

La bussola dell'economia italiana

Direzione Studi e Ricerche
Ottobre 2018

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

La manovra 2019 conferma la discontinuità nel quadro di finanza pubblica	2
Sintesi della previsione macroeconomica	2
Recupera più del previsto la produzione industriale ad agosto	10
Industria: in lieve ripresa fatturato, ordinativi e fiducia	11
Prosegue l'espansione moderata nei servizi	12
Resta contrastata la ripresa nelle costruzioni	13
Indicazioni più positive dal lato dei consumi	14
Disoccupazione sotto il 10%, ai minimi da inizio 2012	15
Il commercio estero ancora non dà chiari segnali di ripartenza	16
Inflazione inferiore alle attese a settembre, ma unicamente a causa di fattori stagionali	17

Tendenze del settore bancario italiano

Primi segni di risalita dei tassi sui nuovi prestiti	19
Stabile la crescita dello stock di prestiti alle imprese, ma rallentano le erogazioni	19
L'aumento dei depositi continua a compensare il calo delle obbligazioni	23
	26

25 ottobre 2018

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Elisa Coletti
Economista Banche

Paolo Mameli
Economista Macro Italia



L'evoluzione dello scenario congiunturale

La manovra 2019 conferma la discontinuità nel quadro di finanza pubblica

Il giudizio degli investitori sulla manovra dovrebbe tenere conto delle numerose criticità, ma anche di alcuni fattori mitiganti.

Nella [Nota di Aggiornamento al DEF](#) dello scorso 27 settembre, il governo ha rivisto significativamente il quadro programmatico di finanza pubblica, con un target sul rapporto deficit/PIL di 2,4% nel 2019, 2,1% nel 2020 e 1,8% nel 2021. Il rapporto debito/PIL calerebbe a 130% nel 2019, a 128,1% nel 2020 e 126,7% nel 2021 (è confermato l'obiettivo di ottenere proventi da privatizzazioni pari a tre decimi di PIL all'anno nel 2019-20). L'indebitamento strutturale è atteso peggiorare da 0,9% a 1,7% nel 2019, per restare invariato negli anni successivi. Inoltre, per effetto della manovra il saldo negativo del settore statale salirebbe al 3,1% del PIL nel 2019, per restare superiore al 2,5% nel biennio seguente.

Le previsioni di crescita del PIL nello scenario programmatico sono state fissate a 1,5% nel 2019, 1,6% nel 2020 e 1,4% nel 2021, con uno scarto rispetto allo scenario tendenziale di 0,6 punti nel 2019 e 0,5 nel 2020, che poi cala a 0,3 nel 2021. Il miglioramento nel 2019 è spiegato per un terzo dagli effetti del mancato incremento dell'IVA. L'impatto netto delle coperture è valutato in -0,4%, mentre gli effetti espansivi delle altre misure varrebbero 0,8%. Il governo assume una spesa per interessi in graduale crescita al 3,9% del PIL nel 2021, dal 3,6% stimato per il 2018.

I principali numeri del nuovo programma fiscale del governo italiano					
Dati in % del PIL	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Deficit	-2.4	-1.8	-2.4	-2.1	-1.8
Saldo primario	1.4	1.8	1.3	1.7	2.1
Spesa per interessi	3.8	3.6	3.7	3.8	3.9
Saldo strutturale	-1.1	-0.9	-1.7	-1.7	-1.7
Debito	131.2	130.9	130.0	128.1	126.7

Fonte: Nota di Aggiornamento al DEF, ottobre 2018, tavola III.2 di p. 42.

Sulla base del nuovo quadro programmatico definito nella NADEF, il governo ha poi dettagliato la manovra nel [Documento Programmatico di Bilancio](#). La manovra lorda ammonta a 36,7 miliardi ovvero il 2% del PIL (33,5 miliardi al netto dei finanziamenti derivanti dalle disposizioni di legge che ogni misura va ad abrogare), di cui 22 miliardi finanziati in deficit. Le coperture valgono ben 15 miliardi lordi per l'anno prossimo (6,9 da maggiori entrate e 8,1 da minori spese). L'effetto netto della manovra sull'indebitamento netto è di 21,7 miliardi, ovvero l'1,2% del PIL per il 2019.

Paolo Mameli

Il nuovo governo ha scelto una netta discontinuità nella politica fiscale rispetto ai precedenti esecutivi

La manovra 2019 è ambiziosa e di ampia portata

I nuovi obiettivi di deficit a confronto con i precedenti (al lordo e al netto delle clausole di salvaguardia)



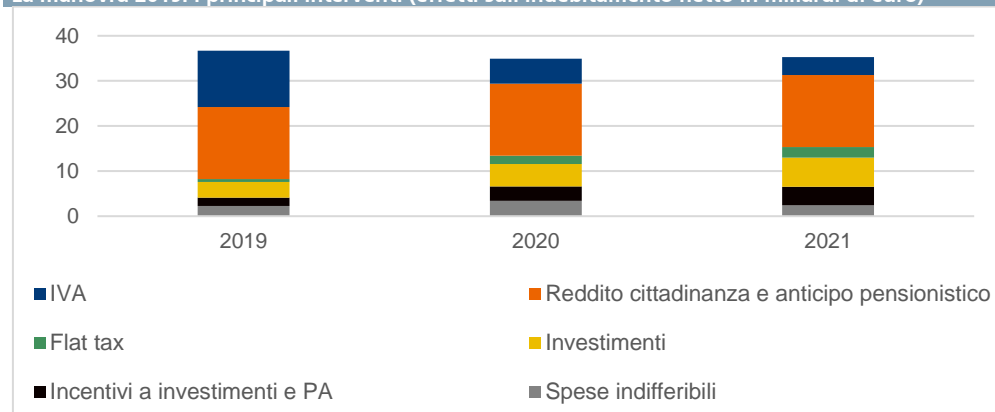
Fonte: DEF 2018, Nota di Aggiornamento al DEF 2018 ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il dettaglio dei provvedimenti espansivi comprende, tra l'altro:

- 12,4 miliardi per la cancellazione degli aumenti delle imposte indirette previsti per il 2019;
- 9 miliardi per l'introduzione di **reddito e pensione di cittadinanza** a 780 euro (più 1 miliardo per la contestuale riforma e potenziamento dei Centri per l'impiego); il costo netto stimato nel DPB ammonta però a meno di 7 miliardi in quanto al netto dei fondi già stanziati per il reddito di inclusione dai precedenti governi;
- 7 miliardi per l'introduzione di modalità di **pensionamento anticipato**, attraverso la "quota 100" ovvero l'accesso anticipato alla pensione con 62 anni di età e minimo 38 anni di contributi;
- 600 milioni (destinati a salire a 1,8 mld nel 2020 e 2,3 mld nel 2021) per la **prima fase dell'introduzione della flat tax** tramite l'innalzamento delle soglie minime per il regime semplificato di imposizione su piccole imprese, professionisti e artigiani;
- 1,8 mld per **incentivi a investimenti e PA** (che diventano 3,2 mld nel 2020 e 4,1 nel 2021);
- il **rilancio degli investimenti pubblici**, con un incremento delle risorse finanziarie (che ammonta allo 0,2% del PIL ovvero circa 3,5 miliardi nel 2019, che salgono fino a 6,5 mld nel 2021), nonché un rafforzamento delle capacità progettuali e di valutazione tecnica delle Amministrazioni centrali e locali, una maggiore efficienza dei processi decisionali, modifiche al Codice degli appalti e una standardizzazione dei contratti di partenariato pubblico-privato;
- il **taglio Ires per imprese che reinvestono** i profitti e assumono lavoratori aggiuntivi, che però è stimato produrre un incremento e non una diminuzione di gettito nel 2019-20 in quanto al netto dell'abrogazione dell' Aiuto alla Crescita Economica;
- il **ristoro dei risparmiatori danneggiati** dalle crisi bancarie, che però avrà un costo nullo per lo Stato nel 2019 (e pari a poco meno di 400 milioni nel 2020 e meno di un miliardo nel 2021) in quanto si dovrebbe attingere al Fondo "conti dormienti";
- **spese indifferibili** per 2,3 miliardi sul 2019.

I principali interventi riguardano reddito di cittadinanza e pensioni

La manovra 2019: i principali interventi (effetti sull'indebitamento netto in miliardi di euro)



Fonte: audizione parlamentare ministro dell'economia del 10 ottobre, elaborazioni Intesa Sanpaolo

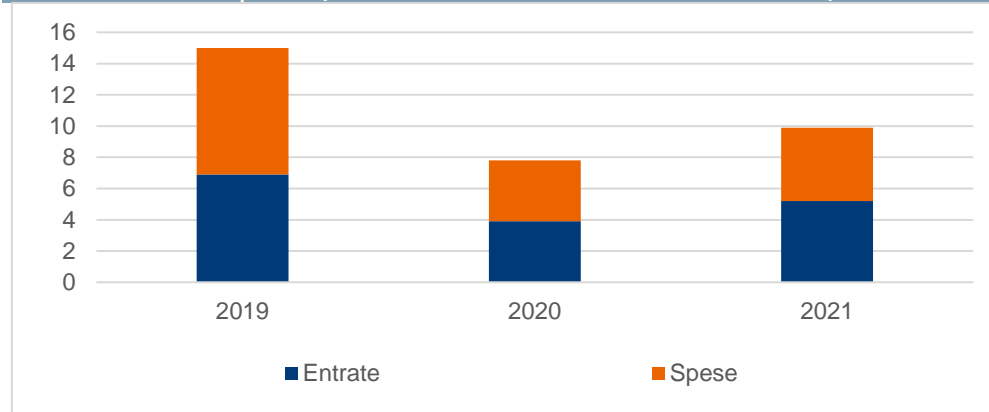
Le coperture vengono da:

- **razionalizzazione della spesa dei ministeri** e riprogrammazione dei trasferimenti a vari enti nell'ambito della revisione della spesa pubblica: da queste due misure sono attesi ben 3,6 miliardi nel 2019 (il comunicato stampa successivo al consiglio dei ministri del 15 ottobre conteneva tra l'altro riferimenti a un azzeramento graduale del fondo pubblico per l'editoria e a una riduzione delle spese militari per circa un miliardo);

Le coperture vengono da tagli alla spesa centrale e incrementi di imposta per banche e assicurazioni

- **abrogazione dell'imposta sul reddito imprenditoriale** (2 miliardi, sempre relativamente al 2019), che armonizzava il trattamento fiscale delle imprese al livello delle società di capitali (24%) e che avrebbe dovuto trovare applicazione a partire dal 1° gennaio 2019, sostituita dall'introduzione della *flat tax* (più favorevole per piccole imprese e lavoratori autonomi, ma il saldo netto per il sistema imprese appare almeno a prima vista negativo);
- **rafforzamento della fatturazione elettronica** tra privati (con obbligo di memorizzazione e trasmissione telematica dei corrispettivi all'agenzia delle entrate), atteso fruttare, tramite recupero di evasione, 365 milioni nel 2019, 1,1 miliardi nel 2020 e 1,9 mld nel 2021;
- **incrementi di imposte per banche e assicurazioni**, derivanti dal trattamento fiscale della svalutazione crediti secondo i nuovi principi contabili IFRS9, dal differimento della deduzione delle svalutazioni e perdite su crediti degli enti creditizi e finanziari, dalla rideterminazione dell'acconto dell'imposta sui premi assicurativi e da altri interventi fiscali sulle banche (tutte queste misure "contabili" valgono nel loro insieme ben 4,2 miliardi sul 2019).

La manovra 2019: le coperture (effetti sull'indebitamento netto in miliardi di euro)



Fonte: audizione parlamentare ministro dell'economia del 10 ottobre, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il Documento Programmatico di Bilancio, inviato alla Commissione Ue il 15 ottobre, ha aperto un "contenzioso" con le istituzioni europee. La Commissione, in una [lettera inviata al Governo italiano](#) il 18 ottobre, ha elencato i motivi per cui il DPB italiano rappresenta una violazione "grave e manifesta" delle raccomandazioni adottate dal Consiglio Europeo:

La manovra ha aperto un contenzioso con la Commissione Ue...

- il DPB configura un aumento della **spesa nominale primaria** del 2,7%, contro lo 0,1% raccomandato; di conseguenza il **disavanzo strutturale** peggiorerebbe di -0,8%, anziché migliorare di +0,6% come richiesto;
- i piani dell'Italia non rispetterebbero la regola di riduzione del **debito**: a riguardo, la Commissione fa notare che la "tolleranza" sul mancato rispetto della regola del debito negli anni scorsi era dovuta al "fattore rilevante" derivante dal rispetto "di massima" del braccio preventivo del Patto di Stabilità e Crescita, al venir meno del quale è possibile che anche le valutazioni sulla regola del debito necessitino di una revisione, tanto più che il raggiungimento dell'obiettivo di bilancio di medio termine non è assicurato nemmeno nel 2021;
- la **mancata validazione** delle previsioni macroeconomiche sottostanti il DPB da parte dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio appare in contrasto con i regolamenti europei.

Nella [risposta](#) dello scorso 22 ottobre, il governo ha replicato alle osservazioni dei commissari nel seguente modo:

- per quanto riguarda il sentiero del **saldo strutturale**, l'esecutivo è cosciente di aver scelto un'impostazione non in linea con le norme applicative del Patto di Stabilità e Crescita, con l'obiettivo di riportare quanto prima il PIL ai livelli pre-crisi; il governo si impegna a riprendere un sentiero di miglioramento del saldo a partire dal 2022 (anticipando tale percorso in caso di ritorno del PIL ai livelli pre-crisi prima del previsto);
- in merito alla "**regola del debito**", il governo conta su un calo significativo del rapporto debito/PIL proprio grazie a un denominatore più dinamico;
- infine, per ciò che concerne la **mancata validazione** delle previsioni macroeconomiche programmatiche da parte dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio, il governo nota che la normativa italiana (sinora non contestata dalla Commissione) prevede che l'esecutivo sia tenuto o ad adeguarsi alle previsioni dell'UPB o a spiegare le ragioni che lo inducono a tale scostamento, come fatto in parlamento.

Nel merito, la lettera precisa che:

- la valutazione dell'impatto della manovra sulla crescita è in linea con le stime usuali dei **moltiplicatori di bilancio** (circa 0,5);
- il programma di rilancio degli **investimenti pubblici** avverrà non soltanto tramite un aumento della dotazione finanziaria, ma anche attraverso l'istituzione di una centrale di supporto alla progettazione, e la semplificazione del Codice degli appalti;
- in merito ai rischi al rialzo sulla **spesa per interessi**, il governo fa notare come il quadro programmatico proietti un livello dei rendimenti sui titoli di Stato più elevato rispetto allo scenario tendenziale validato dall'UPB.

Infine, il governo, qualora i rapporti debito/PIL e deficit/PIL non dovessero evolvere in linea con quanto programmato, "si impegna a intervenire adottando tutte le necessarie misure affinché gli obiettivi indicato siano rigorosamente rispettati".

Successivamente (il 23 ottobre), la **Commissione** europea ha pubblicato il suo [parere formale](#) sul Documento Programmatico di Bilancio inviato dall'Italia, accompagnato da una conferenza-stampa del vice presidente Dombrovskis e del Commissario agli Affari Economici Moscovici. La decisione (senza precedenti nella storia del Patto di Stabilità e Crescita) è una sostanziale "bocciatura" della manovra, ovvero la **richiesta di presentare una nuova versione del DPB entro tre settimane**. Le argomentazioni sono quelle già più volte ricordate nel fitto carteggio recente intervenuto tra Bruxelles e Roma: agli "sforamenti" su regola dell'aggiustamento strutturale, della spesa e del debito relativamente al 2019 (oltre alla mancata validazione del quadro macroeconomico programmatico da parte dell'UPB), si aggiunge il non pieno rispetto delle deliberazioni del Consiglio anche con riferimento all'anno in corso; il documento ricorda inoltre l'ampia flessibilità concessa all'Italia negli ultimi anni (30 miliardi in tutto), e che il nostro Paese è il secondo maggior beneficiario del "Piano Juncker", nonché dei fondi strutturali europei. Come detto, il governo ha tempo tre settimane per presentare una nuova versione del DPB. Nel frattempo, arriveranno l'8 novembre le nuove stime macroeconomiche della Commissione. Il 21 novembre è in calendario la riunione del collegio dei commissari che precede la diffusione del parere formale sulle manovre di bilancio di tutti i Paesi dell'Unione, che dovrà poi essere discusso dai ministri delle finanze nell'eurogruppo del 3-4 dicembre. Nel caso in cui il governo confermasse l'impianto della manovra, e dal percorso parlamentare non emergano sostanziali modifiche, **non è da escludere l'apertura di una procedura formale di infrazione, verosimilmente per debito eccessivo** (anche in questo caso, sarebbe una decisione senza precedenti). La procedura prevede che la Commissione prima prepari un nuovo rapporto sull'evoluzione del debito ex articolo 126/3 dei Trattati, poi invii una raccomandazione al Consiglio; quest'ultimo chiederebbe successivamente all'Italia misure di aggiustamento da adottare nel giro di sei mesi. Nel caso in cui anche questa ultima richiesta di cambiamento non venisse colta, l'ultimo passo potrebbe essere la richiesta di sanzioni da parte della Commissione, che sarebbe approvata dal Consiglio automaticamente salvo la presenza contraria di una maggioranza dei Paesi membri. I tempi dell'intera procedura dipendono dalla volontà politica da parte non solo della Commissione ma anche del Consiglio. In teoria, la tempistica "tecnica" permetterebbe di aprire

una procedura anche entro fine anno, o nei primi mesi del 2019. In pratica, i tempi potrebbero essere più lunghi: **una eventuale procedura potrebbe essere aperta verosimilmente nella prossima primavera, e concludersi solo nell'autunno 2019.**

Si è aperto anche un altro "fronte", quello con le agenzie di rating. Lo scorso 19 ottobre, **Moody's** ha declassato il *rating* dell'Italia di un *notch* a "Baa3", con *outlook* stabile. La decisione conclude la revisione iniziata il 25 maggio scorso, e riflette i seguenti fattori:

- un significativo **deterioramento della posizione fiscale**, in particolare un rapporto debito/PIL che a parere dell'agenzia è atteso stabilizzarsi intorno al 130% del PIL nei prossimi anni (invece che iniziare a diminuire), con il rischio di un aumento in caso di una più debole crescita economica a seguito di shock domestici o esterni;
- la **mancanza di una agenda coerente di riforme** che promuovano la crescita economica a medio termine.

Moody's riconosce **alcuni elementi positivi** nella manovra:

- il programma di **investimenti pubblici**, che ha il potenziale di supportare la crescita della produttività. Tuttavia, rimane da verificare se i nuovi strumenti e procedure per accelerare la selezione e implementazione dei progetti saranno sufficienti a migliorare il debole track record dell'Italia sul fronte degli investimenti pubblici;
- la **riforma fiscale**, con l'obiettivo di ridurre le imposte dirette, che tuttavia (come sottolineato da FMI, OCSE e Confindustria) per essere sostenibile dovrebbe essere compensata da un aumento delle imposte indirette.

Secondo Moody's, **il rating potrebbe essere declassato se**

- il governo perseguisse una strategia fiscale che porti a un aumento del debito nei prossimi anni, anche a causa di una più debole crescita economica;
- la sostenibilità dell'elevato debito pubblico dovesse peggiorare significativamente, a causa di una minor fiducia degli investitori sul profilo creditizio dell'Italia;
- il rischio di uscita dall'euro dovesse aumentare significativamente a seguito di una ulteriore escalation delle tensioni tra il governo e le autorità europee sulla politica fiscale, eventualmente accompagnate da misure che segnalino la preparazione di una valuta parallela.

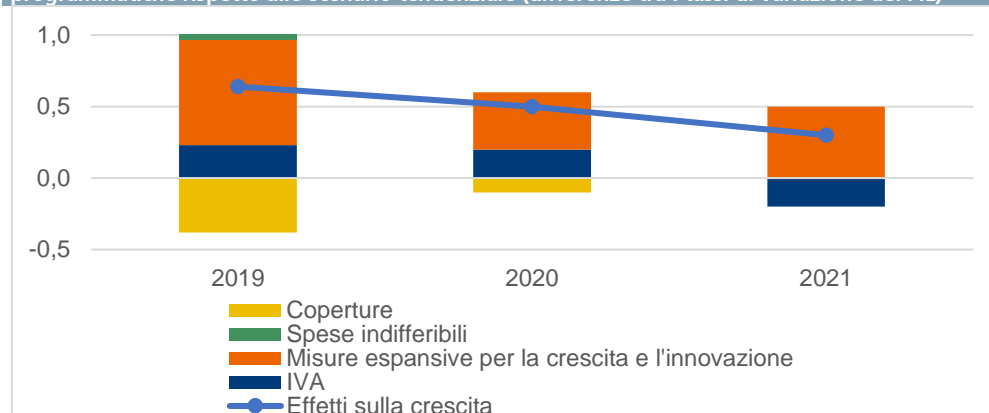
Viceversa, **il rating potrebbe essere migliorato se:**

- dovesse essere introdotto un programma coerente di riforme strutturali, in particolare volte a migliorare l'efficienza della pubblica amministrazione, del mercato del lavoro e della scuola;
- un cambio di rotta di politica fiscale facesse scendere significativamente il rapporto debito/PIL.

In sintesi, un *downgrade* di un *notch* era ampiamente atteso; anzi si temeva che l'azione fosse accompagnata da un *outlook* negativo, il che spiega la reazione "benevola" sui mercati finanziari. L'altra agenzia attesa pronunciarsi a breve (il 26/10) è S&P. L'atteggiamento del governo sulla politica fiscale e sulla relazione con le autorità europee continuerà ad essere monitorato strettamente dalle agenzie di *rating* nelle prossime settimane.

...ed è arrivato il
declassamento da parte di
Moody's

L'impatto sulla crescita della manovra 2019: stime governative sull'impatto delle misure programmatiche rispetto allo scenario tendenziale (differenze tra i tassi di variazione del PIL)



Fonte: Nota di Aggiornamento al DEF 2018, ottobre 2018, tavola II.3 di p. 31.

Le principali criticità della manovra, rilevate tra l'altro da UPB e Banca d'Italia nelle audizioni parlamentari sulla NADEF, riguardano il fatto che (1) **gli obiettivi non appaiono coerenti con il rispetto delle regole fiscali** europee, come peraltro già comunicato dalla Commissione; (2) sussistono **rischi di sfioramento rispetto agli stessi obiettivi**, per via di diversi elementi:

La manovra presenta numerose criticità, messe in luce da diversi osservatori

- un eccessivo ottimismo sulla crescita del PIL (sia reale che nominale), derivante da una possibile **sovrastima degli effetti espansivi della manovra**: il governo si aspetta un impatto positivo sul PIL l'anno prossimo pari a 0,6% (0,2% dalla disattivazione dell'aumento IVA, 0,3% da reddito di cittadinanza e pensioni, 0,2% dagli investimenti pubblici, un decimo l'uno da *flat tax*, incentivi a investimenti/PA, spese indifferibili; l'impatto negativo delle coperture finanziarie è di -0,4%). La maggiore criticità deriva dagli effetti della disattivazione delle clausole, visto che, come osservato dal vice direttore generale di Bankitalia Signorini, "se il mancato aumento dell'IVA fosse già stato incorporato nelle aspettative delle famiglie", ne deriverebbe un impatto nullo sul ciclo. Inoltre, i moltiplicatori applicati alle misure per la crescita, e in particolare a reddito di cittadinanza e interventi sulle pensioni (che costituiscono il grosso del pacchetto), appaiono elevati. Infine, le perplessità riguardano le ipotesi macroeconomiche alla base del quadro programmatico non solo per quanto riguarda la crescita del PIL reale, ma anche quella del PIL nominale: come rilevato dall'UPB, il mancato aumento dell'IVA dovrebbe comportare, rispetto allo scenario tendenziale, un deflatore del PIL più basso in misura superiore ai due decimi assunti dal governo;
- una possibile **sottostima della spesa per interessi**: rispetto al DEF di aprile, il quadro programmatico della NADEF implica una spesa per interessi più alta di due decimi nel 2019, tre decimi nel 2020 e quattro decimi nel 2021; tuttavia, come rilevato da Signorini, agli attuali livelli dei tassi la spesa per interessi sarebbe superiore di circa lo 0,6% del PIL rispetto alle precedenti stime nell'ultimo anno dell'orizzonte di previsione (e evidentemente ancora superiore in caso di ulteriore recrudescenza delle tensioni sui mercati);
- l'incognita rappresentata dalle **restanti clausole di salvaguardia** gravanti dal 2020 in poi: il governo ha scelto di disattivare gli aumenti delle imposte indirette interamente sul 2019 (per 12,5 mld) ma solo parzialmente sul 2020-21 (per 5,5 e 4 miliardi rispettivamente). Ciò significa che restano in vigore clausole pari a ben lo 0,7% del PIL dal 2020 e lo 0,8% del PIL dal 2021: ovvero, l'indebitamento netto programmatico al lordo delle clausole sarebbe pari al 2,8% nel 2020 e al 2,6% nel 2021. In altri termini, il percorso di riduzione del disavanzo nominale negli anni successivi al 2019 poggia non su interventi già individuati di tagli di spesa o aumenti di entrate, ma su clausole che, alla luce dell'esperienza passata, sembrano avere poco valore alla prova dei fatti (tanto che la Commissione Europea non ne tiene conto nelle sue proiezioni);

- **dal lato delle imprese, la manovra appare espansiva solo per piccole aziende e partite IVA**, ma restrittiva per le imprese medie e grandi (per via tra l'altro del rafforzamento della fatturazione elettronica e dell'abrogazione di IRI e ACE);
- l'incremento di tassazione per le imprese finanziarie (già colpite dagli effetti dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato) potrebbe essere trasferito in un **maggior costo del credito** per le aziende non finanziarie e le famiglie;
- **alcuni interventi espansivi potrebbero risultare più costosi di quanto stimato**: in particolare, il reddito di cittadinanza era stimato costare quasi 15 miliardi all'anno dal Presidente dell'Istat in un'audizione parlamentare del 2015¹, pertanto sembrano sussistere rischi al rialzo sulla nuova stima a 9 miliardi (lordi);
- c'è **incertezza su alcune coperture**, in particolare appare sfidante l'obiettivo di risparmiare quasi 4 miliardi già nel 2019 dalla razionalizzazione della spesa centrale. Secondo il DPB, i risparmi verrebbero da: i) revisione delle procedure amministrative o organizzative; ii) defianziamento di progetti in relazione alla loro efficacia o priorità; (iii) revisione dei meccanismi o parametri che determinano le esigenze di spesa. Il comunicato stampa successivo al CdM del 15 ottobre menzionava anche espressamente l'obbligo per le amministrazioni pubbliche di acquistare beni e servizi tramite Consip che frutterebbe fino a 2 miliardi, ma gli ulteriori margini per risparmi significativi (oltre a quelli già ottenuti negli anni scorsi) appaiono limitati.

D'altra parte, vi sono anche dei **fattori mitiganti**:

- il decreto fiscale contiene numerose **misure di risoluzione delle controversie fiscali**, ma **il governo non si aspetta da esse un gettito decisivo** (appena 180 milioni sul 2019, che salgono a 1,3 miliardi nel 2020 e 1,6 mld nel 2021): ciò è in qualche modo confortante, in quanto l'extra-gettito potrebbe compensare almeno in parte le eventuali sorprese negative su altre poste;
- anche in caso di ipotesi meno ottimistiche sulla crescita, e di moderato "sforamento" sui target di deficit, **il rapporto debito/PIL non è atteso salire** almeno nel breve termine (lo farebbe solo in caso di inversione del ciclo economico, che non sembra imminente);
- gli investitori appaiono consapevoli del fatto che **l'eventuale apertura di una procedura europea per deficit eccessivo non avrebbe ripercussioni immediate** (l'intero processo terminerebbe, se portato alle estreme conseguenze, con una sanzione solo verosimilmente nell'autunno del 2019);
- infine, **i rischi relativi al rollover del debito appaiono contenuti** nel breve termine: l'offerta netta di titoli governativi italiani (esclusi i BOT), al netto degli acquisti BCE, è sostanzialmente nulla nei mesi di ottobre e novembre, e anzi negativa nel mese di dicembre.

Questi fattori mitiganti potrebbero essere sufficienti a porre un limite alla volatilità sui mercati finanziari nel breve termine. Verosimilmente, solo un *downgrade* che porti il rating italiano in area *sub-investment grade* potrebbe mettere significativamente a rischio questo scenario. Dopo la decisione di Moody's (e in attesa del pronunciamento da parte di S&P), tale scenario ci sembra assai poco probabile, almeno nel breve termine.

Vi sono tuttavia anche alcuni fattori mitiganti di cui tener conto

¹ Audizione parlamentare del Presidente Istat (<https://www.istat.it/it/archivio/162091>) sul disegno di legge n. 1148 del 29 ottobre 2013 (<http://www.senato.it/leg/17/BGT/Schede/Ddliter/42593.htm>)

La manovra 2019: il dettaglio di interventi e coperture (impatto netto sull'indebitamento, in % del PIL e in miliardi di euro)

Interventi/coperture (impatto netto)	% PIL			Miliardi		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
INTERVENTI	-1,78	-1,74	-1,64	-32,444	-32,834	-31,919
Disattivazione clausole di salvaguardia	-0,68	-0,29	-0,21	-12,394	-5,472	-4,087
Pensionamenti anticipati (quota 100)	-0,37	-0,37	-0,36	-6,744	-6,982	-7,007
Reddito e pensioni di cittadinanza	-0,37	-0,36	-0,35	-6,744	-6,793	-6,812
Rilancio investimenti pubblici	-0,19	-0,30	-0,33	-3,463	-5,661	-6,423
Flat tax	-0,03	-0,10	-0,07	-547	-1,887	-1,362
Pubblico impiego	-0,03	-0,04	-0,04	-547	-755	-779
Ulteriore proroga detrazioni fiscali (eco- bonus)	0,00	-0,02	-0,05	0	-377	-973
Ulteriore proroga Super- e Iper-ammortamento	0,00	-0,02	-0,04	0	-377	-779
Ristoro risparmiatori danneggiati dalle crisi bancarie	0,00	-0,02	-0,02	0	-377	-389
Spese a politiche invariate	-0,07	-0,17	-0,15	-1,276	-3,208	-2,919
Altro	-0,04	-0,05	-0,02	-729	-944	-389
COPERTURE	0,58	0,32	0,32	10,572	6,038	6,228
Aumenti di imposte per banche e assicurazioni	0,23	0,04	0,04	4,192	755	779
Razionalizzazione e riprogrammazione spesa centrale	0,20	0,06	0,06	3,645	1,132	1,168
Abrogazione dell'imposta sul reddito imprenditoriale (IRI)	0,11	0,07	0,06	2,005	1,321	1,168
Rafforzamento della fatturazione elettronica tra privati	0,02	0,06	0,10	365	1,132	1,946
Rottamazione cartelle esattoriali e altre misure di pace fiscale	0,01	0,07	0,08	182	1,321	1,557
Tassazione agevolata degli utili reinvestiti per le imprese	0,01	0,02	-0,02	182	377	-389
TOTALE	-1,20	-1,42	-1,32	-21,872	-26,795	-25,691

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF (DPB 2019)

Sintesi della previsione macroeconomica

Previsioni macroeconomiche													
	2017	2018p	2019p	2017			2018			2019			
				T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
PIL (a prezzi costanti, a/a)	1.6	1.1	0.9	1.7	1.6	1.4	1.2	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
- Variazione % t/t				0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Consumi delle famiglie	1.4	0.9	0.8	0.3	0.0	0.5	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Consumi pubblici	0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi	3.9	4.0	2.6	2.9	1.5	-1.1	2.9	-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	35.6	22.7	5.0	1.4	7.7	5.0	9.2	-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	6.0	0.3	2.7	1.7	1.7	-2.2	-0.2	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
Importazioni	5.7	2.2	3.4	1.5	0.6	-1.8	1.8	2.1	0.6	0.7	0.5	0.5	0.6
Contributo % PIL													
Commercio estero	0.2	-0.6	-0.2	0.1	0.4	-0.2	-0.6	-0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Domanda finale interna	1.5	1.3	1.0	0.7	0.3	0.1	0.6	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Variazione scorte	-0.1	0.4	0.1	-0.4	-0.3	0.4	0.2	0.4	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	3.7	1.3	1.6	1.9	0.5	-0.2	-0.2	-0.1	0.7	0.0	0.7	0.9	0.7
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.2	1.2	1.5	1.1	0.9	0.7	0.9	1.5	1.9	1.6	1.5	1.4	1.4
- escluso alimentari, energia (a/a)	0.7	0.9	1.2	0.8	0.4	0.6	0.7	0.7	1.4	1.3	1.0	1.1	1.2
PPI (a/a)	2.3	2.3	1.4	1.3	2.2	1.7	2.2	3.2	2.0	1.4	1.5	1.2	1.4
Disoccupazione (%)	11.3	10.4	9.6	11.3	11.0	11.0	10.7	10.0	9.9	9.8	9.7	9.6	9.5
Occupati totali	1.1	1.3	0.8	0.4	0.2	0.1	0.9	0.3	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										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	2.8	2.5	2.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-2.4	-1.9	-2.7										
Debito (% PIL)	131.2	131.0	131.3										
Variabili finanziarie*													
3-mesi Euribor (%)	-0.33	-0.33	0.10	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.26	0.10
BTP 10 anni (%)	1.77	3.62	4.46	2.06	1.77	1.95	2.77	2.80	3.62	3.76	3.95	4.11	4.46
Spread BTP/Bund (%)	1.73	2.19	3.11	1.70	1.46	1.42	1.76	2.50	3.08	3.11	3.13	3.12	3.10

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

Recupera più del previsto la produzione industriale ad agosto

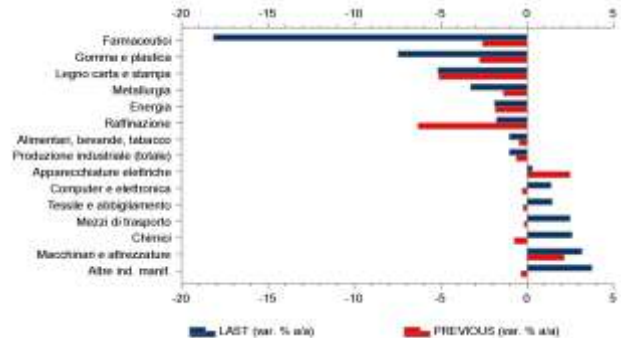
La produzione industriale è rimbalzata più del previsto ad agosto, di +1,7% m/m dopo il -1,6% m/m di luglio (rivisto al rialzo di due decimi). Il dato è risultato superiore all'aspettativa nostra e di consenso. L'aumento su base congiunturale riguarda in primo luogo i beni strumentali (+3,6% da -2% m/m precedente) e i beni di consumo durevoli (+5,8% da -4,7% m/m). Beni di consumo non durevoli e beni intermedi risultano invece poco variati (dopo essere calati entrambi di -1,2% m/m il mese precedente). Anche l'energia ha contribuito, con un +2,8% m/m. La produzione manifatturiera (al netto di energia e attività estrattive) è salita poco meno dell'indice generale (+1,5% m/m). La tendenza annua (corretta per gli effetti di calendario) è rimasta in territorio negativo per il secondo mese, a -0,8% da un precedente -1,3% (corretto per gli effetti di calendario). È il primo bimestre di calo dopo due anni di espansione ininterrotta (la più lunga da oltre 10 anni). L'andamento per settore è misto. Sulla variazione sia congiunturale che tendenziale pesa il vistoso calo del volatile comparto farmaceutico (-9,8% m/m, -18,9% a/a). Gli altri settori in netto calo su base annua sono gomma e plastica (-7,7% a/a) e legno, carta e stampa (-7,1% a/a). Viceversa, diverse industrie mantengono un discreto incremento tendenziale (tra +3% e +6%) ovvero macchinari e attrezzature, mezzi di trasporto, chimici, computer ed elettronica, tessile, altre industrie manifatturiere. In sintesi, il rimbalzo di agosto in pratica cancella il calo di luglio: la produzione industriale è risultata sostanzialmente invariata negli ultimi due mesi. I dati estivi sono spesso molto volatili su base congiunturale. Tuttavia, il trend per l'attività economica nell'industria resta in chiaro rallentamento, in coerenza con le indicazioni giunte dalle indagini (nonostante il lieve rimbalzo dell'indice Istat sul settore manifatturiero a settembre). Dopo il recupero di agosto, la produzione industriale potrebbe evitare un calo nel trimestre estivo: in caso di stabilità a settembre, l'output è in rotta per una variazione di -0,1% t/t nel trimestre (dopo il -0,2% t/t dei mesi estivi). In ogni caso, ciò significa che il settore difficilmente contribuirà alla crescita del valore aggiunto nel trimestre (come peraltro già accaduto nella prima metà dell'anno). Ciò segnala rischi di un rallentamento congiunturale del PIL nel trimestre estivo, e in generale rischi al ribasso sulla nostra previsione di crescita del PIL per il 2018 (1,1%).

La tendenza della produzione industriale mostra un chiaro rallentamento negli ultimi mesi



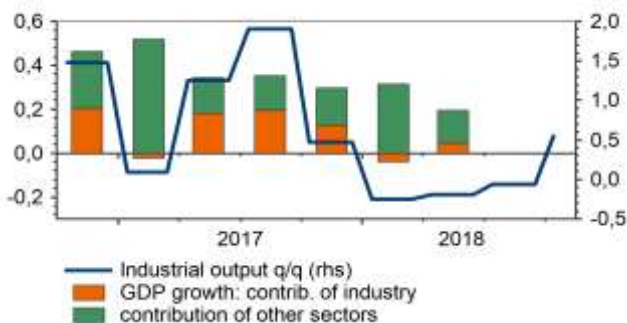
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La diminuzione su base tendenziale è amplificata dal vistoso calo dei farmaceutici



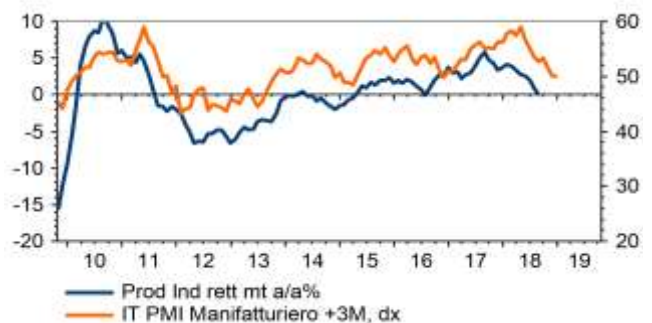
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Anche nel 3° trimestre, difficilmente l'industria contribuirà significativamente alla crescita del valore aggiunto



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le indagini hanno mostrato un rallentamento negli ultimi mesi, segnalando rischi verso il basso sull'attività produttiva



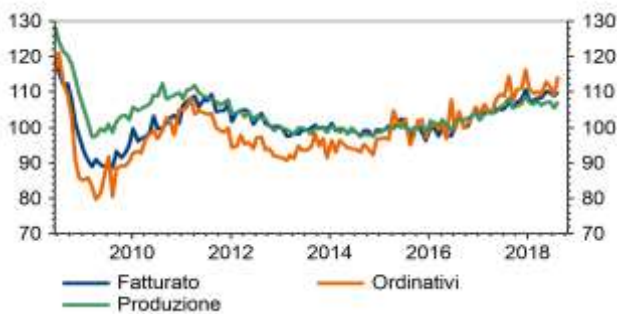
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Industria: in lieve ripresa fatturato, ordinativi e fiducia

Sia il fatturato che gli ordini all'industria sono rimbalzati su base congiunturale ad agosto, dopo il calo dei due mesi precedenti. Il recupero nel mese è dovuto soprattutto al mercato estero (dopo che a luglio la diminuzione era dovuta al mercato interno). Specularmente al mese scorso, è aumentato in maggior misura il fatturato nei gruppi dei beni strumentali, dei beni di consumo durevoli e dell'energia. Su base tendenziale, il fatturato ha mantenuto il ritmo di crescita del mese precedente (+3,2%), mentre gli ordini sono rallentati a 0,9% da 2,8% (ai minimi da aprile 2017). Il calo tendenziale è distorto dal crollo di elettronica e ottica (-62,5%), mentre si registra un'impennata dagli ordinativi di mezzi di trasporto (+24,9%). Rallentano, ma mantengono un buon ritmo di incremento relativamente sia al fatturato che agli ordinativi (+7,4% e +7,7%), i farmaceutici. In sintesi, nel mese di agosto si è assistito a un deciso rimbalzo per export, produzione, fatturato e ordini industriali, dopo la flessione sincronizzata del mese precedente. Proprio come il calo precedente, la ripresa viene soprattutto dall'estero.

La fiducia delle imprese manifatturiere è salita a sorpresa a 105,7 a settembre, da 105 ad agosto (che rappresentava un minimo da 20 mesi). Si tratta del primo aumento dallo scorso febbraio. L'indagine registra un miglioramento delle valutazioni correnti delle aziende sia sulla produzione che sugli ordini, particolarmente dall'estero (che avevano toccato ad agosto un minimo da quasi due anni). Viceversa, le aziende sono lievemente meno ottimiste per il futuro. Anche per quanto riguarda l'indagine trimestrale sul fatturato all'export, si registra una lieve ripresa dei giudizi correnti (dopo la flessione registrata nei primi due trimestri dell'anno), ma un'ulteriore diminuzione delle attese. Il rimbalzo a sorpresa di settembre è confortante, ma lo scarso ottimismo prospettivo lascia intatti i rischi. In ogni caso, almeno sinora il trend di rallentamento della fiducia è in linea con quanto registrato negli altri Paesi europei, e non sembra dipendere in misura cruciale da fattori domestici (ma soprattutto dal calo degli ordini dall'estero, peraltro in ripresa a settembre).

Resta espansiva la tendenza per produzione, ordini e fatturato nell'industria



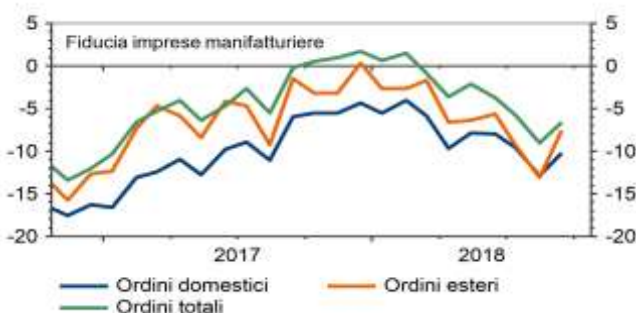
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il trend recente per le indagini resta in rallentamento, sia pure con un lieve recupero a settembre



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Anche le valutazioni delle imprese manifatturiere sugli ordini fanno segnare un lieve recupero a settembre



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Prosegue l'espansione moderata nei servizi

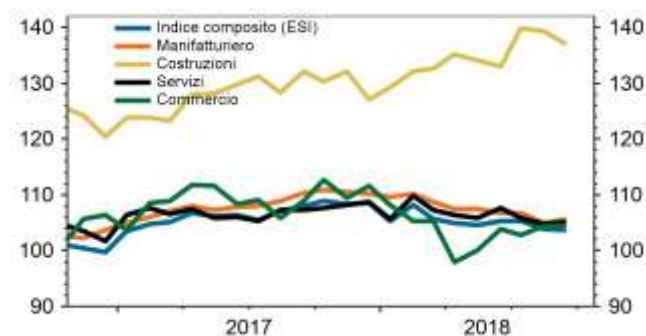
A settembre, la **fiducia delle imprese dei servizi secondo l'indagine Istat** è risalita a 105,1 da 104,7 di agosto, sulla scia di un deciso miglioramento dei giudizi sull'andamento degli affari, mentre i giudizi e le attese sugli ordini sono in peggioramento.

Il dettaglio per settore non è però univocamente positivo, in quanto il morale è migliorato solo nel trasporto e magazzinaggio (da 104,1 a 108,7), mentre è calato nei servizi turistici (da 111 a 110,5 precedente), nei servizi alle imprese e altri servizi (da 101,3 a 98,2), e soprattutto nell'informazione e comunicazione (da 112,1 a 104,4).

Anche l'indagine **Markit** sulla fiducia dei direttori degli acquisti delle aziende di servizi ha mostrato un recupero a settembre, a 53,3 da 52,6 di agosto. Nel mese, si è registrato un miglioramento modesto del *business* corrente, e più marcato per i nuovi affari e le aspettative per il futuro.

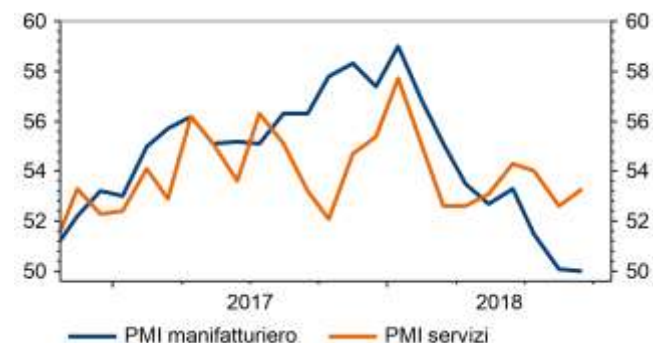
In sintesi, nel 3° trimestre i servizi dovrebbero aver continuato a contribuire positivamente al valore aggiunto, circa in linea con il trimestre precedente (0,2% t/t). Visto che l'industria dovrebbe aver dato un apporto sostanzialmente nullo, è possibile un rallentamento congiunturale del PIL, che segnala rischi verso il basso sulla nostra stima di crescita di 1,1% nel 2018.

Fiducia delle imprese nei principali settori



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La fiducia delle imprese nei servizi sta mostrando segnali di recupero più marcati che nell'industria



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il contributo dei servizi al valore aggiunto è stato finora decisivo, ma è in rallentamento su base annua



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Fiducia delle imprese dei servizi nei principali sotto-settori



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

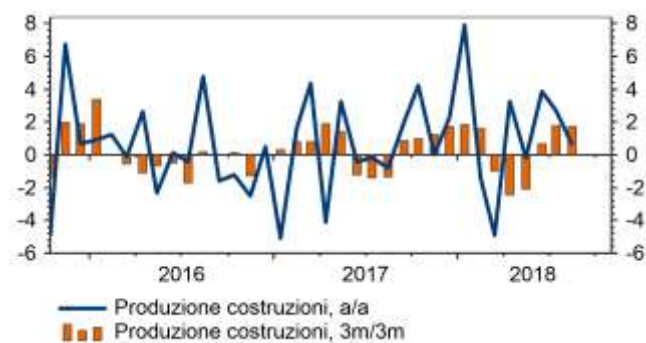
Resta contrastata la ripresa nelle costruzioni

La **produzione nelle costruzioni** è calata per il secondo mese ad agosto (-0,8% da -0,5% m/m), dopo il robusto incremento che era stato registrato a giugno. Su base annua l'output rallenta a 0,6% da 2,8%. Nel trimestre la produzione è in rotta per una stagnazione dopo l'aumento di +0,7% t/t visto in primavera. Pertanto, anche le costruzioni, come l'industria in senso stretto, non dovrebbero aver contribuito significativamente alla crescita del valore aggiunto nel trimestre estivo. I rischi sulla nostra stima di un PIL stabile a 0,2% t/t sono verso il basso.

La ripresa delle **compravendite di immobili residenziali** (che prosegue dal 2015: +5,6% a/a nel 2° trimestre, pur in rallentamento nel periodo più recente) si accompagna ai primi segnali di recupero dei **prezzi delle nuove abitazioni** (+1,6% a/a nel 2° trimestre), anche se resta negativa la tendenza per le abitazioni esistenti.

A settembre, la **fiducia delle imprese nelle costruzioni** è calata per il secondo mese consecutivo, da 139,3 a 136,9, dopo che a luglio era stato toccato un massimo da oltre 11 anni (a 139,9). Il dettaglio dell'indagine mostra un deterioramento sia dei giudizi sugli ordini sia delle aspettative sull'occupazione. Specularmente rispetto al mese precedente, a settembre il clima di fiducia è calato nella costruzione di edifici e nell'ingegneria civile mentre è risalito nei lavori di costruzione specializzati. In ogni caso, il livello più che espansivo della fiducia dei costruttori resta coerente con un'accelerazione della ripresa dell'attività economica nel settore.

Resta contrastata la ripresa della produzione nelle costruzioni



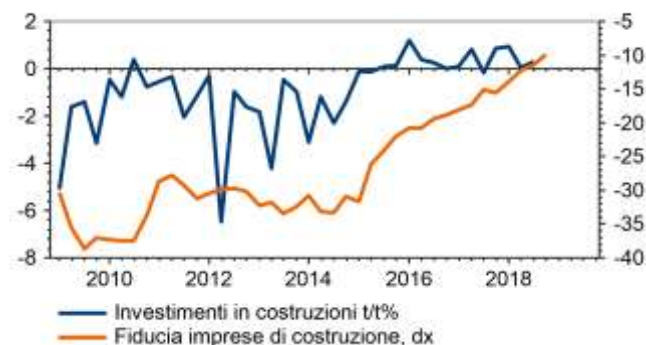
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Continua però il trend di miglioramento della fiducia delle imprese, specie nel settore della costruzione di edifici



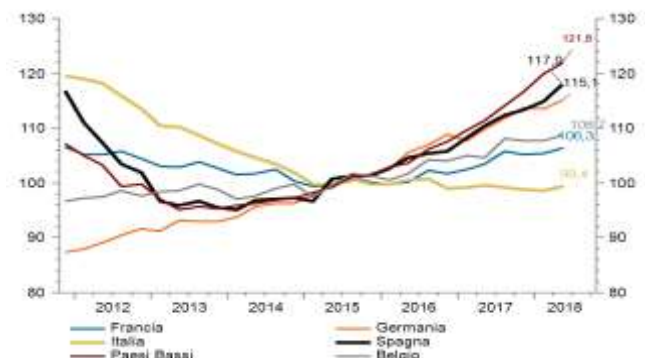
Nota: medie mobile a 3 mesi. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il livello della fiducia delle imprese è 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

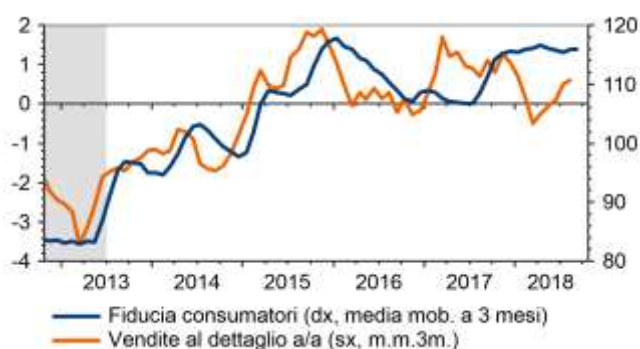
Indicazioni più positive dal lato dei consumi

Nel 2° trimestre, il **reddito disponibile delle famiglie** consumatrici è salito di ben 1,3% t/t in termini nominali e 1,2% t/t in termini reali: è la variazione più ampia del potere d'acquisto dal 2005. Ciò appare dovuto al robusto incremento dell'occupazione nel periodo (+0,9% t/t, un massimo almeno dal 1993), oltre che agli aumenti retributivi registrato nel pubblico impiego. Tuttavia, verosimilmente per il fatto che la nuova occupazione è stata principalmente di natura temporanea, l'incremento di reddito è stato quasi interamente risparmiato, visto che i consumi sono aumentati di appena un decimo in termini nominali (e sono rimasti fermi in termini reali). Di conseguenza, il **tasso di risparmio** è salito di oltre un punto a 8,6% (ai massimi da due anni).

Il **morale dei consumatori è aumentato** a 116 a settembre, da 115,3 il mese precedente. Il **miglioramento è diffuso** ma riguarda più il clima economico nazionale che la situazione personale degli intervistati, e più le condizioni correnti che le aspettative per il futuro. **Le preoccupazioni delle famiglie sulla disoccupazione sono tornate a calare** dopo la salita del mese precedente; i livelli restano assolutamente coerenti con una impostazione positiva del mercato del lavoro. Tra le varie componenti dell'indagine, **l'unica lieve debolezza si registra in merito a giudizi e attese sulla situazione economica delle famiglie.**

Almeno per il momento, non c'è evidenza che in questa fase sulla fiducia delle famiglie stiano pesando particolari preoccupazioni legate o al rischio politico o a quello di un ritorno di tensioni sui mercati finanziari.

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-Datastream Charting

Il miglioramento della fiducia dei consumatori a settembre è diffuso ma riguarda più il clima economico nazionale che la situazione personale degli intervistati, e più le condizioni correnti che le aspettative per il futuro



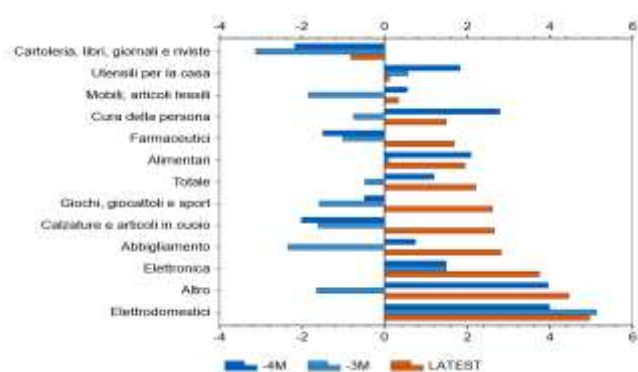
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La maggior parte dei gruppi di prodotti registra un incremento annuo nelle vendite al dettaglio



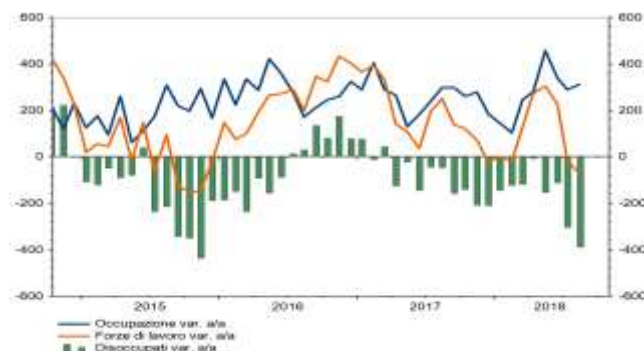
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Disoccupazione sotto il 10%, ai minimi da inizio 2012

La disoccupazione è calata a sorpresa ad agosto, a 9,7% da 10,2% di luglio (dato rivisto al ribasso di due decimi). Si tratta di un minimo da gennaio del 2012. Per la prima volta dopo due mesi di calo si è registrato un incremento degli occupati, pari a +69 mila unità (+0,3% m/m); di conseguenza il tasso di occupazione è salito di due decimi al 59%, un massimo da quando sono disponibili le serie mensili. Il calo del tasso dei senza-lavoro è stato peraltro anche favorito da un ulteriore aumento degli inattivi (+46 mila unità ovvero +0,3% m/m). Un altro segnale positivo è il fatto che la creazione di lavoro non sia limitata ai contratti temporanei (+45 mila unità), ma abbia riguardato anche i dipendenti permanenti (+50 mila). Si è registrata invece una flessione dei lavoratori autonomi. Su base annua, l'occupazione ha ripreso velocità, a +312 mila unità (+1,4% a/a, un ritmo superiore a quello del PIL), anche se il miglioramento tendenziale resta confinato ai contratti temporanei e ai lavoratori ultracinquantenni. L'unica nota negativa viene dal lieve calo del tasso di disoccupazione giovanile, a 31% da 30,8% precedente. In effetti, nel mese la creazione di posti di lavoro è risultata concentrata tra gli ultratrentacinquenni.

In sintesi, i dati sul mercato del lavoro di agosto sono molto incoraggianti, per quanto i dati estivi siano molto volatili e sebbene una parte rilevante del calo della disoccupazione negli ultimi due mesi sia dovuta a un aumento degli inattivi. In effetti, conforta la crescita dell'occupazione stabile nel mese. Agosto è stato il primo mese di completa entrata in vigore del "decreto dignità", che non sembra aver avuto i temuti effetti negativi sui contratti a termine e sui livelli occupazionali complessivi. In prospettiva, al netto della volatilità su base mensile, pensiamo che la disoccupazione possa mantenere un trend al ribasso nei prossimi mesi, in coerenza con i livelli ancora espansivi delle aspettative di famiglie e imprese sull'occupazione. A nostro avviso, il rallentamento in atto del ciclo economico non è tale (almeno per ora) da determinare un'inversione di tendenza per la disoccupazione. In tale contesto, la Legge di Bilancio per il 2019 non contiene misure che cambino sostanzialmente le condizioni del mercato del lavoro.

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Si accentua il trend al ribasso del tasso di disoccupazione



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

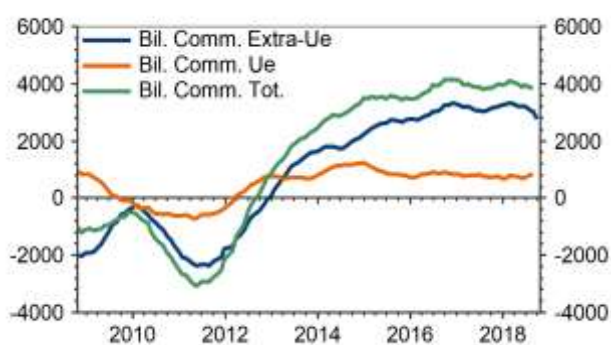
Il commercio estero ancora non dà chiari segnali di ripartenza

I dati sul **commercio estero** ad agosto hanno evidenziato un rimbalzo per le esportazioni (+2,9% dopo il -2,5% m/m di luglio) e un'ulteriore crescita (per il sesto mese consecutivo) per le importazioni (+0,4%, in rallentamento da +2,5% m/m precedente). Di conseguenza l'avanzo commerciale (in termini destagionalizzati) è risalito a 1,1 miliardi dagli 884 milioni del mese prima. Il recupero dell'export è diffuso, mentre nel caso dell'import si nota una flessione per i beni di consumo. Su base annua, entrambi i flussi restano in crescita, pur rallentando rispetto al mese prima (+5,7% a/a l'export, +2% l'import). Trainanti le vendite verso gli Stati Uniti (+13%), in particolare di autoveicoli, macchinari e apparecchi, prodotti e sostanze chimiche e prodotti alimentari e bevande. Contribuiti rilevanti vengono anche da Germania (farmaceutici e auto), Paesi Bassi e Spagna, mentre tra i Paesi extra-Ue si distinguono India e Giappone (resta in decisa flessione l'export verso il Medio Oriente, la Turchia e i paesi MERCOSUR).

I dati di settembre sul **commercio coi Paesi extra-Ue** hanno però nuovamente evidenziato un calo dell'export (-3,7% m/m) e un aumento dell'import (+4,1% m/m). Le esportazioni risultano in diminuzione di -7,3% su base annua, che si riduce a -3,1% al netto del diverso numero di giorni lavorativi. Sul calo tendenziale pesano beni strumentali e di consumo durevoli, e le vendite verso Turchia (-31,1%), Russia (-24,9%), Medio Oriente (-18,6%), Paesi MERCOSUR (-18,3%), Giappone (-17,5%) e Cina (-17,3%).

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.

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



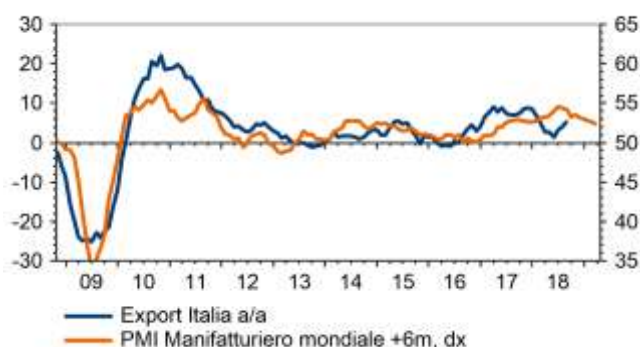
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le esportazioni restano decisamente meno dinamiche rispetto all'anno scorso (specie vero i Paesi extra-Ue)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

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



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Si è attenuato il freno derivante dal tasso di cambio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Inflazione inferiore alle attese a settembre, ma unicamente a causa di fattori stagionali

A settembre, l'inflazione è calata a sorpresa a 1,4% a/a, da 1,7% di agosto secondo l'indice nazionale, e a 1,5% da 1,6% sulla misura armonizzata. Nel mese, i prezzi al consumo sono calati più del previsto (di mezzo punto) sul NIC e sono aumentati (ma meno delle attese) di +1,7% m/m sull'IPCA (che tiene conto del rientro dei saldi estivi su abbigliamento e calzature). Come atteso, le maggiori pressioni al ribasso sono venute dai trasporti (-2,4% m/m) e dalle spese per il tempo libero (-2% m/m), in entrambi i casi per motivi in gran parte di natura stagionale. Anche i prezzi delle comunicazioni sono calati sia pure solo di due decimi. Viceversa, i rincari sono venuti da istruzione (+0,6% m/m, anche in questo caso circa in linea con la stagionalità di settembre), abbigliamento/calzature e servizi ricettivi/di ristorazione (+0,4% m/m). L'inflazione di fondo è calata a 0,7% da 0,8% a/a, con prezzi *core* in diminuzione nel mese più dell'indice generale (-0,7% m/m). Settembre ha anche registrato un rallentamento (moderato) dell'inflazione sui beni a più alta frequenza di acquisto (da 2,7% a 2,3% a/a), nonché sul cosiddetto "carrello della spesa" (beni alimentari, per la cura della casa e della persona: da 2,1% a 1,5% a/a). Ciò è dovuto principalmente a frutta e verdura fresca e carburanti.

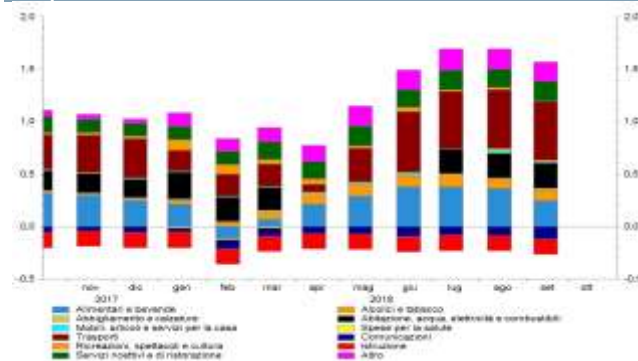
In sintesi, l'inflazione ha sorpreso verso il basso a settembre, ma le spinte al ribasso sono dovute principalmente a fattori stagionali. In tal senso, pensiamo che il CPI possa tornare ad aumentare già da ottobre, anche sul rialzo significativo delle tariffe energetiche (+7,6% l'elettricità, +6,1% il gas). Pensiamo che l'inflazione negli ultimi tre mesi dell'anno possa collocarsi in un intorno del 2% (con rischi al rialzo su tale stima). Insomma, il trend per l'inflazione resta a nostro avviso al rialzo, anche se dovuto quasi interamente all'energia. Proprio l'attenuarsi dell'effetto statistico sui prodotti energetici dovrebbe favorire un rientro della tendenza dei prezzi nel corso del 2019. Peraltro, non ci sono segnali di accelerazione dell'inflazione *core*.

Da qui alla fine dell'anno la tendenza per l'inflazione è al rialzo, seguirà una moderazione nel corso del 2019



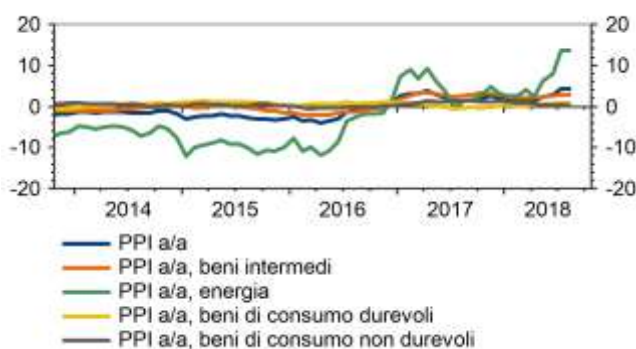
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Decisivi negli ultimi mesi i rincari tendenziali di alimentari e trasporti



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Il PPI (4,4% a/a ad agosto) segnala un aumento delle spinte a monte della catena produttiva, anche se solo dall'energia



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

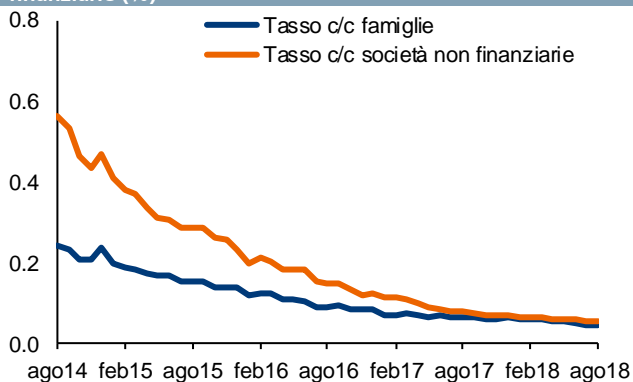
Primi segni di risalita dei tassi sui nuovi prestiti

Continua la stabilità del tasso medio complessivo sullo stock dei depositi a cui si accompagna una sostanziale invarianza del tasso sullo stock di obbligazioni. Pertanto, ad agosto il costo complessivo della raccolta da clientela si è sostanzialmente assestato, ma è visto in lieve riduzione a settembre (per -1pb m/m) sulla base delle stime ABI. Nel mese, i tassi sui nuovi prestiti alle società non-finanziarie e quelli sulle erogazioni di mutui alle famiglie hanno mostrato movimenti al rialzo. Tuttavia, le anticipazioni ABI per settembre delineano un ritorno in calo per i tassi sui nuovi prestiti a imprese e famiglie, che assorbirebbe il rimbalzo di agosto. Nel confronto europeo, i tassi italiani sui nuovi prestiti alle imprese sono rimasti più bassi, ma soltanto di poco. Nei mesi estivi, infatti, il differenziale negativo si è ristretto significativamente.

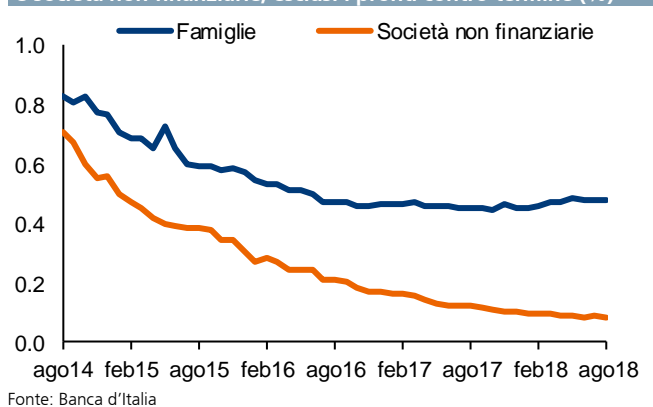
Elisa Coletti

Anche ad agosto il tasso medio complessivo sullo stock dei depositi è rimasto invariato sullo **0,40%**, come nei cinque mesi precedenti e in quello successivo, secondo le stime ABI, lievemente superiore ai valori di 0,38%-0,39% registrati tra luglio 2017 e febbraio 2018. Il tasso sui depositi delle famiglie è rimasto a 0,48% per il quinto mese consecutivo e anche il tasso sui depositi delle società non-finanziarie è risultato fermo, al minimo di 0,09% da febbraio in poi (si veda il grafico seguente a destra). Tra le componenti, il **tasso medio sui conti correnti si è assestato sul livello di 0,05%** osservato da giugno in poi e confermato dalle anticipazioni ABI per settembre.

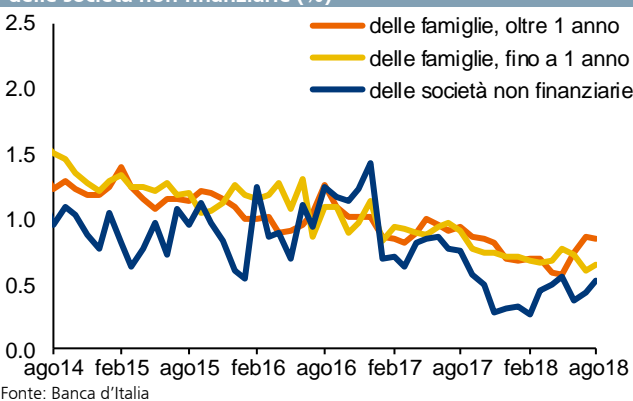
Tassi sui depositi in conto corrente di famiglie e società non finanziarie (%)



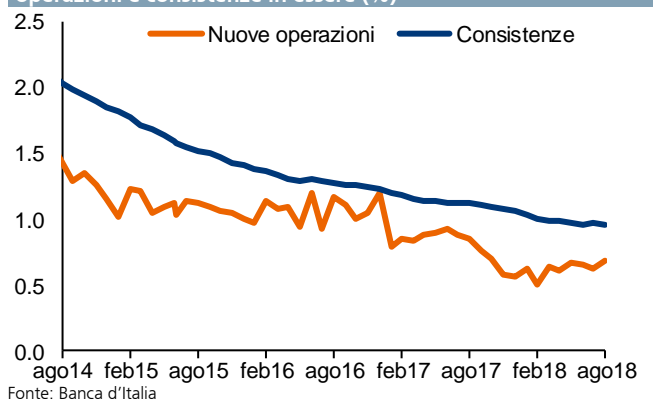
Tassi medi sulle consistenze dei depositi complessivi di famiglie e società non finanziarie, esclusi i pronti contro termine (%)



Tassi sui nuovi depositi con durata prestabilita delle famiglie e delle società non finanziarie (%)

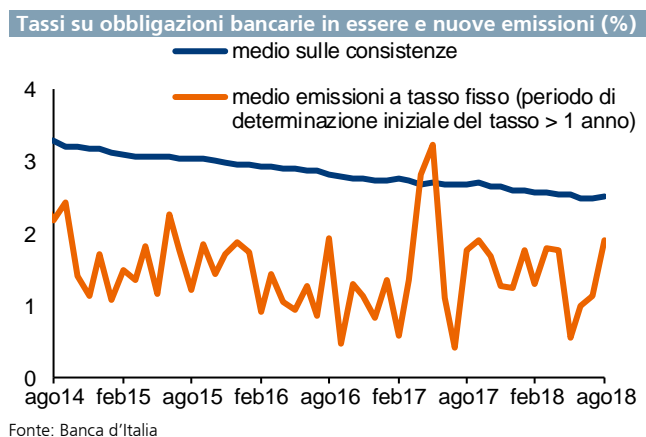
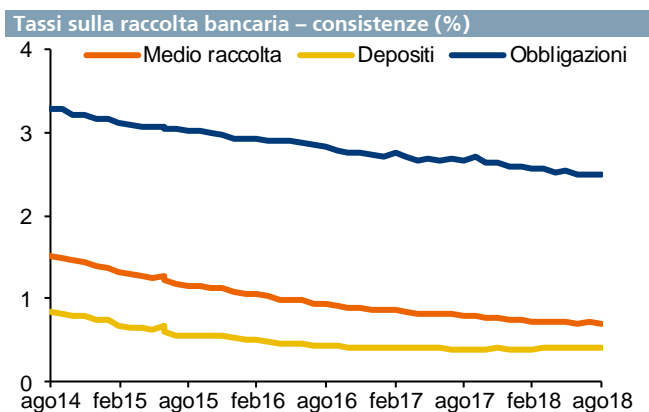


Tassi medi sui depositi con durata prestabilita: nuove operazioni e consistenze in essere (%)

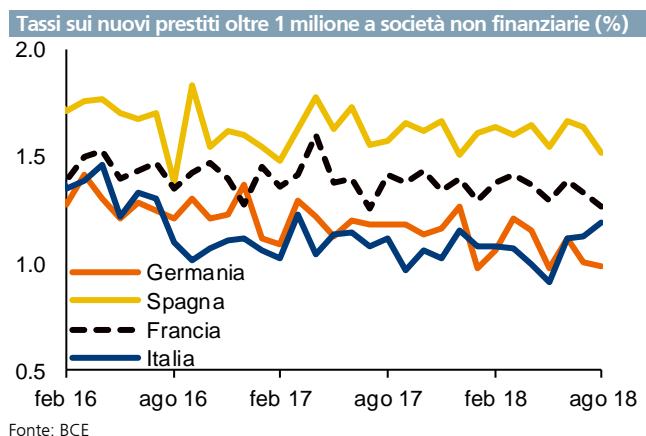
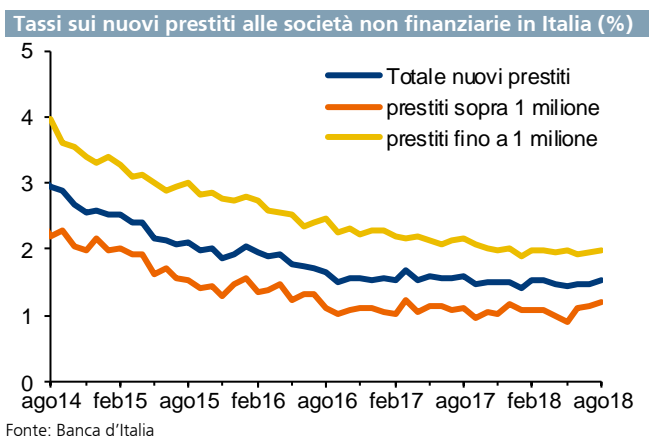


Cenni di recupero si osservano nei tassi sui nuovi depositi a tempo Con riguardo a quelli corrisposti alle famiglie, dopo due mesi di risalita, il tasso sulle durate più lunghe si è fermato a 0,85%, dallo 0,86% di luglio. All'opposto, ad agosto il tasso sulle durate inferiori a 1 anno ha recuperato leggermente a 0,64% dal minimo storico di 0,59% segnato a luglio. Al contempo, il tasso sui depositi con durata prestabilita delle imprese ha registrato un ulteriore rialzo a 0,52%, scostandosi dallo 0,44% segnato a luglio e nella media del 1° semestre. Ciò considerato, anche il tasso medio complessivo a famiglie e imprese si è ripreso ad agosto a 0,69%, dallo 0,62% di luglio e della media dei sei mesi precedenti.

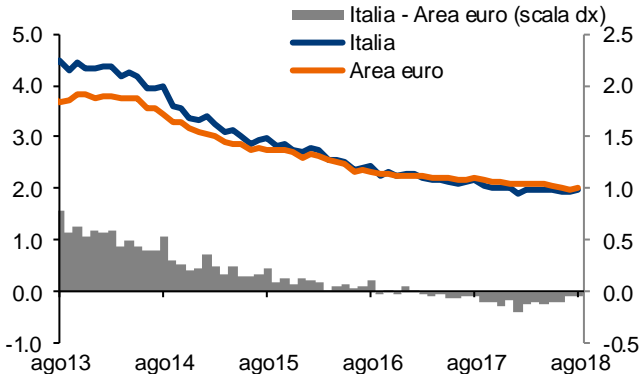
Per quanto riguarda il **tasso medio sullo stock di obbligazioni**, ad agosto si è osservato un aggiustamento marginale a 2,50% dal minimo storico di 2,49% dei due mesi precedenti. A settembre, secondo le stime ABI, il tasso sarebbe ritornato in calo a 2,43%. Pertanto, ad agosto il **costo complessivo della raccolta da clientela si è sostanzialmente assestato a 0,71%, in linea con luglio, ma è visto in lieve riduzione a settembre** (per -1pb m/m) sulla base delle stime ABI.



Dal lato dei **tassi sui prestiti provengono prime indicazioni di ripresa dei tassi sui flussi**, mentre quelli sugli stock restano stabili. Il **tasso medio sulle erogazioni alle società non-finanziarie risulta in risalita ad agosto, a 1,55% (+6pb m/m)**. La tendenza non sarebbe confermata per settembre, secondo le stime ABI, che vedono il tasso in ribasso addirittura a 1,41%. Tale livello rappresenterebbe il nuovo minimo di sempre. Guardando alle componenti, il recupero di agosto è stato determinato soprattutto dal tasso sui nuovi prestiti di maggiore entità, salito con continuità dal minimo di 0,91% di maggio all'1,19% di agosto. Anche il tasso sulle erogazioni inferiori a 1 milione è risultato in recupero ad agosto, sebbene più contenuto e pari a +3pb m/m, col tasso risalito a 1,98%.

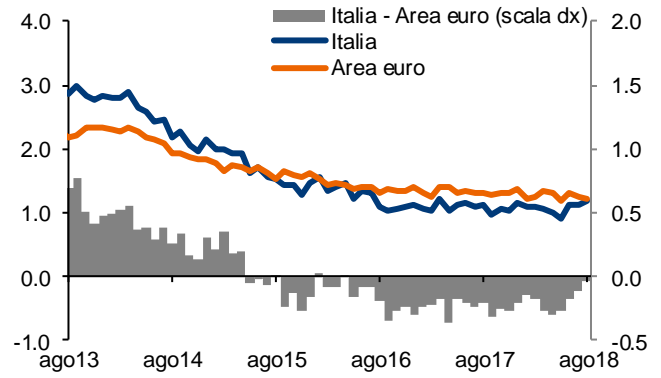


Tasso medio sui nuovi prestiti di importo fino a 1 milione alle società non finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)



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

Tasso medio sui nuovi prestiti di importo superiore a 1 milione alle società non finanziarie, confronto Italia - Area euro (%)

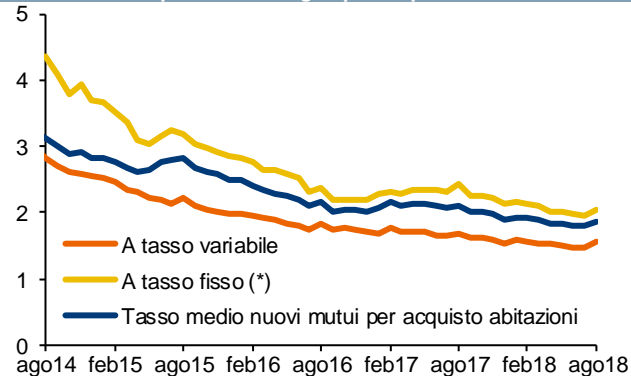


Fonte: Banca d'Italia, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel confronto europeo, i tassi italiani si confermano più bassi, ma ormai solo di poco. Infatti, anche ad agosto il differenziale negativo è risultato ristretto. Quello tra il tasso italiano sui prestiti fino a 1 milione e la media dell'area euro si è confermato dimezzato rispetto al secondo trimestre, pari a -5pb. Per il tasso sui nuovi prestiti oltre 1 milione, il differenziale negativo con l'Eurozona si è ridotto a soli 4pb. Da notare che a maggio era pari a -30pb.

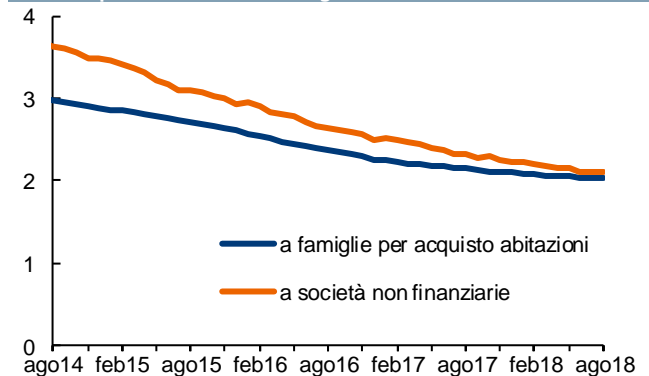
Ad agosto, dopo sei mesi in lieve calo, anche i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni sono risaliti, lasciandosi alle spalle il nuovo minimo storico toccato a luglio. Il medio è aumentato di 6pb m/m a 1,85%, ma le anticipazioni ABI per settembre lo vedono nuovamente a 1,79%. Ad agosto, sia il tasso fisso, sia il variabile sono aumentati in misura simile su base mensile. Il tasso fisso è tornato sopra il 2%, posizionandosi a 2,04% (+8pb m/m). Il tasso variabile è aumentato di 7pb m/m a 1,55%.

Tassi sui nuovi prestiti a famiglie per acquisto di abitazioni (%)



Nota: (*) Periodo di determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni
Fonte: Banca d'Italia

Tassi sui prestiti in essere a famiglie e a società non finanziarie (%)

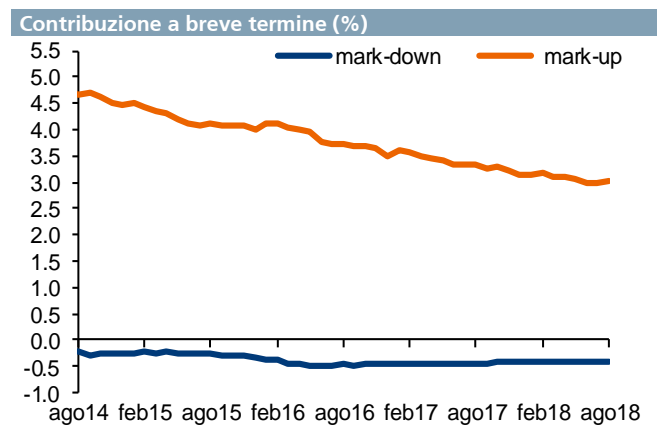


Fonte: Banca d'Italia

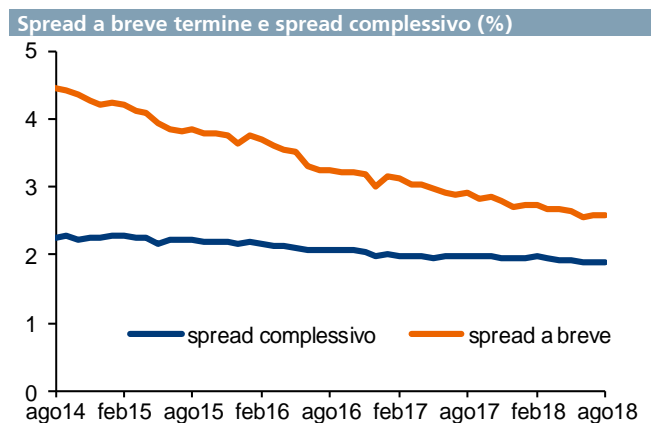
Per quanto riguarda i tassi sugli stock dei prestiti, si è osservata una stabilizzazione. Ad agosto il tasso complessivo sui prestiti a famiglie e imprese è risultato fermo a 2,60%, come nei due mesi precedenti, ma è visto in calo di 2pb m/m a settembre, secondo le anticipazioni ABI.

Pertanto, considerato che anche il costo della raccolta è risultato invariato, ad agosto la forbice tra tassi attivi e passivi si è stabilizzata a 1,89% ma, sulla base delle stime ABI, potrebbe tornare in lieve calo a settembre. La contribuzione dei depositi a vista è rimasta invariata ad agosto, col

mark-down² a breve fermo a -0,42%, come nei due mesi precedenti. Il mark-up si è allargato lievemente, tornando poco sopra il 3% (3,01%).



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



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

² Differenza tra Euribor a 1 mese e tasso sui conti correnti di famiglie e imprese.

Stabile la crescita dello stock di prestiti alle imprese, ma rallentano le erogazioni

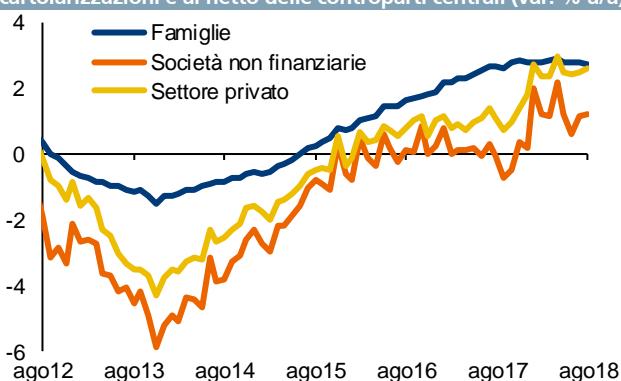
I prestiti alle società non finanziarie si sono confermati in aumento per il decimo mese consecutivo, al passo moderato dell'1,2% a/a ad agosto. L'evoluzione resta differenziata per settore di attività, col proseguimento della crescita dei prestiti all'industria manifatturiera e ai servizi, mentre il credito alle costruzioni è rimasto in calo, benché attenuato. E' continuata la dinamica robusta dei prestiti alle famiglie, alla velocità del 2,7%. In particolare, agosto ha confermato il ritorno alla crescita dei volumi relativi a nuovi contratti di mutuo e la ripresa delle rinegoziazioni, benché a un passo moderato. Nel complesso, i prestiti al settore privato hanno mantenuto un ritmo del 2,6% a/a, con un rallentamento stimato dall'ABI al 2,4% per settembre, che però incorpora un miglioramento a +2,1% a/a della crescita della componente relativa a famiglie e imprese, dal +1,9% di giugno e luglio.

Elisa Coletti

Ad agosto, per il decimo mese consecutivo, è proseguito **l'aumento moderato dei prestiti alle società non-finanziarie, a un ritmo dell'1,2% a/a, pressoché in linea con l'1,1% di luglio** (dati corretti per le cartolarizzazioni).

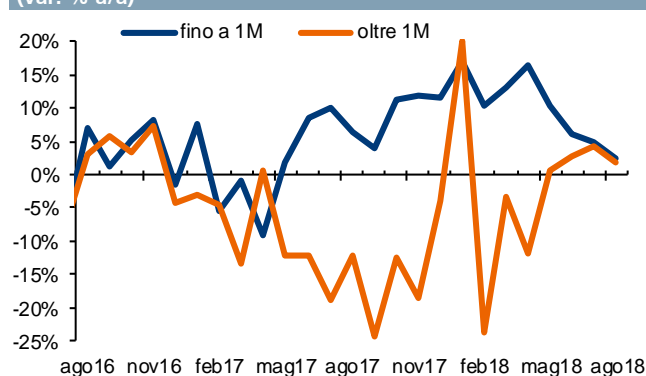
I flussi lordi per dimensione del prestito (che non comprendono i finanziamenti in conto corrente) hanno confermato il trend di **rallentamento dei flussi fino a 1 milione**, in crescita del 2,4% a/a ad agosto, dopo il +5,0% a/a a luglio. Si tratta della variazione più bassa registrata da maggio 2017, quando era iniziata la fase espansiva di questa fascia di prestiti. Ad un ritmo simile, del 2,0% a/a, sono aumentate le erogazioni oltre a 1 milione, dopo il 4,6% di luglio confermando la moderata 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 rallentato** a +2,2% a/a ad agosto, da una crescita media del 4,7% a/a nei tre mesi precedenti.

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

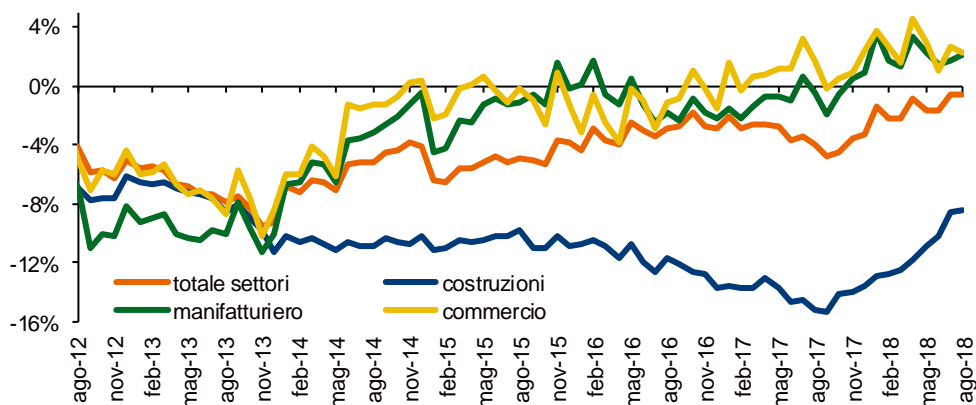
Erogazioni effettive alle società non finanziarie - flussi (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Differenze permangono in base all'attività economica delle imprese. Il Bollettino economico di ottobre della Banca d'Italia riporta una **continua crescita dei prestiti alle società non-finanziarie dei servizi** (1,8% a/a ad agosto) e a quelle del settore manifatturiero (+3,3%, dati corretti per le cartolarizzazioni) mentre **i prestiti alle costruzioni sono rimasti in calo, sebbene lievemente più contenuto** (-2,5%). Queste indicazioni sono confermate dall'andamento dei prestiti vivi, che vedono il **proseguimento della crescita anche per il commercio**, pari a 2,2% ad agosto (al netto delle sofferenze e incluse le famiglie produttrici, si veda il grafico seguente).

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

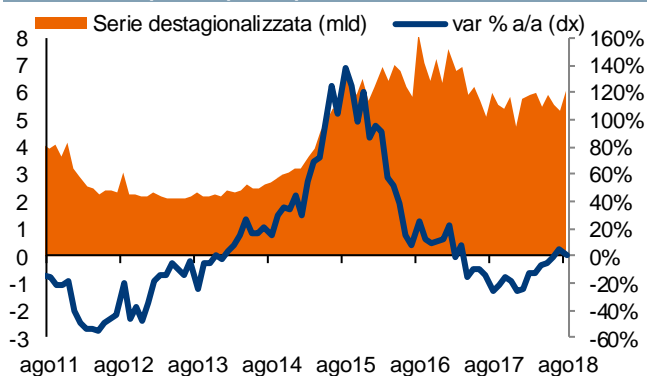


Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per i **prestiti alle famiglie**, la dinamica si conferma solida, del **2,7% a/a ad agosto**, solo lievemente più moderata rispetto al 2,8% medio dei sette mesi precedenti (dati corretti per le cartolarizzazioni). L'**espansione interessa sia i mutui, sia il credito al consumo**. In particolare, il **credito al consumo concesso dalle banche continua a mostrare volumi di nuove operazioni mensili in aumento**, benché decisamente più moderato da metà 2018, pari a +7% a/a ad agosto. Da giugno la dinamica delle erogazioni ha frenato in modo brusco, 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 resta in aumento, dell'8,5% a/a ad agosto**, come a luglio.

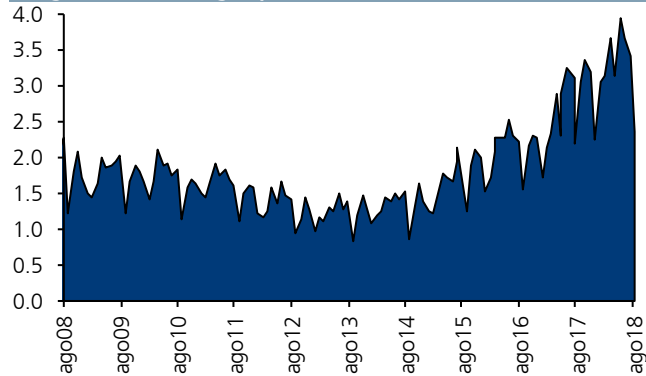
Per i **mutui residenziali**, agosto ha confermato il ritorno alla crescita delle erogazioni mensili, ma il ritmo si è fatto più contenuto, dell'1,2% a/a rispetto al 5,5% di luglio quando il segno della variazione era tornato positivo, per la prima volta dopo 15 mesi di cali senza soluzione di continuità (-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 sono risultate in crescita del 5,8% a/a**, dopo il 4,6% di luglio, con un dato cumulato che vede un'attenuazione sensibile del calo, a -1,7% da inizio anno, a sua volta influenzato dal trend negativo fino a maggio. Come da attese, questa evoluzione ha anticipato una ripresa delle erogazioni.

Flussi lordi di prestiti per acquisto di abitazioni



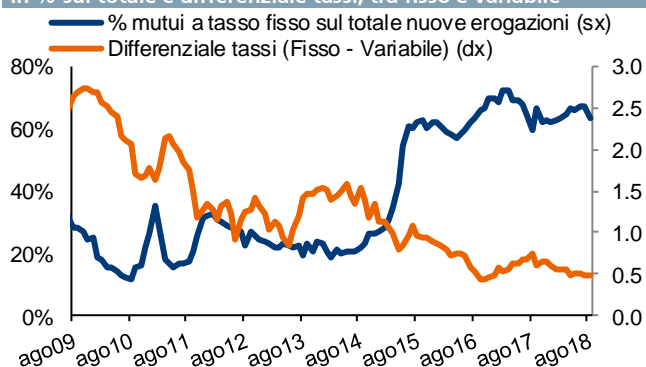
Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Erogazioni alle famiglie per credito al consumo (EUR mld)



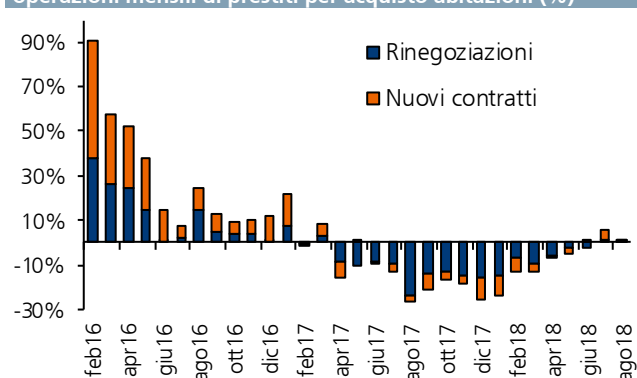
Fonte: Banca d'Italia

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

La crescita delle erogazioni lorde di agosto è spiegata in misura pressoché analoga dai nuovi contratti e dalle rinegoziazioni, diversamente da luglio quanto i nuovi contratti erano stati determinanti. Su 1,2 punti di crescita, 0,5 sono dovuti ai nuovi contratti, cresciuti soltanto dello 0,7% a/a dopo il 5,6% a/a di luglio. Anche le rinegoziazioni sono rimaste in aumento, sebbene pari a un modesto 1,2% a/a, dopo il ritorno alla crescita emerso a luglio, del 5,3% a/a che ha interrotto un calo durato 15 mesi. In termini di quota sul totale delle erogazioni, le rinegoziazioni sono risalite al 33,5%, un dato che risente delle regolarità stagionali e che non può essere considerato come indicativo di una tendenza (19,8% la quota di luglio, che confermava l'andamento in calo già visto i mesi precedenti).

Coerentemente con la ripresa delle rinegoziazioni, agosto ha confermato il ritorno alla crescita delle erogazioni a tasso fisso, dell'8% a/a, in linea con quanto emerso a luglio (+9%) dopo alcuni mesi di frenata del calo (-2% a/a a giugno, da -25% del 1° trimestre 2018). Al contempo, le erogazioni a tasso variabile sono rimaste in riduzione, pari ad agosto a -9,2% a/a dal -1,3% di luglio, dopo essere risultate in aumento da febbraio a maggio. Dato il livello sempre molto basso dei tassi d'interesse, i mutui a tasso fisso sono rimasti preponderanti, pari al 64% del totale delle erogazioni lorde.

Nel complesso, i prestiti al settore privato hanno mantenuto il ritmo del 2,6% segnato in media nei sette mesi precedenti (dati al netto delle controparti centrali e corretti per le cartolarizzazioni). Le stime ABI danno un leggero rallentamento a +2,4% a settembre, che però incorpora un miglioramento a 2,1% a/a per la componente relativa al totale dei prestiti a famiglie e società non finanziarie, dall'1,9% a/a di giugno e luglio.

L'aumento dei depositi continua a compensare il calo delle obbligazioni

Anche ad agosto la crescita dei conti correnti ha rallentato leggermente, dopo il picco di giugno, ma è rimasta sostenuta, pari a +7,4% a/a. L'andamento dei conti delle famiglie risulta pressoché costante e quelli delle imprese tornano a registrare un afflusso mensile significativo con una crescita annua vivace. In parallelo, anche ad agosto si è accentuato il calo dei depositi con durata prestabilita. Di conseguenza, la crescita dei depositi bancari ha frenato. Al contempo, il calo delle obbligazioni è rallentato. Nel complesso, la raccolta da clientela ha confermato una variazione vicina allo zero, seppure ancora positiva, pari a +0,3% a/a come a luglio e sostanzialmente in linea anche a settembre secondo le stime ABI. Incluso il rifinanziamento BCE, ad agosto, come già a luglio, la raccolta bancaria totale è risultata invariata anno su anno.

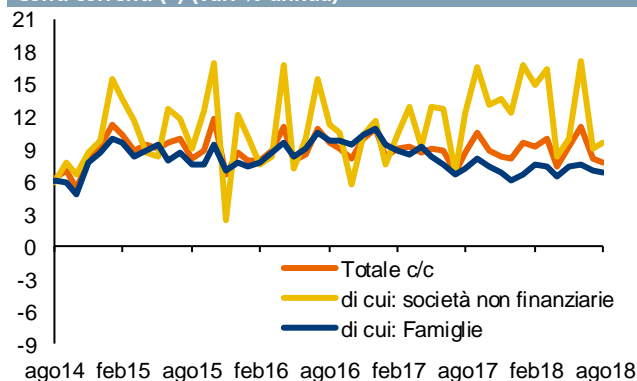
Elisa Coletti

Ad agosto la crescita dei conti correnti ha mantenuto un passo sostenuto, pari a +7,4% a/a, ma più moderato rispetto al 1° semestre quando in media l'aumento era stato del 9,3%. I conti correnti delle famiglie hanno mostrato un ritmo pressoché in linea con i mesi precedenti, in aumento del 6,9% a/a, dopo il 7% di giugno. I conti correnti delle imprese, strutturalmente più volatili, hanno registrato addirittura un leggero rafforzamento della dinamica, pari a +9,6% a/a dal 9,1% di luglio, con un afflusso di 7,2 miliardi m/m dai 18 miliardi defluiti il mese precedente.

In parallelo, è **proseguito il calo dei depositi con durata prestabilita, che si è accentuato ulteriormente**, a -19,8% a/a confermando quanto già osservato a luglio (-18,2% a/a da -16,8% del 2° trimestre). In valore, i depositi con durata prestabilita si sono ridotti di quasi 1,5 miliardi m/m, con un saldo netto cumulato di -11,3 miliardi da inizio anno, superiore alla flessione registrata nello stesso periodo del 2017. Ciò considerato, **la crescita dei depositi bancari ha frenato ulteriormente ad agosto, a +4,3% a/a dal +4,7% di luglio**, rispetto al massimo del 2018 di 6,8% registrato a giugno e una media di 5,6% nel 1° semestre, ma in linea col 4,4% di fine 2017. Secondo le anticipazioni ABI, il rallentamento è proseguito a settembre (a +3,6% a/a da +4,2% di agosto su dati omogenei). Tuttavia, resta il fatto che i depositi bancari sono in crescita costante da oltre sei anni, con un tasso di variazione medio nel periodo del 4,4%.

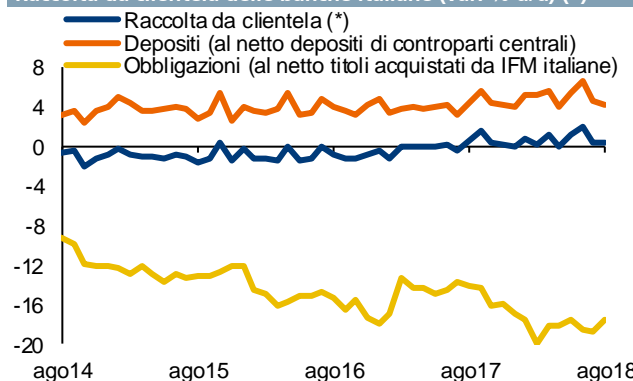
Per le obbligazioni, il trend è rimasto in forte calo, benché attenuato a -17,5% a/a dal -18,7% di luglio, mentre per settembre ABI stima una riduzione di -16,2% a/a. Pertanto, ad agosto **la raccolta da clientela ha confermato una variazione prossima allo zero (+0,3% a/a come a luglio), sebbene ancora positiva**, dopo il balzo al +2,0% a/a osservato a giugno. L'andamento è atteso ancora quasi invariato a settembre, a +0,2%, secondo le stime ABI. Includendo il rifinanziamento BCE, il cui ammontare è inferiore del 3,9% rispetto a un anno prima³, e la provvista estera, **ad agosto, come già visto a luglio, la raccolta bancaria totale è risultata stabile anno su anno**, dopo una crescita dell'1,3% a/a a giugno.

Conti correnti (*) (var. % annua)



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

Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (*)



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

³ Tale andamento risente di un effetto base in quanto a marzo 2017 è stata effettuata l'ultima TLTRO2.

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@intesasnpaolo.com

Servizio Industry & Banking**Ufficio Banking**

Elisa Coletti (Responsabile)

02 87962097

elisa.coletti@intesasnpaolo.com

Valentina Dal Maso

0444 339871

valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com

Federico Desperati

02 87962513

federico.desperati@intesasnpaolo.com

Clarissa Simone

02 87935939

clarissa.simone@intesasnpaolo.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).

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/script/sir0/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 Emittenti 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/scripts/sir0/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.