soggetti a procedura di deficit eccessivo (EDP) devono rispettare le disposizioni del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita. Queste disposizioni sanciscono che ogni Stato membro deve avere un Obiettivo di Medio Termine (OMT) specifico adeguato alla sua posizione finanziaria (e un "benchmark di spesa").

- L'OMT è il saldo di bilancia strutturale (cioè aggiustato per la componente ciclica e al netto delle misure temporanee).

- L'OMT deve garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche, o un rapido aggiustamento delle stesse, anche se contestualmente permette un margine di manovra, in particolare in relazione agli investimenti pubblici.
- L'OMT è rivisto ogni tre anni oppure in caso di riforme strutturali con un impatto significativo sulla sostenibilità delle finanze pubbliche.

Per i paesi membri dell'area euro l'OMT deve essere specificato entro un intervallo compreso tra -1% del PIL e il pareggio (o il surplus). Per i paesi firmatari del Fiscal Compact (tra cui l'Italia) i limiti sono più stringenti: si richiede un saldo di bilancia strutturale al di sopra di -0,5% del PIL, a meno che il rapporto debito/PIL non sia al di sotto del 60%, in tal caso il limite inferiore rimane invariato a -1% del PIL. Per gli stati che non hanno ancora rispettato l'OMT si richiede una correzione strutturale annua pari allo 0,5% del PIL.

**Sono permesse deviazioni temporanee dall'OMT nei casi in cui:**

- siano previste importanti riforme strutturali (ed esempio una riforma delle pensioni) che abbiano un impatto positivo di lungo periodo e verificabile sulle finanze pubbliche e che siano presentate, implementate e adottate in un dettagliato piano di medio termine. In questo capitolo sono inclusi anche investimenti pubblici considerati come "riforme strutturali" in un contesto di crescita negativa o comunque ampiamente sotto il potenziale e nel rispetto del tetto massimo del 3% del deficit;
- si verifichi un inatteso evento fuori dal controllo dello Stato membro che abbia un impatto significativo sulla posizione di finanza pubblica;
- si verifichi un periodo di severa recessione per l'area euro o per l'Unione Europea nel suo complesso.

In tutti e tre i casi il deficit non può comunque eccedere il 3% del PIL.

L'insieme delle raccomandazioni specifiche per i singoli paesi (CSR), attuate con cadenza annuale dal Consiglio Europeo, include una raccomandazione (definita "sforzo fiscale" in termini strutturali, che nel braccio preventivo non è chiaramente specificata in termini numerici) relativa ai progressi verso l'OMT e, per i paesi con un debito/PIL superiore al 60%, relativa anche al rispetto della procedura di riferimento per la riduzione del debito.

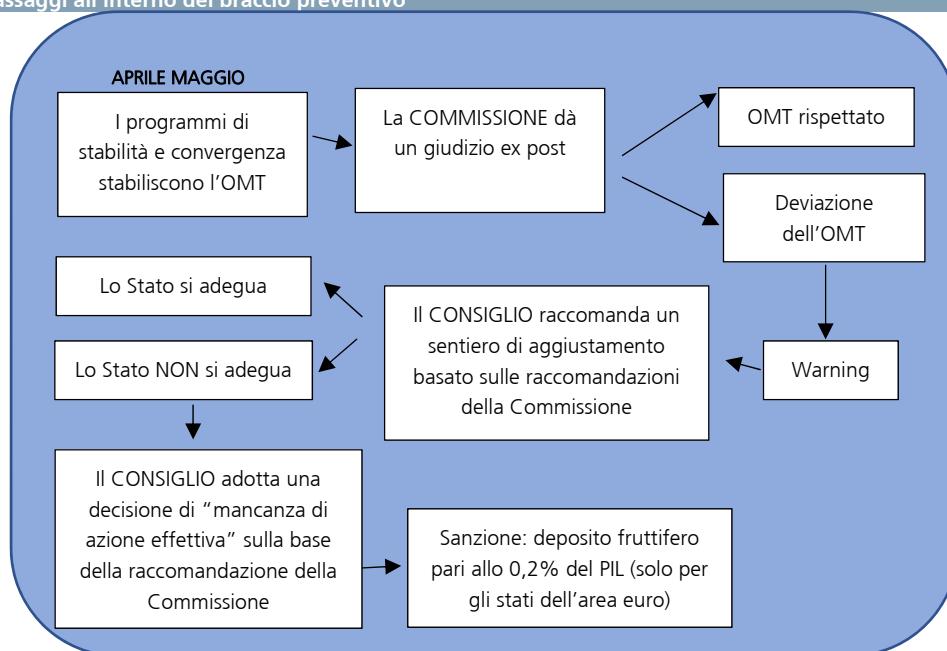
Il Patto di Stabilità e Crescita include anche un "benchmark di spesa", secondo il quale la crescita della spesa pubblica (al netto delle misure discrezionali in materia di entrate) deve essere inferiore al tasso di espansione potenziale del PIL di medio-termine.

## I passaggi e le tempistiche

- Il punto di partenza per l'analisi annuale è **verificare se nell'anno in corso lo Stato membro stia rispettando il proprio OMT**, sia ex ante che ex post. Se in base alle previsioni della Commissione lo Stato non rispetta l'obiettivo deve mettere in atto un **piano di aggiustamento** per l'anno stesso.
- La Commissione formula una **valutazione ex post** (*ex post assessment*) e se rileva uno sforamento significativo rispetto al percorso di aggiustamento verso l'OMT la Commissione può emettere un **avvertimento** (*warning*), come previsto dall'Articolo 121.4 del TFEU, nei confronti del Paese in questione.
- **Entro un mese** dall'avvertimento, il Consiglio, a maggioranza dei suoi membri ad esclusione del Paese sotto esame, può decidere di inviare una **raccomandazione** per una serie di misure correttive da implementare entro una certa scadenza, incluso un nuovo sentiero di aggiustamento verso l'OMT. Queste raccomandazioni saranno basate sull'avvertimento della Commissione e dovranno porre una scadenza **non superiore ai 5 mesi** allo Stato membro per affrontare la deviazione. Se la Commissione giudica la situazione particolarmente seria e necessaria di un'azione repentina la **deadline può essere ridotta a 3 mesi**. Su proposta della Commissione, il Consiglio può rendere pubbliche le raccomandazioni inviate al Paese.

- Se il Paese non dovesse prendere delle misure adeguate entro la scadenza definita dal Consiglio, la Commissione raccomanderà al Consiglio di adottare, a maggioranza qualificata, una decisione che sancisca che nessuna misura effettiva è stata intrapresa. La Commissione può anche raccomandare al Consiglio di adottare una nuova raccomandazione in base all'articolo 121(4) del TFEU sulle misure appropriate che devono essere prese.
- Se il Consiglio non prende la decisione sulla mancanza di azioni effettive e persiste la mancanza di azioni appropriate da parte dello Stato membro, la Commissione reitererà la raccomandazione al Consiglio di certificare l'assenza di misure effettive **entro un mese** dalla prima raccomandazione (punto precedente). Tale decisione sarà presa da una maggioranza semplice inversa, che significa che la maggioranza degli stati membri deve votare contro la certificazione (dell'assenza di misure effettive) affinché questa non venga certificata.
- L'adozione della decisione del Consiglio circa l'assenza di misure effettive è l'inizio della procedura sanzionatoria per lo Stato membro. Entro 20 giorni dalla decisione la Commissione deve emettere una raccomandazione per una nuova decisione del Consiglio che chieda allo Stato in oggetto di predisporre un deposito fruttifero pari allo 0,2% del PIL dell'anno precedente. Anche su questa decisione il Consiglio vota con una maggioranza semplice inversa entro 10 giorni dalla raccomandazione della Commissione. Inoltre, il Consiglio può votare per modificare la raccomandazione della Commissione con una maggioranza qualificata.
- Il deposito fruttifero è previsto allo 0,2% ma può variare su richiesta dello Stato oggetto della procedura, se accolta dalla Commissione prima e poi dal Consiglio, fino a diventare nullo.
- Il deposito fruttifero offrirà un interesse che riflette il rischio di credito della Commissione e il periodo del deposito e sarà restituito al Paese in oggetto quando la situazione che ha portato alla decisione di certificare che nessuna misura effettiva è stata intrapresa non esisterà più, su decisione del Consiglio a seguito di una raccomandazione della Commissione.
- A meno di modifiche che dovranno essere prese dal Consiglio a maggioranza qualificata, il deposito diventerà non fruttifero a seguito della decisione del Consiglio circa l'esistenza di un deficit eccessivo, che porti il Paese ad entrare nel braccio correttivo del Patto di Stabilità e Crescita.

#### Passaggi all'interno del braccio preventivo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sul Documento "Stability and Growth Pact – An Overview of rules, European Parliament", dicembre 2015

## Il braccio correttivo

Il braccio correttivo riguarda invece la cosiddetta “Procedura di disavanzo eccessivo” (EDP), regolata dall’Articolo 126 del TFUE, ed è finalizzato a far rientrare i parametri di bilancio pubblico all’interno del perimetro definito al Protocollo 12 del TFUE.

Una peculiarità della EDP è che la parola “deficit” è utilizzata per fare riferimento sia a una situazione di eccessiva necessità di finanziamento (quindi un deficit vero e proprio) sia a un debito superiore al 60% che non stia diminuendo a un ritmo soddisfacente. La procedura è la stessa qualsiasi sia la causa della violazione e la parola deficit è utilizzata per fare riferimento sia a un eccesso di deficit che di debito.

Il braccio correttivo comprende diversi passaggi che vengono intrapresi quando i livelli di deficit o di debito vengono considerati eccessivi.

Ricordiamo che in caso di deficit questo corrisponde a un valore superiore al 3% del PIL, mentre in caso di debito corrisponde a un valore superiore al 60% e qualora non sia in calo a tassi ritenuti soddisfacenti (a una media su tre anni intorno a 1/20 della differenza con il target). Il giudizio sul deficit si basa su dati, programmi di Governo e previsioni, mentre il giudizio sul debito deve essere confermato dai dati per far scattare la procedura. La Commissione si impegna a preparare un rapporto ogni qualvolta rilevi il rischio di un deficit/PIL superiore al 3% in base alle proprie previsioni, oltre che nel caso in cui il limite massimo sia superato nei fatti o nel programma di Governo dello Stato in esame.

Le previsioni della Commissione assumono un ruolo cruciale nei diversi step della EDP. In particolare, nella valutazione iniziale per aprire la procedura, lo sforamento del tetto del deficit viene considerato temporaneo se è previsto rientrare al di sotto del valore di riferimento con il concludersi di un evento esogeno inatteso (*unusual event*) e/o di una severa recessione economica sulla base delle previsioni della Commissione. Le previsioni della Commissione, che sono a politiche invariate (*no policy change assumption*), servono anche per formulare le raccomandazioni della Commissione in quanto “quantificano” di fatto la correzione necessaria.

Se la Commissione giudica che un deficit eccessivo esiste o si può verificare, questa (1) trasmette un parere allo Stato membro (Art 126(5) TFEU), (2) prepara la proposta per una decisione del Consiglio in base all’articolo 126(6) TFEU e infine (3) formula una raccomandazione (Art 126(7) TFEU) che stabilisce un limite di tempo entro il quale il Paese deve tornare ad essere in regola in termini di deficit e debito. La raccomandazione comprende target annuali per il deficit sia in termini nominali che strutturali, legati a un sottostante scenario macroeconomico elaborato sulla base delle previsioni della Commissione. Viene anche fornita una quantificazione delle misure necessarie per ottenere gli obiettivi (ammontare totale della manovra da intraprendere).

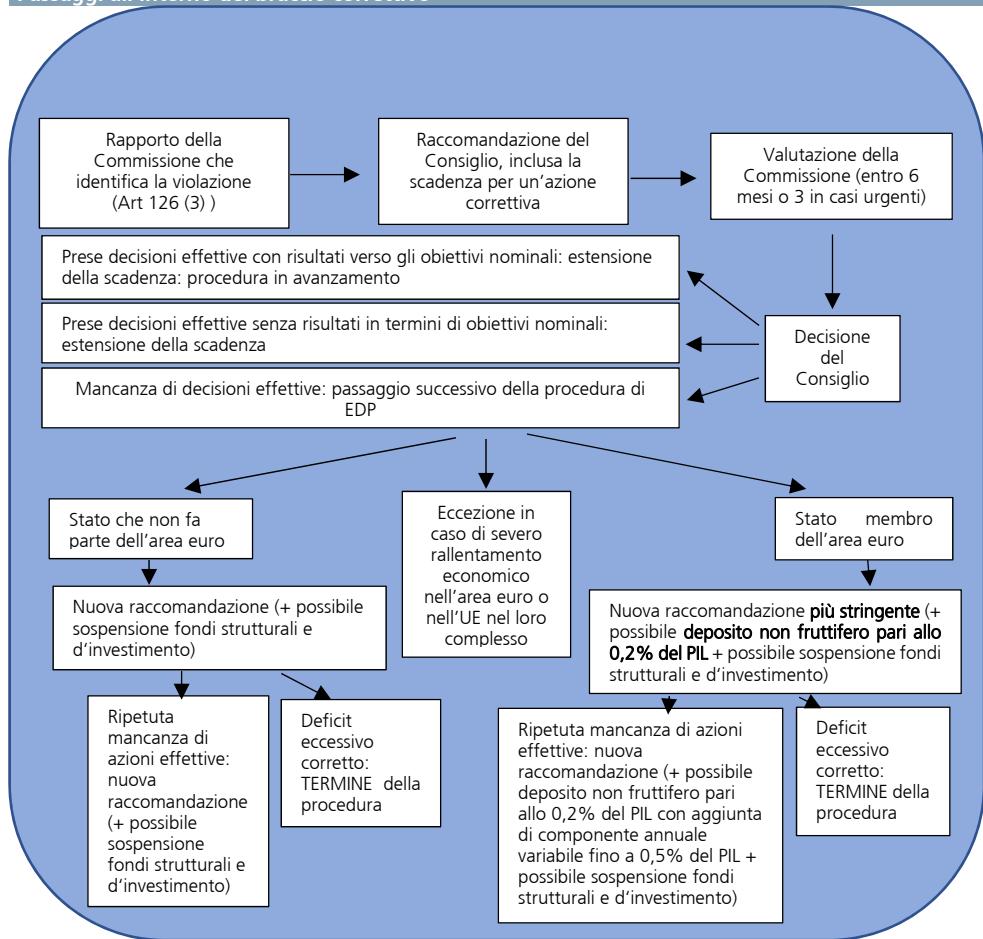
L’inizio della procedura prevede una raccomandazione del Consiglio affinché lo Stato membro prenda delle decisioni in modo da correggere il deficit eccessivo entro un determinato arco temporale. Secondo la normativa la *deadline* deve essere entro 6 mesi, entro 3 mesi se la situazione è giudicata particolarmente seria. La Commissione può anche raccomandare al Consiglio la richiesta di un deposito non fruttifero da parte dello Stato in oggetto, se già era stato corrisposto in forma fruttifera durante le fasi di braccio preventivo o se giudica il non rispetto degli obiettivi europei particolarmente grave.

Il Consiglio e la Commissione monitorano su base regolare le azioni decise dallo Stato in oggetto e valutano se sta intraprendendo le azioni effettive necessarie o se è necessario passare allo step successivo. I passaggi successivi implicano richieste più stringenti e sanzioni finanziarie. Il Consiglio può chiedere allo stato di pubblicare ulteriori informazioni prima dell’emissione di titoli di debito, invitare la Banca Europea per gli Investimenti a modificare la politica creditoria verso il Paese,

sospendere i fondi strutturali e di investimento europei e imporre un deposito non fruttifero pari allo 0,2% del PIL dell'anno precedente. Le sanzioni entrano in vigore, su proposta della Commissione, a meno che, come durante la procedura preventiva, il Consiglio non la rigetti a maggioranza qualificata dei suoi membri. Tali sanzioni possono essere rafforzate, aggiungendo una componente variabile per un totale fino a 0,5% del PIL, o abrogate in base a come il Paese interessato agisca o meno in linea con le raccomandazioni indicate.

**La procedura viene interrotta quando il deficit eccessivo è corretto in maniera duratura in base alle previsioni della Commissione e la correzione è confermata dai dati effettivi.** In ogni caso, l'interruzione della procedura richiede che la correzione del deficit sia, oltre che duratura, anche in linea con la regola relativa al sentiero del debito su una base *forward looking*. La decisione di interruzione viene presa dal Consiglio a maggioranza qualificata su raccomandazione della Commissione.

#### Passaggi all'interno del braccio correttivo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo sul Documento "Stability and Growth Pact – An Overview of rules, European Parliament", dicembre 2015

## L'Italia rispetto al braccio preventivo

L'Obiettivo di Medio Termine (OMT) corrisponde, nel caso italiano, al pareggio di bilancio.

Nell'ultima raccomandazione, all'interno del braccio preventivo, rilasciata dalla Commissione e datata 23 maggio 2018, dato l'elevato livello di debito pubblico, si richiedeva un aggiustamento del saldo strutturale di bilancio pari allo 0,6% del PIL all'anno nel 2019. Invece **nel documento programmatico di bilancio pubblicato in ottobre il Governo prevede, per il 2019, una crescita del disavanzo strutturale dello 0,8% del PIL, una deviazione di 1,4pp dalle raccomandazioni della Commissione.**

Anche il tasso di crescita della spesa risulta superiore al ritmo indicato dal benchmark di riferimento di 1,1pp solo nel 2019. Dal 2016 il percorso di riavvicinamento richiesto dalla Commissione Europea non è mai stato interamente rispettato ma è sempre stata concessa una certa dose di flessibilità e la deviazione rispetto alle correzioni previste è sempre stata inferiore allo 0,5% annuo (o lo 0,25% in media su due anni), che rappresenta la soglia oltre la quale la Commissione può far partire le procedure previste sotto il braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita, seguendo il percorso indicato nel Regolamento 1173/2011.

Sulla base delle recenti previsioni della Commissione, anche nel 2018 il percorso di aggiustamento verso l'OMT non risulterebbe rispettato, ma la deviazione rispetto alle indicazioni della Commissione rimane comunque al di sotto dello 0,5% annuo necessario per innescare la procedura di "significativa deviazione". Invece, le previsioni per il prossimo biennio avrebbero potuto offrire i presupposti per l'apertura della procedura preventiva in quanto sia la deviazione dal percorso di aggiustamento suggerito che la divergenza dal benchmark di spesa supererebbero ampiamente le soglie annuali e biennali concesse. D'altra parte, la procedura correttiva (EDP) prevale rispetto a quella preventiva – ossia uno Stato è soggetto all'analisi descritta nel braccio preventivo se non è già soggetto a un'analisi e a un controllo (più stringente) del braccio correttivo. Questa è di fatto stata la scelta della Commissione che il 21 novembre ha deciso di fare il primo passo verso la richiesta di apertura di una procedura di infrazione per deficit eccessivo nei confronti dell'Italia, citando tuttavia tra le motivazioni anche il mancato rispetto delle correzioni richieste verso l'OMT per l'anno in corso.

| <b>Italia – OMT: richieste della UE e piani del Governo</b>  |             |             |             |             |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>OMT</b>   | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
| Indebitamento netto  | -2,5        | -2,4        | -1,8        | -2,4        |
| OMT  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Saldo strutturale  | -0,9        | -1,1        | -0,9        | -1,7        |
| Variazione annuale del saldo strutturale   | -0,7        | -0,2        | 0,2         | -0,8        |
| Variazione richiesta del saldo strutturale (corretta per le clausole di flessibilità e di eventi non usuali) | -0,6        | 0,1         | 0,3         | 0,6         |
| <b>Deviazione del saldo strutturale dalla var. richiesta (&lt;0,5pp)</b>                                     | <b>-0,4</b> | <b>-0,3</b> | <b>-0,1</b> | <b>-1,4</b> |
| Variazione media su due anni del saldo strutturale   | -0,3        | -0,5        | -0,3        |             |
| Variazione media su due anni del saldo strutturale richiesta   | -0,3        | -0,2        | 0,5         |             |
| Deviazione del saldo strutturale dalla var. media a 2 anni richiesta (<0,25pp)                               | 0,0         | -0,3        | -0,7        |             |
| <b>Regole di spesa</b>   | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
| Tasso di crescita aggregato di spesa di riferimento (in term. reali fino al 2017, nominali dal 2018)         | 2,2         | 1,3         | 0,0         | 1,4         |
| Benchmark di spesa (in termini reali fino al 2017, nominali dal 2018)  | 1,3         | -0,4        | 0,5         | 0,1         |
| <b>Deviazione dalla variazione annuale richiesta (&lt;0,5pp)</b>   | <b>0,1</b>  | <b>-0,3</b> | <b>-0,3</b> | <b>-1,1</b> |
| Deviazione media a due anni (<0,25pp)  | 0,3         | -0,1        | -0,7        |             |

Fonte: Tavola III.6, Nota di aggiornamento Documento di economia e finanza 2018, pag. 49

## L'Italia rispetto al braccio correttivo

La Commissione Europea ha raccomandato l'apertura di una procedura d'infrazione per deficit eccessivo (EDP) nei confronti dell'Italia, in quanto ha rilevato una violazione della regola sul debito per l'anno 2017.

Più in dettaglio nel 2017 il rapporto debito/PIL era al 131,2% del PIL da 131,4% dell'anno precedente. Il ritmo di aggiustamento verso il target è pertanto ben lontano rispetto a quanto richiesto dai trattati (riduzione di 1/20 della differenza tra livello effettivo e target). Infatti, nel caso italiano la differenza fra il rapporto debito/PIL e il target del 60% è pari a 131,2% meno 60%, ossia 71,2% il cui ventesimo è 3,55% annuo. Questo ritmo su una media di tre anni significherebbe un calo fino a circa il 120% entro il 2020, mentre le previsioni puntano a 126,7% secondo il Governo e 131,1% secondo la Commissione.

Negli ultimi anni il Paese è sempre riuscito a evitare l'avviamento di una procedura di infrazione in quanto la Commissione ha riconosciuto l'aderenza, o meglio, la mancata violazione del percorso di aggiustamento verso l'OMT, le riforme strutturali implementate e condizioni macroeconomiche meno favorevoli. Dopo la chiusura dell'ultima procedura di deficit eccessivo nel giugno 2013, ogni anno a partire dal 2015 la Commissione ha sempre preparato il rapporto preliminare che, ai sensi dell'Articolo 126(3) del TFUE, corrisponde allo step propedeutico per l'apertura di una procedura di deficit eccessivo. Nel 2015 e nel 2016 la Commissione ha confermato il rispetto del criterio del deficit, mentre è stato riconosciuto il mancato rispetto del criterio del debito. Si è comunque deciso di non proseguire nella procedura riconoscendo i progressi in atto in termini di riforme strutturali e di avvicinamento verso l'OMT. Nel gennaio del 2017, secondo le stime di inverno, si è ritenuto che i progressi, soprattutto sul fronte dell'OMT, non fossero soddisfacenti e, invece di aprire una procedura, sono state richieste misure aggiuntive. La risposta del Governo non ha soddisfatto completamente la Commissione ma si è deciso di posticipare la decisione per l'eventuale inizio della procedura di infrazione solo dopo le stime di maggio (*spring forecast*), tenendo in considerazione i dati finali relativi al 2016 e l'effettiva implementazione delle nuove misure da parte del Governo. La decisione finale è stata di non intraprendere la procedura correttiva (storicamente non è mai stata veramente implementata una procedura di infrazione nel caso di un rapporto debito/PIL superiore al 60% a fronte di un disavanzo inferiore al 3%).

Con il primo atto formale per la richiesta di apertura della procedura per deficit eccessivo comunicato il 21 novembre, la Commissione definisce tale richiesta necessaria perché i piani fiscali italiani per il 2019 rappresentano un cambiamento sostanziale nei fattori rilevanti analizzati dalla Commissione lo scorso maggio. L'analisi presentata in questa nuova relazione (ai sensi dell'Articolo 126 (3) del Patto di Stabilità e Crescita) comprende la valutazione di tutti i fattori relativi alle prospettive di finanza pubblica dell'Italia e in particolare:

1. **il fatto che le condizioni macroeconomiche**, nonostante i rischi al ribasso recentemente intensificati, **non possono essere considerati una giustificazione** (*event of severe economic downturn*) per la mancata riduzione del debito, dato che la crescita del PIL nominale supera il 2% dal 2016;
2. **il fatto che i programmi del Governo rappresentano una "marcata retromarcia"** sulle riforme **strutturali** che hanno favorito la crescita del passato, in particolare le passate riforme pensionistiche;
3. **il rischio identificato di deviazione significativa dal percorso di aggiustamento raccomandato verso l'obiettivo di bilancio a medio termine nel 2018** (pareggio di bilancio strutturale in caso dell'Italia) e la non conformità particolarmente grave per il 2019 rispetto alla raccomandazione indirizzata all'Italia dal Consiglio il 13 luglio 2018. In questo passaggio la Commissione fa riferimento al braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita.

Nel complesso, conclude la Commissione "l'analisi suggerisce che il criterio del debito come definito nel trattato dovrebbe essere considerato non rispettato e che quindi è giustificata una procedura per disavanzo eccessivo basata sul debito".

Il rapporto della Commissione deve essere sottoposto in prima battuta al Comitato per gli Affari Economici e Finanziari che deve esprimere un parere entro due settimane, a seguito del quale la Commissione può indirizzare un parere all'Italia e una raccomandazione più ampia al Consiglio Europeo circa la necessità di aprire la procedura, la tempistica concessa per la correzione e i target annuali di debito, deficit e spesa per rendere effettivo il sentiero di rientro.

Proprio in relazione alla tempistica, la definizione di "bilancio particolarmente a rischio di seria violazione" potrebbe aprire la strada alla richiesta da parte della Commissione, dopo l'apertura ufficiale della procedura da parte del Consiglio, di una **tempistica più stringente (entro tre mesi)** entro la quale l'Italia intraprenda un'azione effettiva di correzione del bilancio.

| Stime della Commissione UE e della Nota di aggiornamento al DEF a confronto |                    |                       |                |      |       |
|---|--------------------|-----------------------|----------------|------|-------|
|   | PIL (var. % annue) | Bilancio pubblico/PIL | Debito/PIL     |      |       |
|   | NADEF Comm. UE     | NADEF Comm. UE        | NADEF Comm. UE |      |       |
| 2018  | 1,2                | 1,1                   | -1,8           | -1,9 | 130,9 |
| 2019  | 1,5                | 1,2                   | -2,4           | -2,9 | 130,0 |
| 2020  | 1,6                | 1,3                   | -2,1           | -3,1 | 128,1 |
| 2021  | 1,4                | ND                    | -1,8           | ND   | 126,7 |

Nota: ND= non disponibile. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su NADEF e Previsioni d'Autunno della Commissione Europea

## La posizione del Governo italiano

Rispetto all'avvio dell'iter che potrebbe portare alla procedura per deficit eccessivo, il Governo italiano ha risposto con una dichiarazione formale del ministro del Tesoro Tria in data 22 novembre, in cui si sottolinea come il bilancio programmatico italiano assicuri il totale controllo dei nostri conti pubblici, nei limiti della moderata politica espansiva resa necessaria dal rallentamento dell'economia europea ed italiana. Il Governo si dice altresì convinto che la manovra prevista per il 2019 garantisca in ogni caso anche l'obiettivo della riduzione del rapporto debito/PIL. Tria sottolinea anche che la drammatizzazione del dissenso tra Italia e Commissione Europea danneggi l'economia italiana e di conseguenza l'economia europea e che il Tesoro si impegna a continuare il dialogo con la Commissione alla ricerca di una soluzione condivisibile nell'interesse reciproco. L'intervento di Tria, dopo la scelta della Commissione di avviare il primo passo verso l'apertura della procedura d'infrazione, sottolinea l'obiettivo finale della manovra lasciando aperta la porta al dialogo. Una risposta più esaustiva ai rilievi della UE, che al momento resta la posizione ufficiale del Governo, era stata peraltro inviata lo scorso 13 novembre. Allora il Tesoro aveva risposto ai rilievi della Commissione Europea del 30 ottobre evidenziando che la manovra "non espone a rischi la stabilità dell'Italia né degli altri paesi dell'Unione Europea". Il punto centrale della tesi del Governo consiste nel rilancio della crescita che sarà ottenuto anche grazie alla manovra presentata. Viene inoltre sottolineato il ruolo delle riforme strutturali nel migliorare la fiducia di cittadini, imprese e investitori: "Grazie all'espansione fiscale, alle riforme introdotte, al rilancio degli investimenti e alla riduzione del carico fiscale sulle piccole imprese, la manovra consentirà di conseguire un tasso di crescita superiore a quello tendenziale e di recuperare parzialmente il divario rispetto agli altri Paesi europei". Inoltre, il Governo afferma che la manovra è stata costruita sulla base del quadro macroeconomico tendenziale e non tiene conto della crescita programmata. Questa impostazione viene definita prudenziale in quanto introduce una sorta di cuscinetto di salvaguardia contro il deterioramento dei saldi di bilancio, anche nel caso in cui gli obiettivi di crescita non siano pienamente conseguiti. Sempre nella risposta del 13 novembre, confermando l'impianto strutturale della manovra, in termini di rilancio della crescita, incremento delle risorse relative agli investimenti pubblici, reddito di cittadinanza e attenuazione delle "rigidità e vincoli" del sistema pensionistico, il Governo risponde ai rilievi sulla mancata discesa del rapporto del debito/PIL annunciando l'innalzamento all'1% dell'obiettivo di dismissione

del patrimonio pubblico. Nel complesso, quindi, il Governo italiano è consapevole del mancato rispetto del Patto di Stabilità e Crescita ma lo ritiene un passo necessario per il sostegno alla crescita del Paese. Oltre a confermare il ruolo dell'Italia nell'area dell'euro, il Governo si impegna ad adottare le misure necessarie a correggere eventuali scostamenti dagli obiettivi di bilancio, sottolineando come il livello di deficit al 2,4% sia da considerarsi un limite invalicabile.

Sempre il 22 novembre ha indirettamente risposto alla Commissione Europea anche il Primo Ministro Conte di fronte alla Camera dei Deputati, anticipando alcune linee di indirizzo di quella che sarà la prima replica offerta all'Italia nell'iter che porta all'avvio della procedura. Il Governo infatti potrà formulare, all'incirca tra un mese, a beneficio dell'Ecofin nuove osservazioni in merito alla raccomandazione della Commissione (si veda il Box alla fine del documento per l'elenco dei prossimi passaggi). Il Premier ha sottolineato ancora gli effetti della manovra sulla crescita attraverso un'attesa accelerazione degli investimenti, della produttività e del reddito potenziale e ha fatto cenno a una possibile rimodulazione di alcuni interventi previsti dalla legge di bilancio, se dal confronto parlamentare dovessero emergere indicazioni che possono accrescere gli effetti positivi delle misure sulla crescita, senza tuttavia alterarne ratio e contenuti. Conte ha anche sottolineato come nella manovra siano contenute alcune azioni in linea con le raccomandazioni dell'Ecofin del 13 luglio scorso, in particolare in materia di politiche attive del lavoro, potenziamento della ricerca, riduzione dei tempi della giustizia e riduzione dell'economia sommersa. Per converso, Conte ha affermato che il Governo non ha accolto le raccomandazioni in materia di aggiustamento strutturale, perché non compatibili con lo Stato congiunturale dell'economia domestica e con il disegno di politica economica del Governo. Il Primo Ministro ha anche delineato la strategia del Governo nell'ipotesi in cui l'Ecofin dovesse decidere di aderire alla raccomandazione della Commissione, affermando che in questo caso l'obiettivo sarà chiedere tempi di attuazione delle misure richieste dalla UE "molto distesi" ( cercando pertanto di evitare almeno il carattere di urgenza, che porta la tempistica per un'azione effettiva da sei a tre mesi) "in modo da consentire alla manovra economica di produrre i suoi effetti sulla crescita e, grazie a questo, di ridurre il debito pubblico".

## Conclusioni

La procedura d'infrazione per deficit eccessivo è un iter molto complesso che trae origine dal Patto per la Stabilità e la Crescita, l'insieme di norme che regolano il coordinamento delle politiche di bilancio dei paesi membri dell'Unione Europea al fine di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Originariamente formulato in modo più semplificato, il pacchetto di controlli preventivi e consuntivi si è rafforzato in seguito a eventi destabilizzanti per l'Unione economica e monetaria, come la crisi greca iniziata nel 2010. La ratio alla base di un controllo capillare delle politiche fiscali dei paesi, soprattutto quelli appartenenti all'area valutaria comune, consiste nella **necessità di evitare divergenze eccessive nella dinamica dei conti pubblici**, con conseguenze potenzialmente destabilizzanti per l'intera area euro.

E' indubbio che tali limitazioni rappresentino un vincolo nell'attuazione di politiche economiche espansive se non giustificate da condizioni economiche recessive, ma il principio ispiratore consiste nella necessità di relativa convergenza dei conti pubblici in un'area valutaria comune. La proposta franco-tedesca di istituzione di un fondo (un'evoluzione dell'ESM) dedicato a interventi di stabilizzazione macroeconomica di Paesi in difficoltà con risorse europee rappresenta un importante passo in avanti nella direzione del completamento dell'UEM, ancora priva di una completa integrazione prevalentemente in ambito fiscale e finanziario (Unione bancaria, Unione del mercato dei capitali).

Nel caso dell'Italia il livello persistentemente elevato del debito rappresenta la spada di Damocle in un percorso di aggiustamento dei conti pubblici che è stato significativo nel corso degli ultimi 10 anni, con un deficit/PIL passato dal 5,3% del 2009 al 2,4% del 2017 e all'1,9% stimato dalla Commissione Europea per il 2018. L'interruzione di tale percorso virtuoso, che aveva reso

accettabile il livello elevato del debito nel giudizio della Commissione, ha giustificato il cambiamento di rotta che ha portato all'avvio della procedura per deficit eccessivo (sulla base dell'elevato debito e della contestuale previsione di aumento del deficit).

Come evidenziato nelle sezioni precedenti, il processo sanzionatorio potrebbe richiedere diversi mesi (almeno 6, se la *deadline* non fosse ridotta a 3 per motivi di urgenza) prima di essere applicato. Inoltre tutti gli step, sia nel braccio preventivo che in quello correttivo, prevedono una dialettica intensa tra Commissione, che di fatto formula le raccomandazioni, Consiglio, che prende le decisioni effettive con diverse composizioni di maggioranza in base alla fase del processo in atto, e Stato coinvolto che è tenuto a rispondere. Tale dialettica, seppur definita dentro binari normativi piuttosto precisi, lascia spazio ad ampi margini di incertezza in termini di tempistica, sanzioni e esito delle trattative stesse.

Un ruolo centrale in prospettiva sarà svolto anche dai mercati e dal giudizio implicito che essi daranno alla sostenibilità del debito pubblico in presenza di un aumento del deficit. L'eventuale volontà del Governo di modificare almeno parzialmente l'impianto della legge di bilancio e l'andamento della crescita economica nei prossimi trimestri rappresentano i fattori chiave nella definizione dello scenario dell'Italia per il 2019.

### Le prossime scadenze in calendario per l'Italia

- 3-4 dicembre: incontri dell'Eurogruppo e dell'Ecofin per ulteriori analisi delle Manovre economiche dei paesi membri, Italia compresa.
- Entro il 5 dicembre (a due settimane dal rapporto della Commissione): opinione del Comitato Economico e Finanziario sul rapporto della Commissione sull'Italia, come previsto dall'Art. 126(4) del TFUE.
- In seguito all'opinione del Comitato la Commissione dovrebbe preparare una proposta per la decisione del Consiglio in base all'Art. 126(6).
- 13-14 dicembre: incontro del Consiglio Europeo.
- Entro la fine del 2018: approvazione della Legge di bilancio da parte del Parlamento italiano.
- 22 gennaio 2019 (data da confermare): voto da parte del Consiglio dell'Ecofin per l'effettiva apertura della Procedura di Deficit Eccessivo. Se approvata, il Consiglio stabilirà il limite di tempo (3 o 6 mesi) entro cui l'Italia dovrà prendere le decisioni per correggere gli squilibri e fornirà una serie di raccomandazioni, come da Art. 126(7). Le raccomandazioni del Consiglio non saranno rese pubbliche.
- 11 febbraio 2019 (da confermare): nel caso in cui si dovesse considerare il caso sotto esame come particolarmente serio, la Commissione potrebbe raccomandare al Consiglio l'applicazione di una prima sanzione pecuniaria. Altrimenti non dovrebbero essere previste ulteriori sanzioni.
- Entro il 22 aprile 2019 (o entro il 22 luglio in caso di situazione giudicata particolarmente seria): il Governo del paese membro dovrebbe rilasciare un rapporto pubblico sulle misure correttive intraprese.
- 14 maggio 2019 (da confermare): nel caso il giudizio della Commissione sul rapporto del Governo dovesse risultare negativo, il Consiglio può determinare l'assenza di azioni effettive e può proporre la sospensione dei fondi strutturali e d'investimento.
- 26 maggio 2019: elezioni europee.

- Entro il 3 giugno 2019 (da confermare): la Commissione, nel caso in cui si fosse determinata l'assenza di azioni effettive, potrebbe raccomandare l'imposizione di una sanzione pari a 0,2% del PIL.
- 20-21 giugno 2019 (da confermare): incontro del Consiglio Europeo.
- 9 luglio 2019 (entro due mesi dalla decisione di mancanza di azioni effettive): incontro dell'Ecofin, il Consiglio può esprimere raccomandazioni più stringenti in base all'Art. 126(9).
- Entro ottobre 2019: pubblicazione, da parte del Paese sotto esame, di rapporti a scadenze regolari (ogni 3 o 6 mesi) per informare la Commissione sugli sviluppi fiscali.
- Entro 9 novembre 2019: possibile inasprimento delle sanzioni in caso di assenza prolungata di azioni correttive da parte dello Stato membro, come da Art. 126(11).
- Dal 2020: ogni anno successivo a quello in cui è stata imposta la prima sanzione si richiede un'ulteriore analisi delle misure implementate dal Paese con un possibile inasprimento delle sanzioni.

## Sintesi della previsione macroeconomica

| Previsioni macroeconomiche           | 2017  | 2018p | 2019p | 2017  |       |       | 2018  |       |       |       | 2019  |       |       |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                      |       |       |       | T3    | T4    | T1    | T2    | T3p   | T4p   | T1p   | T2p   | T3p   | T4p   |
|                                      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>PIL (a prezzi costanti, a/a)</b>  | 1.6   | 1.0   | 0.9   | 1.7   | 1.6   | 1.3   | 1.2   | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 1.0   | 1.1   |
| - Variazione % t/t                   |       |       |       | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.0   | 0.1   | 0.2   | 0.3   | 0.3   | 0.2   |
| Consumi delle famiglie               | 1.5   | 0.9   | 0.8   | 0.3   | 0.1   | 0.4   | 0.0   | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.1   | 0.1   |
| Consumi pubblici                     | -0.1  | 0.0   | 0.3   | -0.1  | 0.0   | -0.1  | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| Investimenti fissi                   | 4.4   | 4.0   | 2.6   | 3.0   | 1.6   | -1.1  | 2.8   | -0.2  | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| - Investimenti in macchinari         | 1.8   | 7.5   | 4.3   | 5.9   | 1.3   | -2.4  | 7.5   | -0.2  | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.7   |
| - Investimenti in mezzi di trasporto | 37.5  | 21.9  | 4.8   | 1.2   | 7.6   | 5.0   | 8.2   | -1.0  | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| - Investimenti in costruzioni        | 1.5   | 1.4   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.0   | 0.3   | -0.1  | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| Esportazioni                         | 6.3   | 0.2   | 2.7   | 1.7   | 1.8   | -2.4  | -0.1  | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| Importazioni                         | 5.6   | 1.9   | 3.4   | 1.4   | 1.6   | -2.6  | 1.6   | 2.1   | 0.6   | 0.7   | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| <b>Contributo % PIL</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Commercio estero                     | 0.3   | -0.5  | -0.2  | 0.1   | 0.1   | 0.0   | -0.5  | -0.4  | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| Domanda finale interna               | 1.7   | 1.2   | 1.0   | 0.7   | 0.3   | 0.0   | 0.5   | 0.1   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.2   |
| Variazione scorte                    | -0.3  | 0.2   | 0.0   | -0.5  | -0.1  | 0.2   | 0.2   | 0.3   | -0.2  | -0.1  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>Attività produttiva</b>           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Produzione industriale               | 3.7   | 1.2   | 1.3   | 1.9   | 0.5   | -0.3  | -0.2  | -0.1  | 0.4   | 0.0   | 0.7   | 0.9   | 0.7   |
| <b>Prezzi, salari e redditi</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Prezzi al consumo (a/a)              | 1.2   | 1.2   | 1.3   | 1.1   | 0.9   | 0.7   | 0.9   | 1.5   | 1.5   | 1.3   | 1.3   | 1.2   | 1.5   |
| - escluso alimentari, energia (a/a)  | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.4   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.9   | 0.9   | 0.6   | 0.6   | 1.2   |
| PPI (a/a)                            | 2.3   | 3.4   | 2.9   | 1.3   | 2.2   | 1.7   | 2.2   | 4.5   | 5.2   | 4.3   | 4.1   | 2.4   | 0.8   |
| Disoccupazione (%)                   | 11.3  | 10.4  | 9.6   | 11.3  | 11.0  | 11.0  | 10.7  | 10.0  | 9.9   | 9.7   | 9.6   | 9.6   | 9.5   |
| Occupati totali                      | 1.1   | 1.2   | 0.7   | 0.4   | 0.2   | 0.1   | 0.9   | 0.1   | 0.1   | 0.2   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| Salari contrattuali                  | 0.5   | 1.4   | 1.9   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Reddito disponibile reale            | 0.6   | 0.4   | 0.8   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Tasso di risparmio (%)               | 7.9   | 7.2   | 7.1   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Bilancia dei pagamenti</b>        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Partite correnti (% PIL)             | 2.8   | 2.6   | 2.8   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Finanza pubblica</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Saldo di bilancio della PA (% PIL)   | -2.4  | -1.9  | -2.7  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Debito (% PIL)                       | 131.2 | 131.0 | 131.3 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Variabili finanziarie*</b>        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 3-mesi Euribor (%)                   | -0.33 | -0.32 | -0.14 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.33 | -0.33 | -0.30 | -0.14 |
| BTP 10 anni (%)                      | 1.77  | 3.53  | 4.25  | 2.06  | 1.77  | 1.95  | 2.77  | 2.80  | 3.53  | 3.79  | 4.02  | 4.09  | 4.25  |
| Spread BTP/Bund (%)                  | 1.73  | 2.18  | 3.17  | 1.70  | 1.46  | 1.42  | 1.76  | 2.50  | 3.05  | 3.15  | 3.24  | 3.19  | 3.10  |

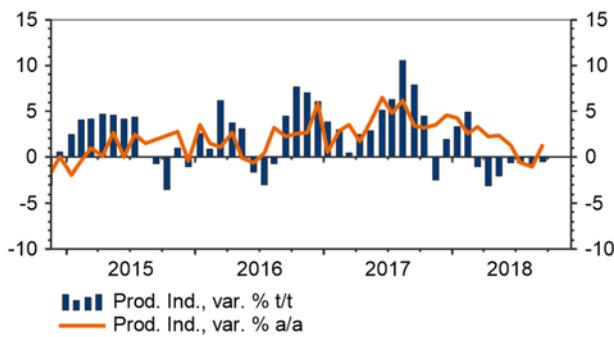
Nota: (\*) ipotesi sottostanti le previsioni macroeconomiche. Fonte: Istat, Thomson Reuters-Datstream, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

## Corregge meno del previsto la produzione industriale a settembre

La produzione industriale è calata lievemente a settembre, di -0,2% m/m dopo il balzo di +1,7% m/m registrato ad agosto. Il dato è risultato migliore dell'aspettativa di consenso (-0,7% m/m) e in linea con la nostra stima (-0,2% m/m). Settembre ha visto un aumento su base congiunturale per i beni di consumo (+0,3% m/m, ma con i durevoli in calo di -1,9% m/m) e per i beni intermedi (+1,1% m/m). Viceversa, si è registrato un deciso calo per i beni strumentali (-1,6% m/m). Poco variati sono risultati i prodotti energetici (-0,1% m/m). La tendenza annua (corretta per gli effetti di calendario) è tornata in territorio positivo (+1,3%), dopo che nei due mesi precedenti si era interrotta la tendenza espansiva degli ultimi due anni. L'andamento per settore è misto. Il volatile comparto farmaceutico, dopo il crollo di agosto, ha fatto segnare un deciso rimbalzo a settembre (+13,5% m/m, +5,1% a/a). L'altra industria manifatturiera che mantiene un significativo progresso su base annua è quella della meccanica (+4,5% a/a, ma -0,8% m/m). Viceversa, i settori in deciso calo tendenziale sono coke e petroliferi raffinati (-4,7%), legno, carta e stampa (-2,7% a/a), gomma e plastica (-1,5% a/a).

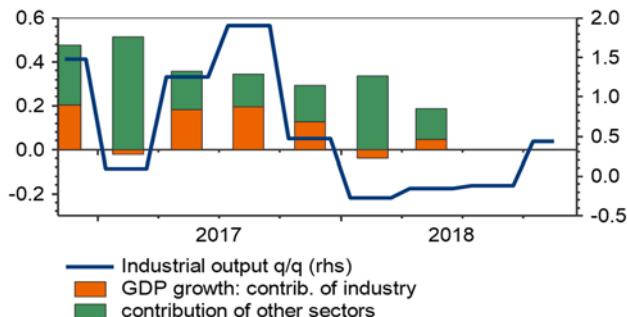
In sintesi, il calo di settembre non è particolarmente sorprendente, e non cambia di molto le prospettive macroeconomiche, a nostro avviso, anche perché i dati dei mesi estivi sono sempre assai volatili su base congiunturale. Nel trimestre estivo, la produzione industriale è calata di -0,2% t/t, circa in linea con quanto registrato nei due trimestri precedenti. Ciò significa che l'industria in senso stretto non dovrebbe aver contribuito alla crescita del valore aggiunto nel trimestre (come peraltro già accaduto nella prima metà dell'anno). Nei mesi estivi, a differenza di quanto verificatosi nel primo semestre, gli altri settori (in particolare i servizi) non sono stati in grado di controbilanciare la debolezza dell'industria, lasciando il PIL invariato. **Nel trimestre corrente, è possibile un rimbalzo della produzione industriale**, grazie a un effetto di trascinamento positivo dal trimestre precedente: in caso di stagnazione nei mesi autunnali, l'*output* farebbe segnare un progresso di +0,4% t/t. Ciò segnala un possibile ritorno alla crescita per il PIL, sia pure su ritmi assai moderati (0,1% t/t, nel range 0-0,2% t/t).

La tendenza della produzione industriale mostra un lieve recupero a settembre



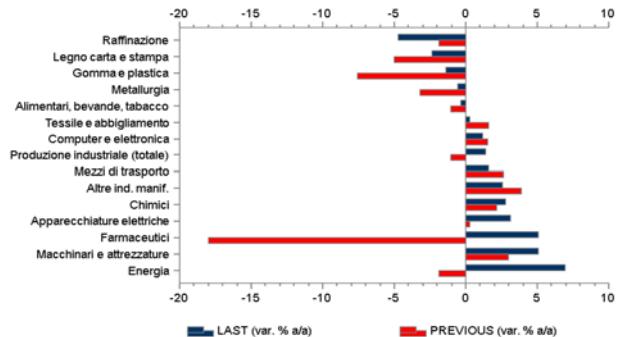
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

E' possibile che l'industria torni a contribuire positivamente al valore aggiunto nel 4° trimestre



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

Il recupero su base annua è in buona parte favorito dal rimbalzo dei farmaceutici



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

Tuttavia, le indagini segnalano che i rischi sull'attività produttiva restano verso il basso



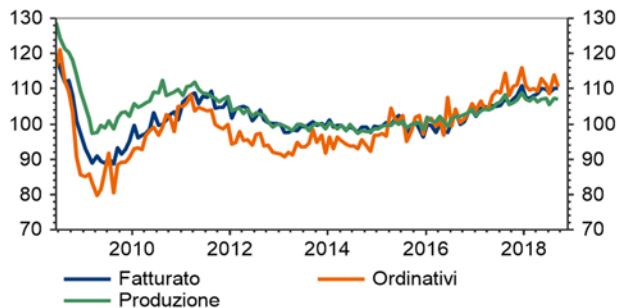
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

## Industria: ancora segnali di rallentamento, soprattutto da ordini e fiducia

A settembre, il fatturato industriale è rimasto fermo (dopo essere salito di 1,2% m/m ad agosto) e gli ordini all'industria sono calati di -2,9% m/m (dopo il +4,9% precedente). In decisa frenata il mercato estero. Su base annua, gli ordinativi sono calati in territorio negativo (a -0,9% da +0,8% precedente), dopo sedici mesi di crescita ininterrotta. Il dato tendenziale sul fatturato, che, a differenza di quello sulle commesse, è corretto per gli effetti di calendario (i giorni lavorativi sono stati 20 contro i 21 di settembre 2017), mostra viceversa una accelerazione a 3,9% (2,9% al netto dell'energia), da 3,2% del mese precedente. Il dettaglio settoriale evidenzia che gli unici comparti in crescita tendenziale, sia per quanto concerne il fatturato che gli ordini, sono i mezzi di trasporto e i prodotti chimici. In netto calo il fatturato delle attività estrattive e gli ordinativi di computer ed elettronica. Il dato conferma che è in atto un trend di rallentamento per l'attività economica nell'industria, soprattutto sulla scia del minor traino dall'estero.

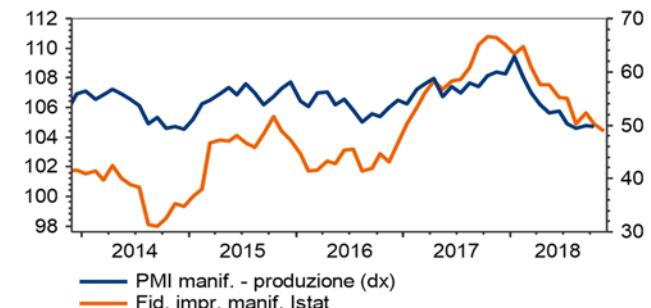
La fiducia delle imprese manifatturiere è scesa da 104,9 a 104,4 a novembre, raggiungendo un minimo da quasi due anni. Il peggioramento è dovuto alle aspettative sia sugli ordini che sulla produzione, nonché su economia e occupazione. In calo anche l'output corrente. Particolaramente colpiti i produttori di beni strumentali. A pesare nel mese sono soprattutto le indicazioni sul clima economico nazionale, particolarmente in chiave prospettica. Ciò segnala che negli ultimi mesi, a differenza che in precedenza, l'incertezza sulle prospettive fiscali, con le conseguenze che ne sono derivate sul rischio-Paese Italia, abbia cominciato a giocare un ruolo sull'economia reale, particolarmente sulle decisioni di investimento delle imprese.

**Laterale negli ultimi mesi la tendenza per produzione, ordini e fatturato nell'industria**



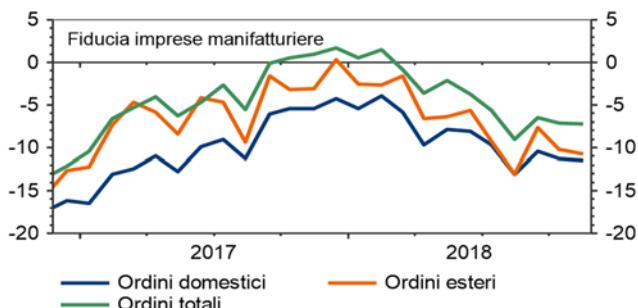
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**Il trend recente per le indagini resta in rallentamento**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**Resta in rallentamento anche la tendenza per le indicazioni sugli ordini delle imprese manifatturiere**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**Il grado di utilizzo degli impianti potrebbe aver superato il punto di massimo dell'attuale ciclo**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

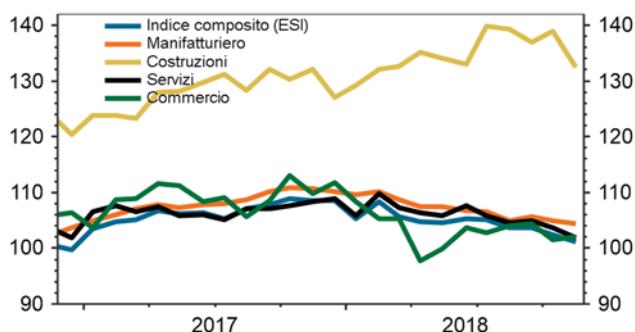
## Anche i servizi hanno smesso di crescere

A novembre, la fiducia delle imprese dei servizi secondo l'indagine Istat è calata più che negli altri comparti, da 103,6 a 101,8, un minimo da quasi due anni. L'indagine mostra un peggioramento per tutte le componenti, con particolare riferimento al deterioramento dei giudizi sull'andamento degli affari e alla contrazione sia dei giudizi sia delle attese sugli ordini. L'unico sotto-settore che fa segnare un recupero per la fiducia (per il secondo mese consecutivo) è quello dell'informazione e comunicazione (da 108,4 a 110).

Ancora meno confortanti i segnali dall'indagine Markit sulla fiducia dei direttori degli acquisti delle aziende di servizi, in calo a 49,2 a ottobre ovvero ai minimi da oltre quattro anni. Il *business* corrente e le aspettative per il futuro restano sopra la soglia di 50 e anzi migliorano nel mese, ma si registra un netto calo dei nuovi affari e della componente occupazionale.

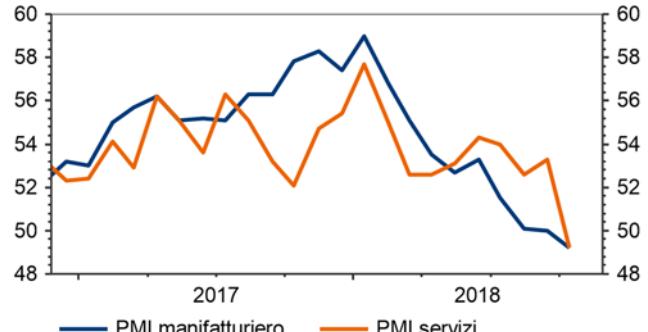
In sintesi, sulla base delle indagini, anche nel 4° trimestre, come già accaduto nei mesi estivi, i servizi potrebbero aver dato un contributo sostanzialmente nullo alla crescita. A fine anno, l'apporto dell'industria potrebbe consentire una espansione seppur minima del valore aggiunto, ma la debolezza dei servizi conferma i rischi verso il basso sul ciclo in chiave prospettica.

Fiducia delle imprese nei principali settori



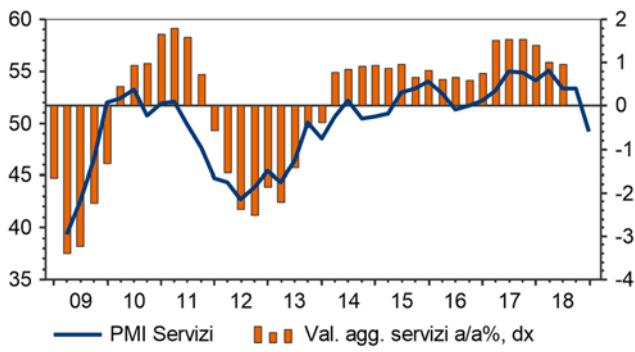
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

La fiducia nei servizi come nell'industria segnala una fase di sostanziale stagnazione dell'attività



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

Il contributo dei servizi al valore aggiunto è in chiaro rallentamento



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

Fiducia delle imprese dei servizi nei principali sotto-settori



Nota: medie mobili a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

## Resta contrastata la ripresa nelle costruzioni

La produzione nelle costruzioni è tornata a crescere su base congiunturale a settembre (+1,3% m/m), dopo la flessione registrata nei due mesi precedenti. Su base annua l'output è accelerato a 2,7% da 0,6% precedente (corretto per i giorni lavorativi). Nel trimestre la produzione è aumentata di +0,5% t/t, circa in linea con i tre mesi precedenti (+0,7% t/t). La crescita di settembre crea un effetto statistico positivo sul trimestre in corso: in caso di stagnazione congiunturale negli ultimi tre mesi dell'anno, l'output risulterebbe in aumento all'incirca allo stesso ritmo nel trimestre invernale (+0,6% t/t).

Prosegue anche la ripresa delle transazioni sul mercato immobiliare: nel 2° trimestre, le **convenzioni notarili di compravendite** (e le altre convenzioni relative ad atti traslativi a titolo oneroso per unità immobiliari) sono cresciute dell'1,6% rispetto al trimestre precedente, trainate dal settore abitativo (+1,7% t/t). Su base annua le transazioni sono aumentate del 4,7% (settore abitativo +5,1%, mentre il comparto economico resta in lieve calo: -0,6%).

A novembre, la **fiducia delle imprese nelle costruzioni** è tornata a calare, a 132,5, dopo essere salita a 138,9 (in controtendenza con gli altri settori) a ottobre. Il dettaglio dell'indagine mostra un peggioramento sia dei giudizi sugli ordini sia delle aspettative sull'occupazione. Il morale è calato in tutti i comparti, particolarmente nella costruzione di edifici e nei lavori di costruzione specializzati (e in minor misura nell'ingegneria civile). In ogni caso, il livello della fiducia, a differenza che negli altri settori, resta coerente con un'espansione dell'attività nel settore.

### Resta contrastata la ripresa della produzione nelle costruzioni



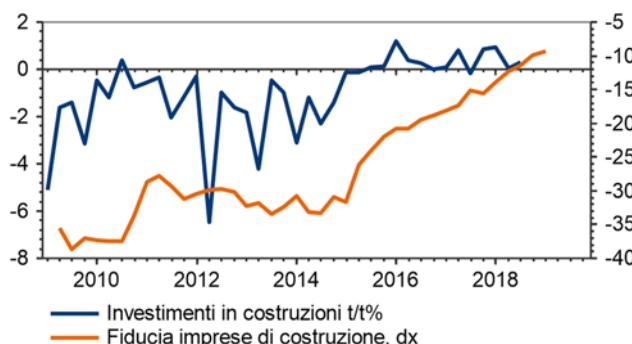
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### In calo dai massimi la fiducia delle imprese, specie nel settore dell'ingegneria civile



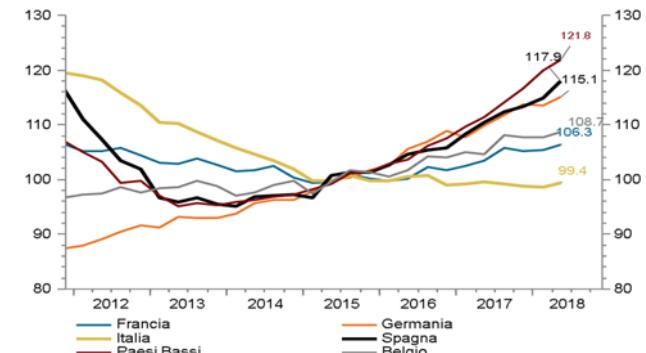
Nota: medie mobile a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### Il livello della fiducia delle imprese resta coerente con un ulteriore recupero per gli investimenti in costruzioni di contabilità nazionale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

### I prezzi delle abitazioni, a differenza che in altri Paesi, non mostrano ancora una chiara ripresa

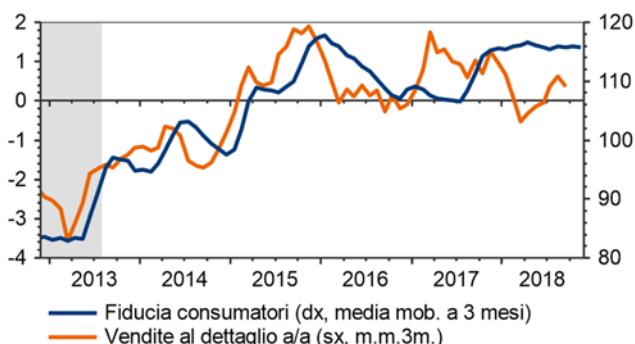


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Cominciano ad arrivare segnali negativi anche dal lato dei consumi

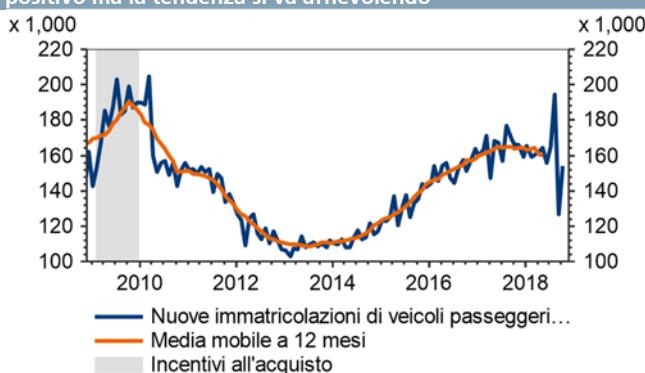
Le vendite al dettaglio in valore sono tornate a calare a settembre, di -0,8% m/m dopo l'incremento di +0,6% m/m di agosto (è il calo congiunturale più marcato da quasi un anno). Anche la variazione tendenziale è tornata in rosso, a -2,5% (ai minimi da aprile), dopo il +2,1% di agosto. La flessione sia nel mese che sull'anno è dovuta agli alimentari (-0,3% m/m, -1,6% a/a). L'unica forma distributiva a salvarsi dal calo tendenziale sono i discount di alimentari (+1,5%), oltre al commercio elettronico (+2,7%, peraltro ai minimi da un anno e mezzo). L'unico gruppo di prodotti a mostrare un progresso significativo su base annua è quello degli elettrodomestici, radio, tv e registratori (+2,1%). Il settore maggiormente in rosso si conferma quello della cartoleria, libri, giornali e riviste (-7,1%), seguito da abbigliamento e pellicceria (-6,3%). Grazie soprattutto all'aumento registrato in agosto, le vendite fanno segnare una variazione di +0,4% t/t in valore e +0,3% t/t in volume nel trimestre estivo, dopo la sostanziale stagnazione dei tre mesi precedenti. Ciò sarebbe coerente con la nostra stima di un ritorno alla crescita per i consumi di contabilità nazionale nel 3° trimestre dopo la stabilità dei tre mesi precedenti. Tuttavia, il dato di settembre sulle vendite segnala rischi al ribasso sui consumi nel trimestre finale dell'anno. **La fiducia dei consumatori è scesa più del previsto a novembre, dopo essere aumentata nei due mesi precedenti.** L'indice è calato a 114,8 (minimo da maggio), da 116,5 precedente. Il peggioramento è dovuto al clima nazionale, mentre la situazione personale degli intervistati è anzi lievemente migliorata nel mese; è calato sia il clima corrente che, in maggior misura, le aspettative per il futuro. Sono tornate ad aumentare le preoccupazioni delle famiglie sulla disoccupazione (che pure rimangono su livelli assolutamente espansivi a confronto con la media storica). Tra le altre componenti dell'indagine, si registra soprattutto un netto peggioramento sia dei giudizi che delle attese sulla situazione economica dell'Italia.

**Il livello della fiducia dei consumatori resta coerente con un recupero per le vendite al dettaglio nei prossimi mesi**



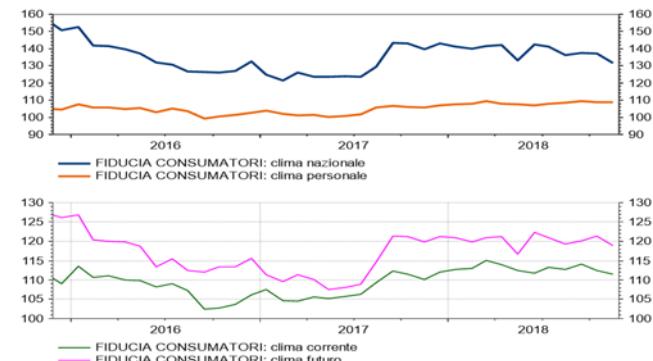
Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**In aumento la volatilità nelle vendite di auto, il ciclo resta positivo ma la tendenza si va affievolendo**



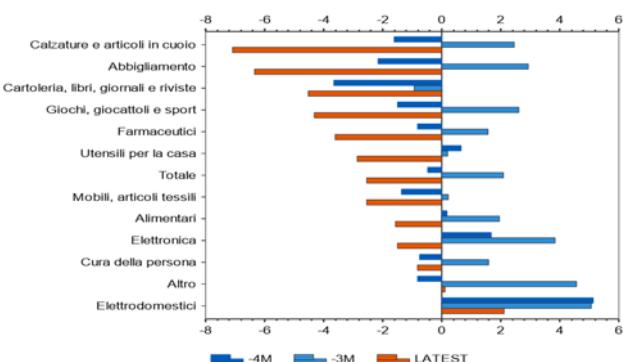
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**Tuttavia, a novembre si è registrato un calo del morale dei consumatori, specie per quanto riguarda il clima economico nazionale e le aspettative**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**La maggior parte dei gruppi di prodotti registra un calo tendenziale nelle vendite al dettaglio**

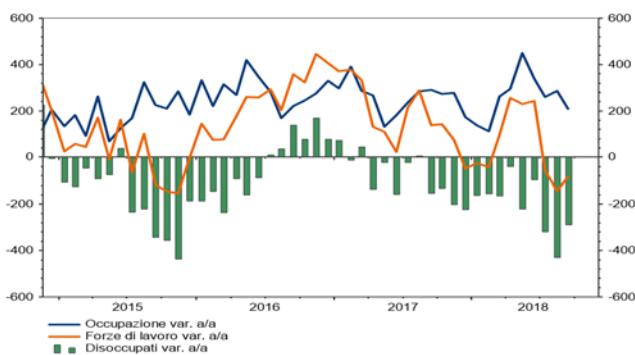


Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

## La disoccupazione torna sopra il 10% a settembre

La disoccupazione è tornata a salire a settembre, a 10,1% dopo essere calata nei due mesi precedenti, fino al 9,8% ad agosto. Nel mese si è registrato un calo sia degli occupati che degli inattivi. Gli occupati sono scesi per il terzo mese negli ultimi quattro (-34 mila unità dopo +62 mila di agosto). La salita del tasso dei senza-lavoro è stata anche favorita da un calo degli inattivi (-43 mila unità dopo +51 mila del mese precedente). La creazione di posti di lavoro è tornata ad essere limitata ai contratti temporanei (+27 mila unità rispetto al mese prima, +368 mila rispetto a un anno prima), mentre si registra un calo sia congiunturale che tendenziale per i dipendenti permanenti (-77 mila m/m, -184 mila a/a). Su base annua, l'occupazione ha perso velocità, a +207 mila unità (+0,9% a/a), tornando a crescere circa in linea con il PIL (ma il miglioramento tendenziale resta confinato ai contratti temporanei e ai lavoratori ultracinquantenni). Anche il tasso di disoccupazione giovanile è salito (per il secondo mese), a 31,6% da 31,3% precedente. Nel mese, la creazione di posti di lavoro è risultata concentrata tra i più giovani e tra gli ultracinquantenni. La classe di età che più fatica a scrollarsi di dosso gli effetti della crisi è quella dei 35-49enni. In sintesi, i dati sul mercato del lavoro di settembre non cambiano di molto il quadro. Ci aspettavamo una risalita della disoccupazione dopo il forte calo di agosto, in quanto i dati estivi sono sempre assai volatili, e una parte rilevante del calo del tasso dei senza-lavoro nei due mesi precedenti era dovuta alla crescita degli inattivi. In ogni caso, pensiamo che il tasso di disoccupazione possa mantenere un trend al ribasso nei prossimi mesi. Il rallentamento del ciclo non appare ancora così severo da determinare un'inversione di tendenza per la disoccupazione. Inoltre, le indagini segnalano che le aspettative sui livelli occupazionali sia delle imprese che delle famiglie restano espansive. Naturalmente, c'è maggiore incertezza sul persistere di condizioni espansive sul mercato del lavoro su un orizzonte di medio termine. Appare troppo presto per collegare il recente andamento del mercato del lavoro agli effetti del cosiddetto "decreto dignità", in quanto una piena applicazione di tutte le disposizioni normative in esso contenute si avrà solo nei dati di novembre. È possibile che alcune aziende abbiano in qualche modo "anticipato" alcuni contratti di lavoro a tempo determinato, ma si tratta per ora solo di evidenza aneddotica.

L'occupazione mantiene un buon ritmo di crescita nonostante il rallentamento delle forze di lavoro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La disoccupazione mantiene un trend al ribasso



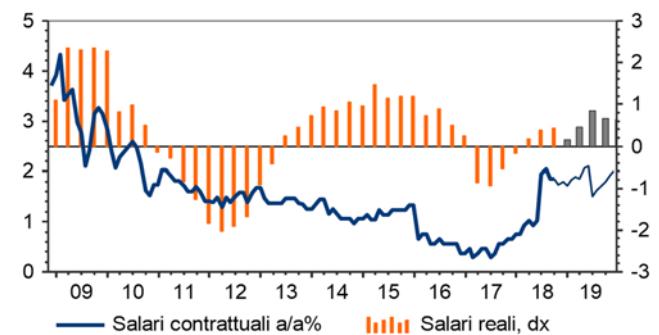
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le indicazioni di famiglie e imprese sul mercato del lavoro restano in territorio espansivo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le retribuzioni contrattuali stanno mostrando per la prima volta un'inversione di tendenza



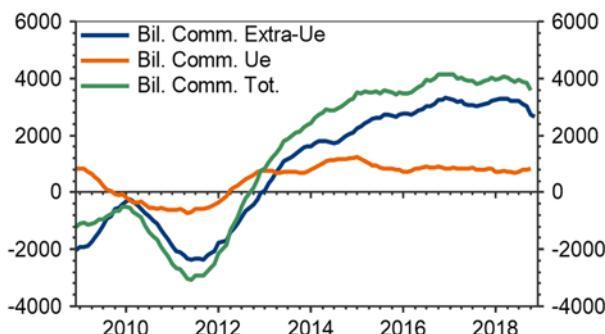
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

## Il commercio estero resta un freno alla crescita

I dati di settembre sul commercio estero hanno evidenziato un calo dell'export (-2,1% m/m) a fronte di una sostanziale stabilità dell'import (-0,3% m/m). Le esportazioni risultano in diminuzione di -2,8% su base annua: si tratta di un minimo da oltre due anni. Le importazioni rallentano ma mantengono un progresso tendenziale (+5,7%). La correzione per gli effetti di calendario porta la variazione dell'export a +1,6% e quella dell'import a +9%. A spiegare la flessione tendenziale dell'export (sui dati non corretti per i giorni lavorativi) sono i mezzi di trasporto (-13,1%), i macchinari (-3,2%), gli alimentari (-4,3%), i farmaceutici (-5,4%) e gli apparecchi elettrici (-4,8%). Tra i pochi compatti in crescita, computer e ottica (+4,4%). I mercati che contribuiscono maggiormente al calo delle esportazioni sono: Stati Uniti (-8,6%), Turchia (-31%), Russia (-24,7%), Cina (-17,2%) e paesi OPEC (-11,2%). In sintesi, il commercio estero ancora non sembra dare chiari segnali di ripartenza, e resta un freno per la crescita in virtù di una maggiore dinamicità delle importazioni rispetto alle esportazioni (specie verso i Paesi extra-UE).

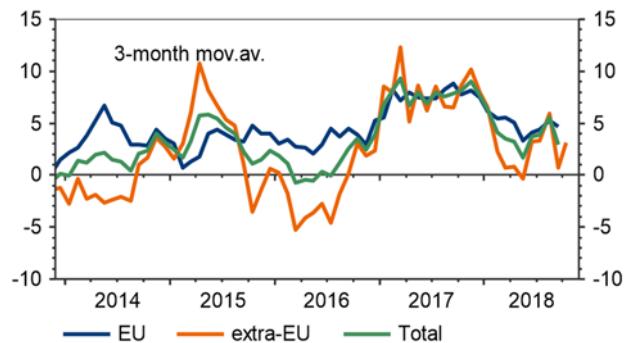
I dati di ottobre sul commercio coi Paesi extra-UE hanno viceversa evidenziato una ripresa dell'export (+5,3% m/m) a fronte di una sostanziale stabilità dell'import (-0,1% m/m). Le esportazioni risultano in crescita di +7,6% e le importazioni di +20,3% su base annua, al netto del diverso numero di giorni lavorativi. Decisivi i beni di consumo non durevoli e i beni intermedi, e le vendite verso Stati Uniti (+22,3%), India (+17,5%), Svizzera (+16,3%) e Giappone (+15,0%). L'import resta in ogni caso assai più dinamico dell'export, il che è coerente con un contributo ancora negativo alla crescita dagli scambi con l'estero.

**La bilancia commerciale mantiene un elevato surplus, ma in ripiegamento dai massimi**



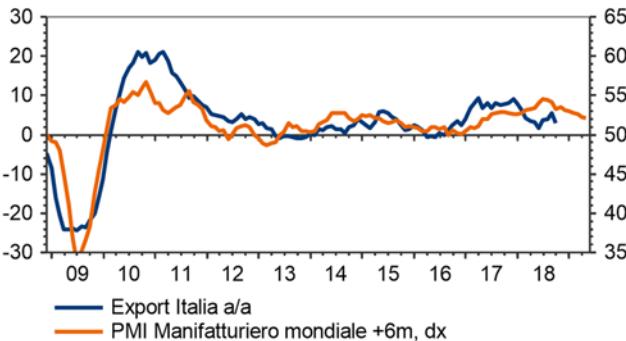
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**Le esportazioni restano decisamente meno dinamiche rispetto all'anno scorso (specie verso i Paesi extra-UE)**



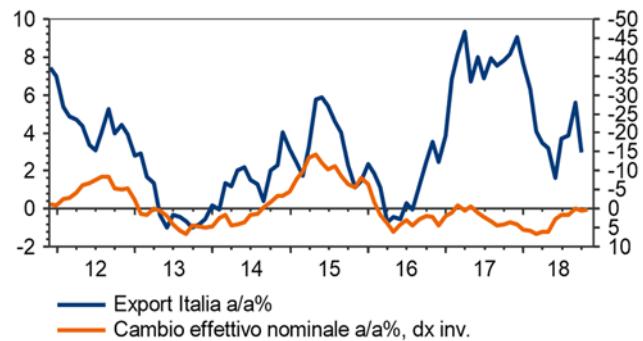
Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**La domanda mondiale rivolta verso l'Italia resta in crescita, ma è in rallentamento**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

**Si è attenuato il freno derivante dal tasso di cambio**



Fonte: Thomson Reuters-Datstream Charting

## L'inflazione sale meno del previsto a ottobre

L'inflazione ha sorpreso verso il basso per il secondo mese consecutivo, a ottobre. L'indice nazionale è salito a 1,6% a/a da 1,4% di settembre (rivisto al ribasso), con prezzi stabili nel mese. La misura armonizzata ha fatto segnare un aumento tendenziale a 1,7% da 1,5% precedente, con rincari di due decimi su base congiunturale.

**Significative pressioni al ribasso sono venute da diversi capitoli di spesa:** comunicazioni (-1,4% m/m), servizi ricettivi e di ristorazione (-0,9% m/m), trasporti e istruzione (entrambi -0,7% m/m). Anche le spese per il tempo libero e abbigliamento e calzature hanno fatto segnare un calo dei listini, anche se meno accentuato. **Ampiamente atteso, viceversa, l'aumento dei prezzi nel capitolo "abitazione, acqua, elettricità e combustibili"** (+2,4% m/m), dovuto al rincaro delle tariffe energetiche (elettricità +7,6%, gas +6,1% secondo quanto comunicato dall'Autorità).

**L'inflazione di fondo è rimasta stabile a 0,7% a/a**, con prezzi *core* in calo di quattro decimi nel mese a fronte di un indice generale stabile. Ottobre ha anche registrato un ulteriore rallentamento dell'inflazione sui beni a più alta frequenza di acquisto (da 2,3% a 2% a/a), nonché sul cosiddetto "carrello della spesa" (beni alimentari, per la cura della casa e della persona: da 1,5% a 0,7% a/a). Ciò è dovuto principalmente a frutta e verdura fresca.

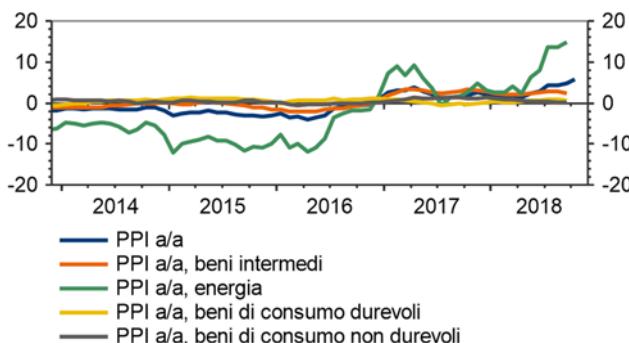
In sintesi, l'inflazione ha sorpreso verso il basso di recente, e si mantiene significativamente più bassa rispetto alla media dell'Eurozona (2,2% a/a a ottobre). Probabilmente, il livello più elevato dell'*output gap* spiega in gran parte questo divario. In ogni caso, ci aspettiamo un'inflazione poco variata negli ultimi mesi dell'anno, e in graduale calo nel corso del 2019. Il recente trend di risalita dell'inflazione è risultato meno marcato del previsto, ed è rimasto confinato all'energia. Non ci sono segnali di significativa risalita della tendenza di fondo.

La tendenza per l'inflazione dovrebbe essere al ribasso per buona parte del 2019



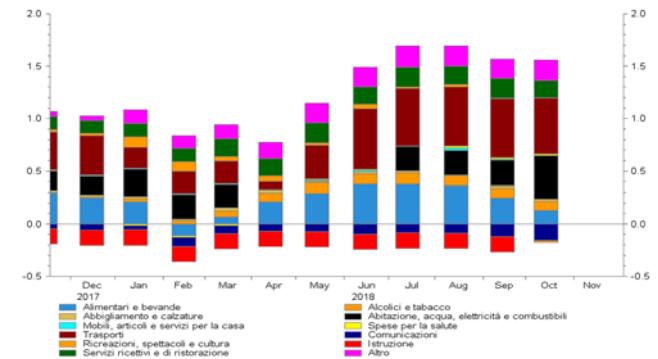
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il PPI (+5,8% a/a a ottobre) segnala un aumento delle spinte a monte della catena produttiva, ma solo dall'energia



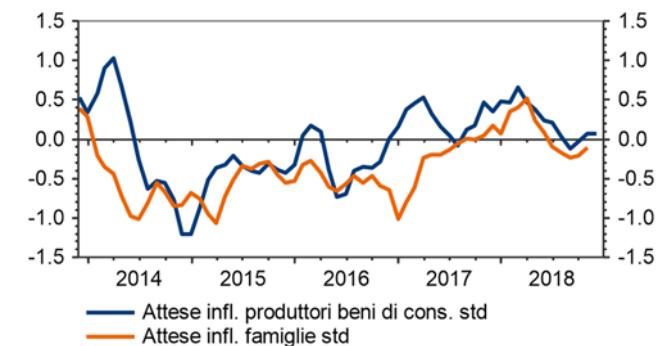
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Decisivi negli ultimi mesi i rincari dei trasporti e delle spese per la casa



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le attese inflazionistiche di famiglie e imprese rimangono ampiamente sotto controllo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

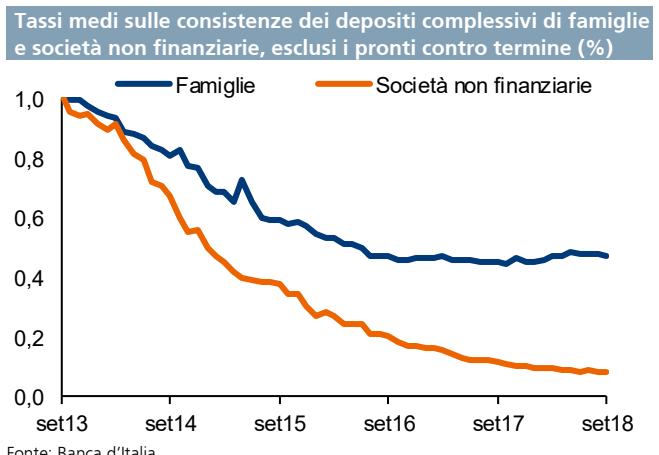
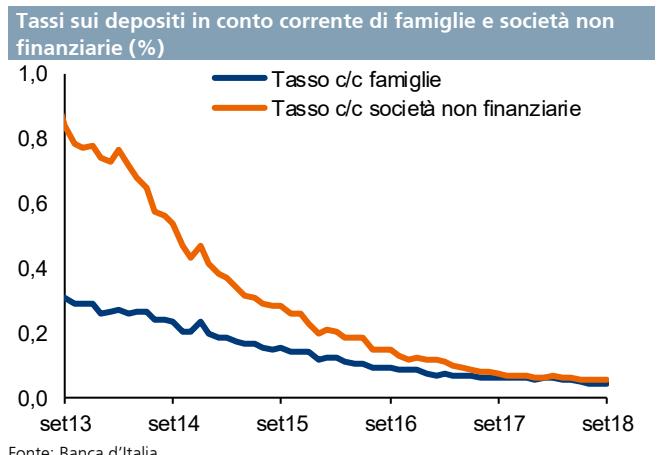
## Tendenze del settore bancario italiano

### I tassi sui nuovi prestiti arretrano a settembre, ma risalgono il mese dopo

Continua la sostanziale invarianza del tasso medio complessivo sullo stock dei depositi, che da un anno e mezzo si attesta sul livello di 0,39%-0,40%. Diversamente, dopo tre mesi di stabilità, a settembre il tasso sullo stock di obbligazioni ha ricominciato a ridursi e le anticipazioni ABI delineano un calo anche per ottobre. Pertanto, il costo complessivo della raccolta da clientela risulta in lieve riduzione. Per quanto riguarda i tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie e quelli sulle erogazioni di mutui alle famiglie, a settembre si è osservato un riaggiustamento verso il basso. Tuttavia, le anticipazioni ABI per ottobre delineano rialzi generalizzati.

Elisa Coletti

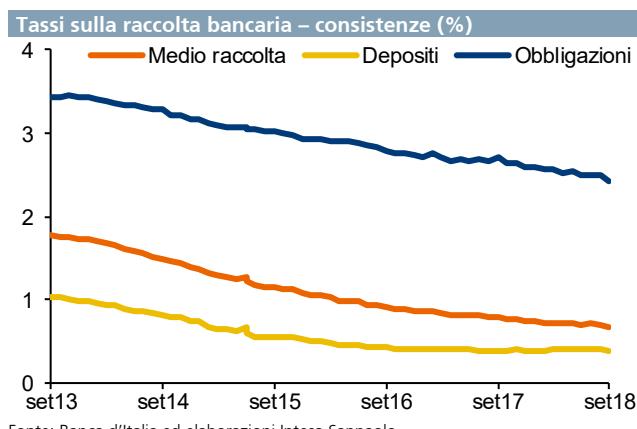
**Continua l'invarianza dei tassi sullo stock di depositi.** A settembre il tasso medio complessivo è risultato pari a 0,39% ed è visto stabile a ottobre, secondo le anticipazioni ABI, di nuovo al valore del 1° bimestre 2018 e del 2° semestre 2017, dallo 0,40% dei sei mesi marzo-agosto. Il tasso sui depositi delle famiglie è rimasto a 0,48% per il sesto mese consecutivo, mentre il tasso sui depositi delle società non-finanziarie è sceso lievemente al nuovo minimo di 0,08%, dallo 0,09% registrato da febbraio ad agosto (si veda il grafico seguente a destra). Tra le componenti, il **tasso medio sui conti correnti è rimasto fermo allo 0,05%** rilevato da giugno in poi e confermato dalle anticipazioni ABI per ottobre.



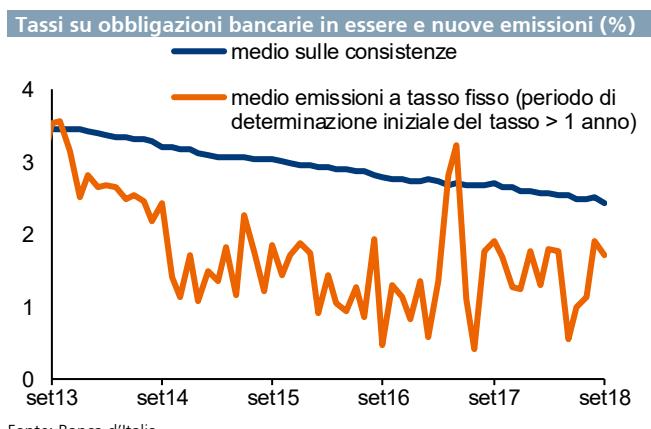
**Movimenti altalenanti si osservano nei tassi sui nuovi depositi a tempo.** Con riguardo a quelli corrisposti alle famiglie, il tasso sulle durate più lunghe è sceso a 0,62%, prossimo al livello minimo di aprile-maggio (0,58%) dopo essere risalito fino allo 0,85%-0,86% di luglio-agosto.

Diversamente, a settembre il tasso sulle durate inferiori a 1 anno è rimasto invariato allo 0,64% di agosto. Anche il tasso sui depositi con durata prestabilita delle imprese ha ripiegato verso il basso, a 0,32%, 21pb in meno sul mese precedente. Pertanto, il tasso medio complessivo a famiglie e imprese ha perso in un mese 17pb a 0,52%.

Anche il tasso medio sullo stock di obbligazioni a settembre ha mostrato una riduzione significativa, di 6pb m/m, al nuovo minimo storico di 2,43%, ed è visto in calo di altri 7pb a ottobre al 2,36%, secondo le stime ABI. Pertanto, il costo complessivo della raccolta da clientela è tornato a ridursi, di 2pb m/m a 0,68% a settembre e di 1 ulteriore pb a ottobre sulla base delle stime ABI.

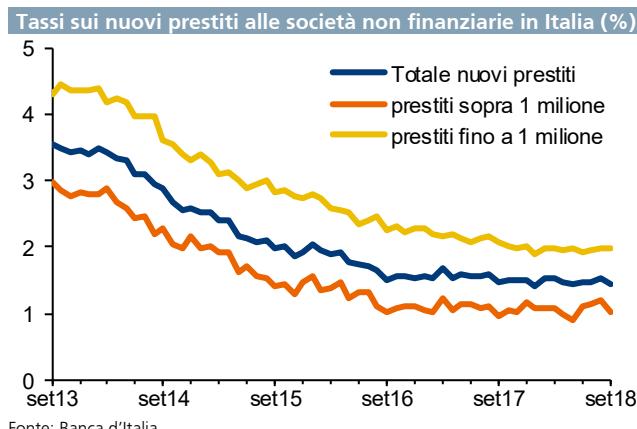


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

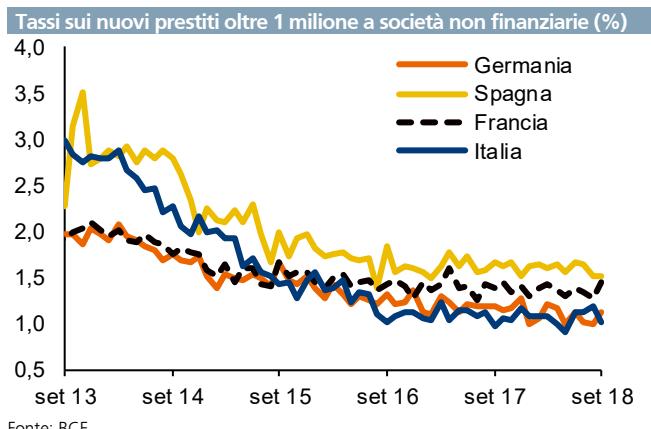


Fonte: Banca d'Italia

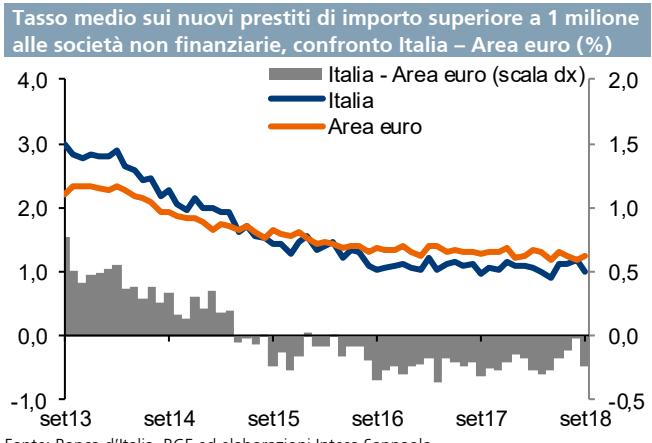
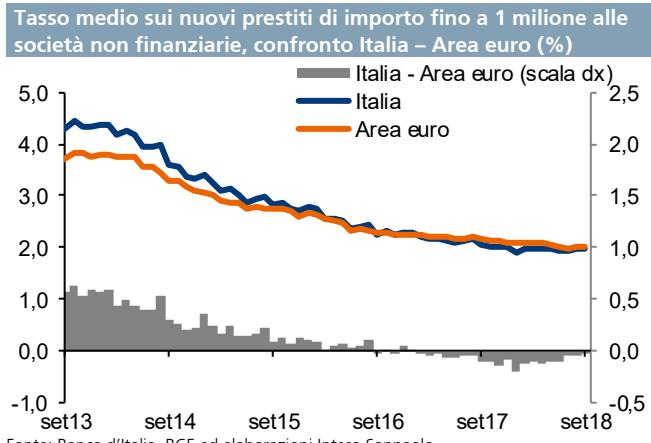
Dal lato dei tassi sui nuovi prestiti, risulta che i rialzi registrati da giugno in poi sono stati in parte riassorbiti a settembre, anche se a ottobre la tendenza è tornata quella di un aumento generalizzato. Il tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie è sceso di 10pb m/m a settembre, a 1,45%, ma meno di quanto rilevato in via preliminare dall'ABI (1,41%) ed è visto in risalita di ben 15pb a ottobre a 1,60%. Nonostante il ribasso, a settembre il tasso medio è rimasto leggermente sopra il minimo storico di 1,42% toccato a inizio 2018. Guardando alle componenti, anche il calo di settembre è stato determinato soprattutto dal tasso sui nuovi prestiti di maggiore entità, così come lo era stato il rialzo dei mesi precedenti. A settembre, infatti, il tasso sui prestiti oltre 1 milione è sceso di 18pb m/m a 1,01%, restando però 10pb sopra il minimo storico di maggio. Il tasso sulle erogazioni inferiori a 1 milione è risultato invece stabile a settembre a 1,98%.



Fonte: Banca d'Italia

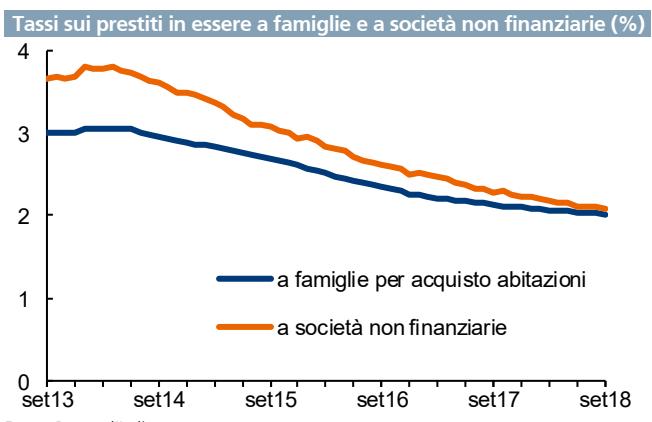
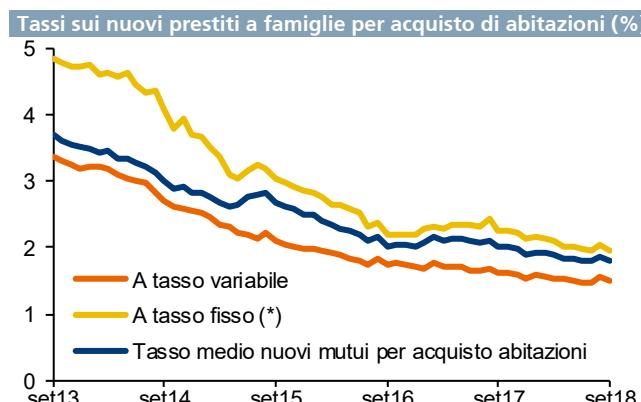


Fonte: BCE



Nel confronto europeo, i tassi italiani si sono confermati più bassi. Tuttavia, anche a settembre, come nei due mesi precedenti, il differenziale negativo tra il tasso italiano sui prestiti fino a 1 milione e la media dell'area euro è risultato ristretto, pari a soli -3pb, più che dimezzato rispetto al 2° trimestre (-10pb in media). Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, a seguito del ribasso registrato a settembre, il differenziale negativo con l'Eurozona è tornato ad ampliarsi a -24pb (a maggio era pari a -30pb), da -1pb ad agosto.

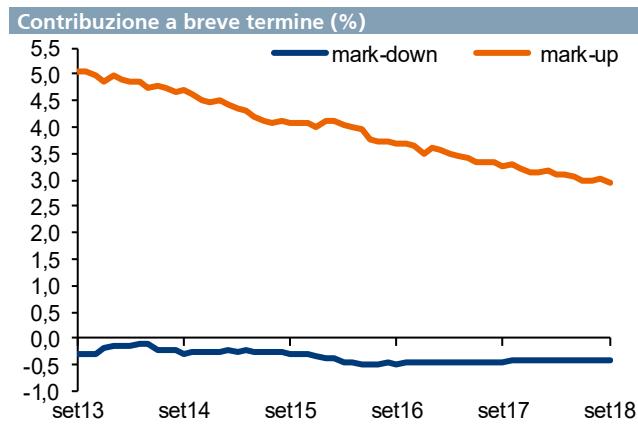
A settembre, anche i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni hanno ripiegato verso il basso, riassorbendo in tutto o in parte l'aumento di agosto. Tuttavia, a ottobre si è delineato un nuovo aumento, come accaduto per i tassi sui nuovi prestiti alle imprese. In dettaglio, il tasso medio sui nuovi mutui residenziali è sceso a settembre a 1,80% dall'1,85% di agosto ed è visto risalire a ottobre a 1,87%, secondo le stime ABI: A settembre, sia il tasso fisso, sia il variabile sono scesi su base mensile. Il tasso fisso è tornato sotto il 2%, posizionandosi a 1,95% (-9pb m/m). Il tasso variabile si è ridotto di 4pb m/m a 1,51%.



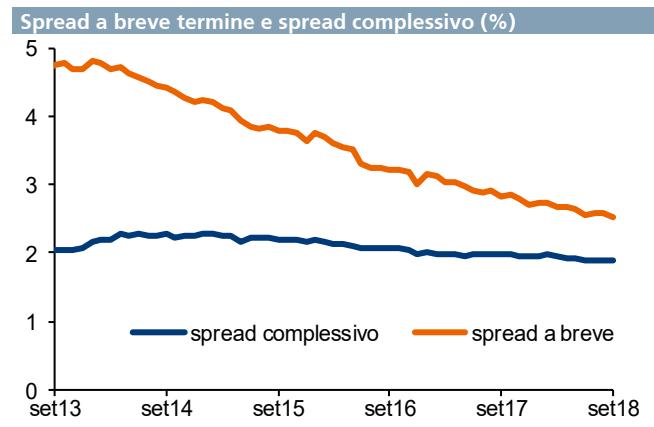
Quanto ai tassi sugli stock dei prestiti, il trend continua a essere di leggera riduzione alternata a stabilizzazione. Quindi, a settembre si è osservata una limatura di 2pb m/m a 2,68%, livello confermato anche per ottobre, sulla base delle anticipazioni ABI.

Pertanto, considerato che anche il costo della raccolta è sceso di 2pb m/m, a settembre la **forbice tra tassi attivi e passivi è rimasta invariata a 1,89%** ma, sulla base delle stime ABI, potrebbe segnare un marginale recupero a ottobre. La contribuzione dei depositi a vista è rimasta invariata a

settembre, col mark-down<sup>1</sup> a breve fermo a -0,42%, come nei tre mesi precedenti. Visto il riaggiustamento verso il basso dei tassi attivi, il mark-up ha invertito la direzione intrapresa nei due mesi precedenti, tornando a ridursi a 2,95%, dal 3,01% di agosto.



Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

<sup>1</sup> Differenza tra Euribor a 1 mese e tasso sui conti correnti di famiglie e imprese.

## Aumentano i nuovi contratti di mutuo e le erogazioni a tasso fisso

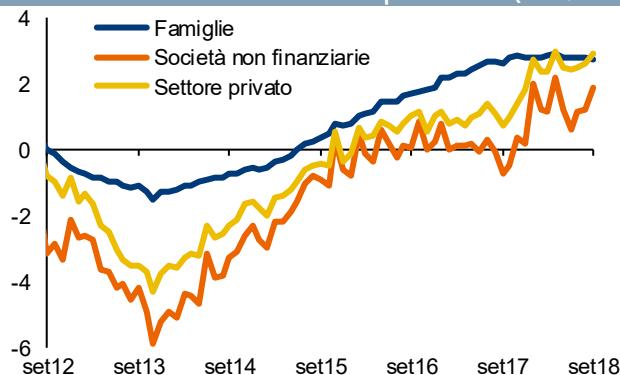
A settembre i prestiti alle società non finanziarie hanno proseguito nel trend di crescita moderata, con un rimbalzo a +1,9% a/a. Va osservato che finalmente anche i prestiti al netto delle sofferenze hanno smesso di ridursi, dopo oltre sei anni in calo. L'evoluzione resta differenziata per settori, col proseguimento della crescita dei prestiti all'industria manifatturiera e al commercio, mentre si è attenuata la caduta del credito alle costruzioni. E' continuata la dinamica robusta dei prestiti alle famiglie, al ritmo del 2,8%. In particolare, settembre ha confermato la crescita dei volumi relativi a nuovi contratti di mutuo, in positivo per il terzo mese consecutivo, e la ripresa delle erogazioni a tasso fisso. Nel complesso, la crescita dei prestiti al settore privato è salita a +2,9% a/a, dal 2,6% di agosto. Le stime ABI danno un ritmo analogo per ottobre, prossimo al 3%, che però incorpora un leggero rallentamento della componente relativa al totale dei prestiti a famiglie e società non finanziarie, che tornerebbe all'1,9% a/a.

Elisa Coletti

**A settembre, i prestiti alle società non finanziarie hanno proseguito nel trend di crescita moderata, mostrando un rimbalzo a +1,9% a/a, dall'1,2% di agosto, secondo l'andamento altalenante che li caratterizza da inizio anno (dati corretti per le cartolarizzazioni).**

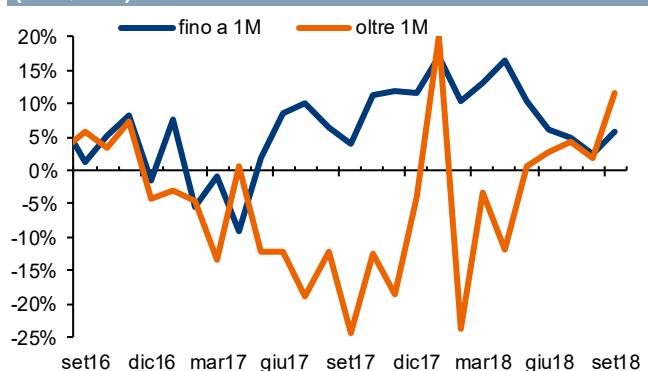
I flussi lordi per dimensione del prestito (che non comprendono i finanziamenti in conto corrente) hanno confermato la **crescita più contenuta delle erogazioni fino a 1 milione**, pari al 5,9% a/a a settembre, rispetto alla dinamica a due cifre registrata fino a maggio. Quanto alle erogazioni oltre a 1 milione, a settembre si è osservato un balzo del tasso di variazione a +10,8% a/a che però potrebbe aver risentito del confronto col flusso particolarmente debole dello stesso mese del 2017. Risulta comunque confermata la **ripresa dei flussi di maggiore dimensione** emersa da maggio (si veda il grafico seguente a destra). Il **complesso delle erogazioni effettive a società non finanziarie ha quindi registrato un balzo del tasso di crescita, a +8,9% a/a** dal 2,2% a/a di agosto e un aumento medio del 4,7% a/a nei tre mesi maggio-luglio.

Prestiti al settore privato residente in Italia, dati corretti per le cartolarizzazioni e al netto delle controparti centrali (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

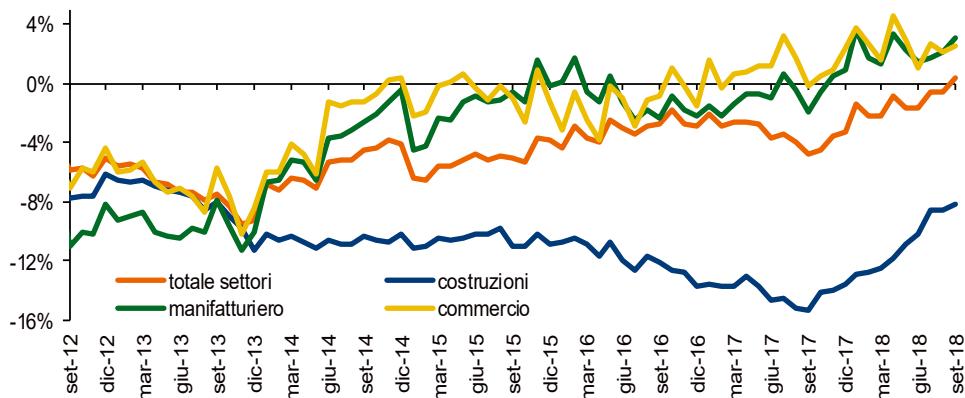
Erogazioni effettive alle società non finanziarie - flussi (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il miglioramento del trend dei prestiti alle imprese, conseguito con gradualità negli ultimi 12 mesi, è visibile anche nei dati degli stock al netto delle sofferenze (i prestiti vivi), che hanno finalmente smesso di ridursi. **Dopo oltre 6 anni di cali continui, a settembre il complesso dei prestiti vivi alle imprese è risultato lievemente in aumento**, dello 0,3% a/a dal -0,6% a/a dei due mesi precedenti (inclusa le famiglie produttrici, si veda il grafico seguente). Differenze nella dinamica permangono in relazione all'attività economica delle imprese, ma il miglioramento è generalizzato. E' proseguita, infatti, la **crescita dei prestiti vivi alle società non-finanziarie del settore manifatturiero e a quelle del commercio**, pari rispettivamente a +3% e +2,5% a/a. Diversamente, i **prestiti alle costruzioni sono rimasti in calo**, che però si conferma più contenuto rispetto alle variazioni negative a 2 cifre registrate fino a giugno (-8,2% a/a a settembre, poco diverso dal -8,5% medio dei due mesi precedenti, dal -11,8% del 1° semestre).

**Prestiti vivi per i principali settori di attività economica, società non-finanziarie e famiglie produttrici (var. % a/a)**

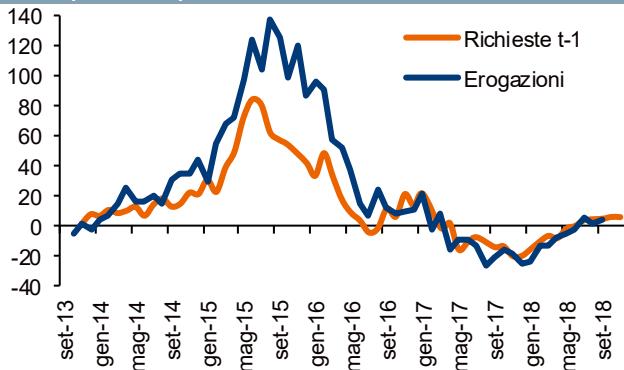


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche a settembre i prestiti alle famiglie hanno confermato il ritmo di crescita del 2,8% a/a, in linea con quanto osservato da ottobre 2017 (dati corretti per le cartolarizzazioni). L'andamento resta determinato da un solido trend di sviluppo dello stock di mutui, unitamente alla dinamica del credito al consumo. In particolare, il **credito al consumo concesso dalle banche continua a mostrare volumi elevati di nuove operazioni mensili, ma il trend è in brusca frenata**, facendo segnare un aumento soltanto dell'1% a/a a settembre, dal +7% a/a di agosto. Da giugno la dinamica delle erogazioni ha frenato in modo repentino, presumibilmente per un effetto base, dopo 12 mesi di crescita pari a quasi il 40% a/a in media. Anche lo **stock di credito al consumo risulta in rallentamento, sebbene il tasso di crescita resti robusto, pari a +7,9% a/a a settembre**, dall'8,5% a/a di agosto e della media dei primi nove mesi del 2018.

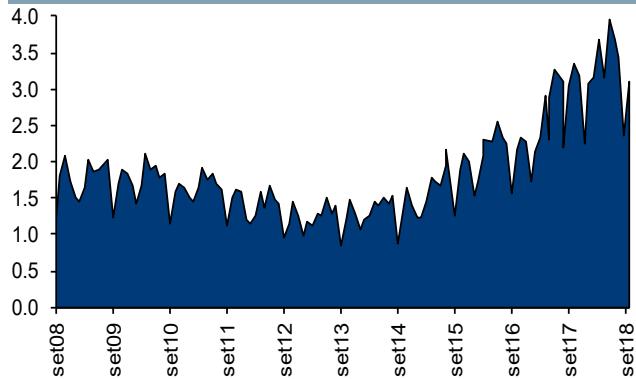
Con riguardo ai flussi di mutui, si conferma il ritorno alla crescita delle erogazioni, emerso nei mesi estivi, col +4,7% a/a registrato a settembre, dopo l'1,2% di agosto e il 5,5% di luglio, quando il segno della variazione era tornato positivo per la prima volta dopo 15 mesi di cali senza soluzione di continuità (-4,6% a/a nel 2° trimestre e -16,8% nel 1° trimestre). Al contempo, le indicazioni di domanda continuano a essere favorevoli. Infatti, le rilevazioni di CRIF, riferite alle interrogazioni del sistema informativo Eurisc, da giugno riportano una **ripresa delle richieste di nuovi mutui e surroghe, che a settembre e ottobre sono risultate in crescita del 5,8% e 5,7% a/a**, dopo il 4,6% di agosto, con un dato cumulato che vede un'attenuazione sensibile del calo, a -0,9% a ottobre da inizio anno, a sua volta influenzato dal trend negativo fino a maggio. Questa evoluzione ha anticipato una ripresa delle erogazioni che sono attese in crescita anche nei mesi autunnali, sulla base dell'aumento delle richieste registrato a settembre e ottobre.

**Flussi lordi di prestiti per acquisto di abitazioni e richieste di mutui (var. % a/a)**



Fonte: Banca d'Italia, CRIF ed elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

**Erogazioni alle famiglie per credito al consumo (EUR mld)**



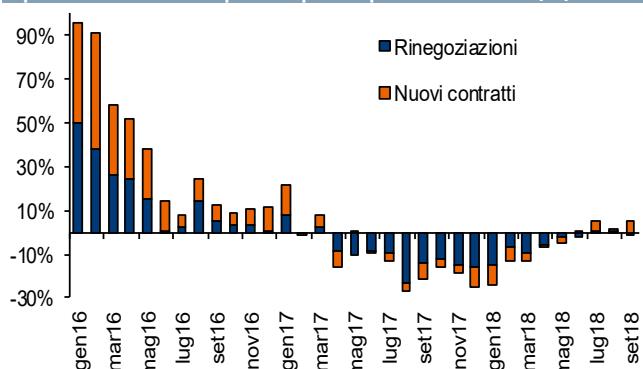
Fonte: Banca d'Italia

**Erogazioni di prestiti per l'acquisto dell'abitazione: a tasso fisso in % sul totale e differenziale tassi, tra fisso e variabile**



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)**



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Un'ulteriore indicazione positiva dei mesi estivi è rappresentata dalla **ripresa dei nuovi contratti di mutuo**. In particolare, a settembre la crescita delle erogazioni è stata determinata esclusivamente dai **nuovi contratti**, in aumento del 5,9% a/a, dopo tre mesi di segni positivi sebbene oscillanti tra il 5,6% di luglio e lo 0,7% a/a di giugno e agosto. Al contempo, a luglio e agosto anche le **rinegoziazioni sono tornate in aumento**, interrompendo un calo durato 15 mesi, ma hanno nuovamente frenato a settembre a -0,4% a/a. In termini di quota sul totale delle erogazioni, a settembre le rinegoziazioni sono scese a 18,2%, un dato che conferma il ridimensionamento del fenomeno già visto nei mesi precedenti, ad eccezione di agosto che risente di fattori stagionali (19,8% la quota di luglio, 23,3% nel 2° trimestre).

Il 3° trimestre si è caratterizzato anche per il **ritorno alla crescita delle erogazioni a tasso fisso, del 9% a/a a settembre, perfettamente in linea con i due mesi precedenti**, dopo un periodo di frenata del calo (-2% a/a a giugno, da -25% del 1° trimestre 2018). Al contempo, le **erogazioni a tasso variabile sono risultate in riduzione**, per il quarto mese consecutivo, pari a -3,8% a/a a settembre. Pertanto, a settembre è aumentata la quota di mutui a tasso fisso sul totale delle erogazioni lorde, raggiungendo il 69% da una media di 65% negli otto mesi precedenti.

Nel complesso, grazie al rimbalzo dei prestiti alle società non-finanziarie, la crescita dei **prestiti al settore privato è salita a +2,9% a/a**, dal 2,6% segnato ad agosto e in media negli otto mesi precedenti (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Le stime ABI danno un ritmo analogo anche a ottobre, prossimo al 3% a/a, che però incorpora un leggero rallentamento della componente relativa al totale dei prestiti a famiglie e società non finanziarie, che tornerebbe a registrare una variazione dell'1,9% a/a come a luglio e agosto, dal 2,3% di settembre. Sulla base dei dati preliminari BCE su ottobre, questo andamento si giustifica con la **crescita più moderata dei prestiti alle società non-finanziarie, che scende all'1,5% a/a dall'1,9% di settembre**, mentre la dinamica dei finanziamenti alle famiglie resta sul 2,8%.

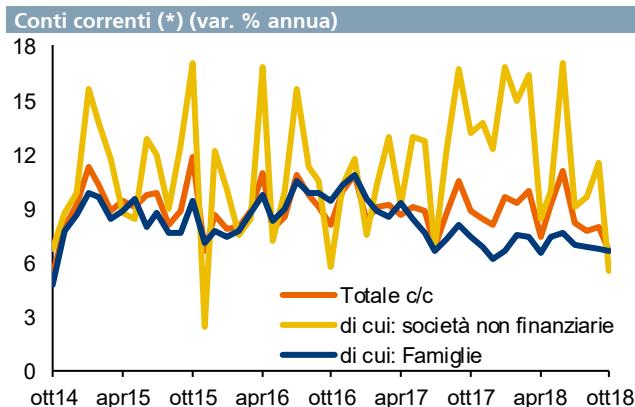
## Frena la dinamica dei conti correnti

Dopo aver rallentato leggermente nel 3° trimestre, all'8% di settembre, la crescita dei conti correnti ha frenato più decisamente a ottobre. L'andamento è stato determinato da un consistente deflusso mensile, originato dai conti correnti delle società non-finanziarie, il cui tasso di crescita si è dimezzato a 5,5% a/a. In parallelo, è proseguito il calo dei depositi con durata prestabilita. La dinamica del totale dei depositi si è mantenuta nell'intorno del 4,5% lungo tutto il 3° trimestre, ma è vista in rallentamento a +3,5% a ottobre secondo le stime ABI. Al contempo, il calo delle obbligazioni, benché sempre a due cifre, ha continuato a rallentare. Nel complesso, la raccolta da clientela a settembre ha visto un leggero miglioramento del tasso di variazione a +0,8% a/a, ma per ottobre è stimata dall'ABI di nuovo al +0,3% già segnato a luglio e agosto. Incluso il rifinanziamento BCE, a settembre la raccolta bancaria totale è risultata in crescita dell'1,3% a/a, dopo due mesi di stabilità anno su anno.

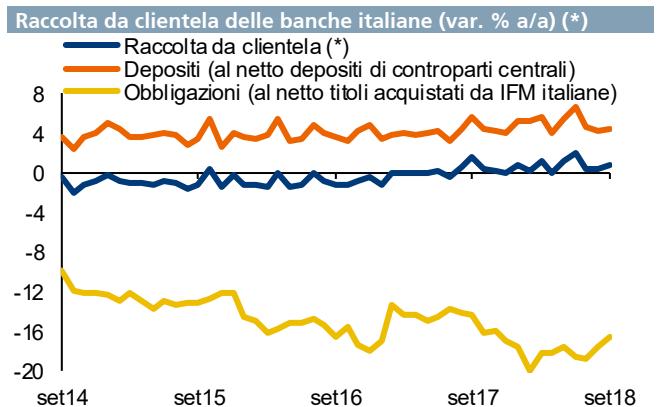
Elisa Coletti

Dopo il passo sostenuto dell'8% registrato a settembre e in media nel 3° trimestre, **a ottobre i conti correnti hanno mostrato un rallentamento a +6,6%**. Per quanto ancora robusto, il tasso di crescita è il più basso da novembre 2015 quando si era registrato un ritmo analogo. L'andamento è stato determinato dal **consistente deflusso mensile**, pari a -13,5 miliardi, che non sembra riconducibile a regolarità stagionali e che fa seguito a un mese di settembre fortemente positivo (per complessivi 27,4 miliardi di flusso netto). A sua volta, **la fuoriuscita trova origine nei conti correnti delle società non-finanziarie, ridotti di 17,2 miliardi su base mensile**, un importo che neutralizza l'afflusso consistente di settembre, pari a 17,9 miliardi, con una brusca frenata del tasso di crescita a +5,5%, ben 6 punti percentuali in meno del mese precedente. Anche il flusso sui conti correnti delle famiglie appare leggermente indebolito ma il ritmo di crescita si conferma robusto, del 6,6% a/a dal 6,8% di settembre. Resta da vedere con i dati dei mesi successivi se l'ampia oscillazione di settembre e ottobre sia un singolo episodio della volatilità che caratterizza l'andamento dei conti correnti delle imprese oppure se rappresenti un primo segno di attenzione circa la loro situazione di liquidità, considerata sinora abbondante.

In parallelo, è **proseguito il calo dei depositi con durata prestabilita, risultato più marcato lungo tutto il 3° trimestre**, rispetto al resto dell'anno, con un -18,6% a settembre (-16,2% nel 1° semestre). Ciò considerato, **la crescita dei depositi bancari è rimasta superiore al 4% a settembre, come nei due mesi precedenti**, pari a +4,6% a/a, dal +4,3% di agosto e +4,7% di luglio, più moderata rispetto al 5,6% del 1° semestre, ma in linea col 4,4% di fine 2017. Secondo le anticipazioni ABI, a ottobre si è osservato un rallentamento, (a +3,5% a/a dal +4,5% di settembre su dati omogenei), coerente con i dati più recenti relativi ai conti correnti. **Per le obbligazioni, il calo rimane a due cifre, sebbene meno marcato da agosto**, pari a -16,6% a/a a settembre dal -17,5% del mese precedente, mentre per ottobre ABI stima un -15,0% a/a. Pertanto, a settembre **la raccolta da clientela ha visto un leggero miglioramento del tasso di variazione a +0,8% a/a, dopo due mesi a +0,3%**. L'andamento è atteso di nuovo a +0,3% a ottobre secondo le stime ABI. Includendo il rifinanziamento BCE, il cui ammontare è inferiore del 3,7% rispetto a un anno prima, e la provista estera, **a settembre la raccolta totale è risultata in crescita dell'1,3% a/a**, come già visto a giugno, dopo due mesi di stabilità anno su anno.



Nota: (\*) dati riferiti alle passività delle IFM italiane verso residenti nell'area euro.  
Fonte: BCE



Nota: (\*) al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.  
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**

**Servizio Macroeconomic Analysis**

**Ufficio Macro & Fixed Income Research**

Paolo Mameli – Economista Macro Italia

02 87962128

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

**Servizio Industry & Banking**

**Ufficio Banking**

Elisa Coletti (Responsabile)

02 87962097

elisa.coletti@intesasanpaolo.com

Valentina Dal Maso

0444 339871

valentina.dalmaso@intesasanpaolo.com

Federico Desperati

02 87962513

federico.desperati@intesasanpaolo.com

Clarissa Simone

02 87935939

clarissa.simone@intesasanpaolo.com

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche:

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tali Regole può essere richiesta per

iscritto da chi riceve la ricerca all’Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse (“Regole per Studi e Ricerche”). Le Regole per Studi e Ricerche sono chiaramente esposte nell’apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo ([www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)).

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o di altro tipo.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti ‘Major US Institutional Investors’ negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento intermediari no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di “private customers” così come definiti dalla disciplina dell’FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti ‘Major US Institutional Investors’ come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## **Metodologia di valutazione**

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l’andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

## **Coperture e frequenza dei documenti di ricerca**

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell’emittente.

## **Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse**

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo “Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo”) si sono dotate del “Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231” (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all’indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all’indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che

possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emissenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo

[www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità con la normativa applicabile.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili attraverso la pagina web di cui sopra. I conflitti di interesse pubblicati sul sito internet sono aggiornati almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A.  
– Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.