

## FINANZA

### ***La settimana finanziaria***

di Mediobanca S.p.A.



# MEDIOBANCA

#### **IL PUNTO DELLA SETTIMANA: rapporto deficit/Pil italiano al 2.4% per i prossimi tre anni**

- La prima reazione dei mercati finanziari è stata negativa
- Aumenta l'incertezza e il rischio di declassamenti da parte delle agenzie di rating
- Aumenta il rischio di condizioni finanziarie più restrittive

Ieri sera il Consiglio dei Ministri ha ufficializzato un target Deficit/PIL pari al 2.4% per i prossimi 3 anni -ovvero lungo tutto l'orizzonte di previsione 2019-21 -, al di sopra delle attese di mercato e dell'obiettivo più prudente, proposto dal MEF, pari all'1.6% per un anno. Contemporaneamente, il consiglio dei Ministri ha pubblicato un comunicato contenente i principali punti della futura legge di bilancio:

1. cancellazione degli aumenti Iva previsti per il 2019;
2. introduzione del **reddito di cittadinanza**, con la contestuale riforma e potenziamento dei Centri per l'impiego;
3. introduzione della **pensione di cittadinanza**;
4. superamento della legge Fornero con nuove **modalità di pensionamento anticipato per favorire i giovani**;
5. 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;
6. **taglio dell'imposta sugli utili d'impresa** (Ires) per le aziende che reinvestono i profitti e assumono lavoratori aggiuntivi;
7. **rilancio degli investimenti pubblici** attraverso l'incremento delle risorse finanziarie, rafforzamento delle capacità tecniche delle amministrazioni centrali e locali nella fase di progettazione e valutazione dei progetti, nonché una maggiore efficienza dei processi decisionali a tutti i livelli della pubblica amministrazione, delle modifiche al

Codice degli appalti e la standardizzazione dei contratti di partenariato pubblico-privato;

8. **programma di manutenzione straordinaria della rete viaria e di collegamenti italiana** a seguito del crollo del ponte Morandi a Genova. Per questa voce, in considerazione delle caratteristiche di eccezionalità e urgenza degli interventi programmati, si intende chiedere alla Commissione europea il riconoscimento della flessibilità di bilancio;
9. **politiche di rilancio dei settori chiave dell'economia**, in primis il manifatturiero avanzato, le infrastrutture e le costruzioni;
10. **stanziamento di risorse per il ristoro dei risparmiatori danneggiati dalle crisi bancarie.**

**La Nota di aggiornamento del DEF, completa delle proiezioni dovrebbe essere pubblicata entro il fine settimana**, consentendo, così, di valutare tutte le ipotesi sottostanti alle proiezioni. Per ora, **restano molte le incertezze sull'effettivo contorno della manovra**, ad esempio non è ancora stata comunicata alcuna indicazione ufficiale riguardo al quadro macroeconomico sottostante lo scenario programmatico.

**Ricordiamo, inoltre, che l'iter di approvazione per la legge di bilancio è ancora lungo.** Dopo che il Ministero delle Finanze italiano avrà pubblicato il suo programma di stabilità aggiornato, **il Governo presenterà una nota al Parlamento sulla legge di bilancio del 2019.** Questa nota è il veicolo con il quale il Governo chiede l'autorizzazione del Parlamento per aumentare il deficit pubblico e far fronte alle misure incluse nel bilancio. Il voto parlamentare dovrebbe avvenire, poi, entro due settimane. La prossima scadenza è il 15 ottobre, data entro cui **l'Italia deve presentare il Documento Programmatico di Bilancio (DPB) alla Commissione Europea**, illustrando all'Europa il proprio progetto di bilancio per l'anno successivo. Questo documento includerà dettagli sulle misure economiche e fiscali che saranno attuate nel 2019-2021 e stime delle risorse necessarie per finanziare tali misure. In particolare, il documento conterrà l'obiettivo di saldo di bilancio e le proiezioni delle entrate e delle spese. Al DPB viene allegato, inoltre, un documento contenente la metodologia, i modelli economici e le ipotesi e ogni altro parametro alla base delle previsioni di bilancio e l'impatto stimato delle misure aggregate di bilancio sulla crescita economica. **La Commissione Europea pubblicherà il suo primo parere sul progetto di bilancio 2019 entro il 30 novembre** e il suo parere finale nella primavera 2019. Nel suo primo parere, la Commissione Europea valuterà se il governo italiano ha recepito o meno nel DPB le raccomandazioni specifiche pubblicate dalla Commissione stessa a maggio e basate sul programma di stabilità presentato dal precedente Governo.

**Il Governo presenterà la legge di bilancio 2019 al Parlamento Italiano entro il 20 ottobre.** Le commissioni di bilancio delle due camere discuteranno la legge di bilancio e proporranno poi degli emendamenti. La legge sarà, quindi, votata dalla Camera dei Deputati e dal Senato, separatamente e in sequenza. Il processo prevede tre diversi passaggi: (i) la legge di bilancio è votata da una delle due Camere (ad esempio la Camera dei Deputati); (ii) è quindi discussa, modificata e votata nell'altra camera (ad esempio il Senato); (iii) la versione finale (approvata dal Senato) è quindi votata - senza ulteriori modifiche - dalla Camera. **La votazione finale deve avvenire entro il 31 dicembre 2018.** La legge di bilancio 2019 entra in vigore il 1 ° gennaio 2019. Il voto finale può essere posticipato per un massimo di 4 mesi, cioè fino a fine aprile

2019. In questo caso sarebbe posto in essere un "ciclo di budget temporaneo". Durante questo periodo, la capacità di spesa per ciascuna linea del bilancio sarebbe limitata a un dodicesimo del bilancio esistente, per ciascun mese.

**Una politica fiscale così espansiva e apparentemente poco efficace nel rilanciare il paese metterà, verosimilmente, sotto pressione gli attivi italiani: inasprirà le discussioni con la Commissione Europea, che potrebbe chiedere una modifica alla manovra proposta ed aumenterà il rischio di declassamenti del rating del debito sovrano italiano.**

A tal riguardo, il primo appuntamento sarà per il 26 e 31 ottobre quando le agenzie di rating Standard&Poors e Moody's (rispettivamente) dovranno rivedere il rating sul debito sovrano italiano. Difficilmente le due agenzie ravviseranno nella manovra presentata un sentiero di miglioramento, almeno marginale, del deficit nominale e strutturale, e un calo del debito. **Un downgrade di un notch da parte di una o più agenzie di rating** (portando il nostro merito creditizio al limite dell'*investment grade*) è a questo punto probabile ed **eserciterebbe un'ulteriore pressione sulle attività italiane, inasprendendo le condizioni finanziarie del paese e pesando sui costi di finanziamento di famiglie e imprese. La reazione a caldo dei mercati finanziari marcatamente negativa ci conferma questa lettura.**

## SETTIMANA TRASCORSA

### EUROPA: le indagini dei singoli paesi confermano il rallentamento del settore manifatturiero

In Francia, l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere elaborato dall'INSEE ha registrato un **calo più forte del previsto a 107** (consenso 109, valore precedente 110). Lo spaccato dell'indice mostra un calo della produzione corrente, ma anche un brusco calo degli ordini sia domestici sia esteri, che registrano un minimo da dicembre 2016. Parte del calo è spiegato dalla riduzione delle scorte di magazzino. Il dato di settembre conferma il rallentamento del settore manifatturiero francese, dopo un primo semestre piuttosto buono (+1.8% a/a medio) e due mesi, luglio e agosto, di crescita vigorosa. In **rallentamento anche l'indice IFO in settembre a 103.7** (consenso 103.2, valore precedente 103.9), restando comunque ad un livello coerente con una crescita economica tedesca sopra il 2%. L'indice delle condizioni attuali è rimasto invariato ad un livello elevato pari a 106.4 (da 106,5), mentre le aspettative sono diminuite solo leggermente a 101 (da 101,3). La scomposizione per settore conferma il risultato di altre indagini secondo cui il rallentamento rispetto al forte ritmo di crescita dello scorso anno riflette gli sviluppi nel settore manifatturiero, mentre il settore dei servizi mantiene una fiducia su livelli elevati (a 32,5, invariato rispetto al valore di agosto), riflettendo presumibilmente la forza dell'economia nazionale e del mercato del lavoro. Il commercio beneficia di consumi solidi con l'indice di fiducia per il commercio al dettaglio che a settembre è avanzato a 5,1 da 1,3. In calo anche l'indice aggregato **Economic Sentiment Indicator (ESI)** per l'intera Area Euro sceso a 110,9 da 111,6 del mese precedente. Il declino dell'ESI da 111,6 a 110,9 è il nono calo consecutivo, che porta l'indice al livello più basso da 15 mesi. In settembre l'inflazione *headline* per l'intera Area Euro è aumentata 2,1% a/a dal precedente 2,0% a fronte di un rallentamento dell'inflazione core, sceso a 0,9% dal precedente 1,0%.

Pertanto **l'aumento dell'inflazione headline riflette interamente l'aumento dell'inflazione alimentare e energetica.** Guardando alla scomposizione per paesi, il dato risente del robusto incremento dell'inflazione tedesca (2,2% a/a armonizzato da 1,9% a/a del mese precedente) controbilanciato dal rallentamento del CPI francese (2,5% a/a dal 2,6% a/a del mese precedente) e italiano (1,6% a/a come ad agosto).

### **USA: la Fed prosegue il rialzo dei tassi ma con gli occhi puntati sui dati**

Durante **la riunione di settembre il FOMC ha votato, all'unanimità, per aumentare l'intervallo obiettivo del tasso sui fed funds di 25 pb, portandolo al 2,00-2,25% e ribadendo la sua strategia di rialzi graduali e condizionali all'evoluzione della congiuntura economica statunitense.** Il FOMC ha modificato il linguaggio con cui descrive la propria politica monetaria, non definendo più il proprio atteggiamento come "accomodante" e mantenendo invariato il giudizio sull'economia, descritta come "forte", e sull'inflazione, ancora caratterizzata essenzialmente da stabilità intorno all'obiettivo del 2%. L'eliminazione del termine "accomodante" non deve essere interpretata come "un cambiamento nel probabile sentiero di policy" ma che "quel linguaggio ha esaurito la sua vita utile ed oggi non è più necessario rassicurare i mercati". Inoltre, Powell ha segnalato implicitamente un cambio di passo nella politica monetaria rispetto ai suoi due predecessori, rimodulando la confidenza della Fed e del FOMC sulle previsioni dei modelli economici: la Fed non vuole suggerire di conoscere con precisione quando la politica monetaria cesserà di essere accomodante per divenire restrittiva e per questo guarderà all'evoluzione dei dati economici. In particolare, monitorerà se ci dovesse essere un rallentamento marcato nei tassi di occupazione, un'accelerazione dell'inflazione e/o un inasprimento delle condizioni finanziarie, che segnalerebbero che la politica monetaria stia diventando restrittiva. Relativamente al "dots plot" e alle proiezioni delle variabili economiche: la mediana per il 2018 incorpora quattro rialzi dei tassi, tre rialzi nel 2019 (il FOMC è equamente diviso tra 2, 3 e 4 aumenti), un rialzo nel 2020 e stabilità nel 2021 a 3,4%, sebbene qualche partecipante inizi a prevedere i tassi in discesa; la previsione del tasso di interesse di lungo termine è salita al 3.0% dal precedente 2,9%, sulla scorta di aspettative più ottimiste sulla crescita economica nel 2018-2019; le proiezioni di crescita sono aumentate moderatamente per l'anno in corso e per il successivo (+3.1% da +2.8% nel 2018, a 2.5% da 2.4% nel 2019), mentre è rimasta invariata la stima della crescita di lungo periodo; i rischi per le prospettive economiche restano infine «bilanciati». **Bene gli ordini di beni durevoli**, che in agosto sono saliti del 4,5% m/m (consenso 1,9%, valore precedente -1,2%). **Le vendite di nuove case ad agosto aumentano a 629 mila, da 608 mila di luglio** (rivisto da 627 mila). Il rialzo di agosto, accompagnato da revisioni verso il basso dei mesi precedenti, segue due mesi di correzioni, e non modifica il trend debole dell'attività del settore immobiliare residenziale, dovuto a scarsità di offerta e prezzi elevati. **Le richieste iniziali di disoccupazione sono salite a 214K contro il consenso per 210K. La seconda revisione per il PIL del secondo trimestre è rimasta invariata al 4,2%.**

### **ASIA: verbali della BoJ**

**La BoJ ha pubblicato i verbali della riunione del 31 luglio**, che aveva visto molte modifiche, fra

cui l'introduzione  *della forward guidance* sui tassi e della flessibilità negli acquisti di JGB e allargato l'intervallo di fluttuazione dei rendimenti a lungo termine. I verbali riportano che la maggior parte dei membri del Comitato ritiene appropriato mantenere lo stimolo monetario "in modo persistente", anche se alcuni membri sottolineano l'importanza di monitorare gli effetti collaterali delle misure in atto. Alcuni membri pensano che sia opportuno attuare uno stimolo prolungato e ritengono che la *forward guidance* sia utile per contrastare le aspettative di uscita. Sull'intervallo di fluttuazione dei rendimenti un membro ritiene adeguato un range di 0,25% e un altro pensa che non sia necessario impedire fluttuazioni di segno negativo. Nel complesso i verbali non modificano la valutazione delle modifiche attuate a luglio, che rispecchia l'obiettivo di allentare la politica monetaria il più possibile e di convincere il mercato che la svolta è ancora lontana. Kuroda recentemente ha ripetuto che il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione richiede più tempo di quanto atteso. Pertanto, il governatore della BoJ ha ribadito che la banca centrale prosegue con il "potente" stimolo monetario e che non c'è una tempistica già definita riguardo alla sua durata. Per questo, secondo Kuroda, è particolarmente importante l'impegno a mantenere i tassi sui livelli attuali, estremamente bassi, per un periodo prolungato, pur riconoscendo che ciò non implica tassi a questi livelli per sempre. La BoJ continuerà a tenere sotto controllo il funzionamento del mercato dei JGB. **La produzione industriale giapponese è tornata ad aumentare in agosto (0,7% m/m) in agosto**, riportando il primo aumento in quattro mesi (consenso dell'1,5% m/m, valore precedente -0,2% m/m). Il valore di agosto è stato guidato dalla produzione dei mezzi di trasporto, attrezzature di produzione generale e materie plastiche. Il forte rimbalzo delle spedizioni ha ridotto le scorte per il terzo mese. Le spedizioni di beni capitali sono aumentate (implicazioni positive per la spesa in conto capitale). In Cina **il rapporto Beige Book ha evidenziato che le imprese erano in difficoltà già prima dell'implementazione dei dazi statunitensi**, come indicato dal marcato aumento dei prestiti alle società, confermando così che il rallentamento della Cina è dovuto sia alle tensioni commerciali sia alla riduzione della leva finanziaria. In particolare difficoltà verso il settore manifatturiero.

## PERFORMANCE DEI MERCATI



**EVOLUTION**  
**Euroconference**

Ogni giorno ti diamo le risposte che cerchi,  
calde come il tuo primo caffè.

Aggiornamenti, approfondimenti e operatività,  
in un unico portale realizzato da professionisti per i professionisti.

richiedi la prova gratuita per 15 giorni >