

Il punto

A giudicare dalle stime BIS di *credit gap*, il rischio di bolle del credito è più marcato in Cina che nei paesi avanzati ove l'espansione monetaria è stata più aggressiva. Altri indicatori, però mostrerebbero segnali di sofferenza fra le imprese in crescita anche in paesi ancora in fase di espansione e con livelli molto bassi dei tassi di interesse. Questo suggerisce però che il ritiro dello stimolo dovrà essere più cauto, non più veloce.

Tax Cuts and Jobs Act: chi vince, chi perde e chi paga

La leadership repubblicana della Camera ha presentato il disegno di legge "Tax Cuts and Jobs Act" (TCJA), aprendo l'iter legislativo che dovrebbe portare all'introduzione di una riforma tributaria entro inizio 2018.

La versione della Camera del TCJA ricalca le linee guida presentate a settembre e propone compromessi operativi per raggiungere diversi obiettivi: semplificazione del sistema tributario, modernizzazione e razionalizzazione dell'imposizione sulle imprese per aumentare la competitività, riduzione delle aliquote finanziata almeno in parte attraverso ampliamento della base imponibile, aumento della neutralità impositiva fra i diversi settori. Chi paga? Essenzialmente, le generazioni future, attraverso gli aumenti di debito e deficit.

I difetti principali sono la regressività delle misure sulle famiglie, la mancanza di incentivi a favore di reddito da lavoro e risparmio, l'allargamento del deficit e l'aumento del debito, particolarmente inappropriati in una fase ciclica di pieno impiego. Il Senato intanto ha presentato la propria versione della legge, con varie differenze rispetto a quella della Camera.

L'iter della riforma sarà serrato. Nelle prossime settimane il focus si sposterà sulle modifiche in commissione alla Camera prima e al Senato poi. La creazione di deficit oltre il decennio di previsione del budget potrebbe richiedere di ridurre alcune misure e/o renderle temporanee per poter utilizzare la procedura di *reconciliation*. La necessità di avere un testo comune ai due rami del Congresso riporterà in primo piano i rischi di bocciatura in Senato.

I market mover della settimana

Nella **zona euro**, la stima flash dovrebbe mostrare il PIL nel 3° trimestre in crescita di 0,6% t/t in Germania (come in primavera), in accelerazione in Italia a 0,5% t/t da 0,3% t/t; la seconda lettura dovrebbe confermare la crescita dell'Eurozona a 0,6% t/t. L'indice ZEW potrebbe migliorare marginalmente a 17,9 da 17. L'inflazione dovrebbe essere confermata in calo di 0,1% all'1,4% nell'Eurozona, di 0,2% in Germania e Italia rispettivamente all'1,6% e all'1,1% ma stabile in Francia all'1,1%. L'inflazione è attesa risalire a novembre per effetto del rincaro dei prezzi petroliferi nelle ultime settimane, ma a inizio 2017 un effetto statistico sfavorevole frenerà il livello dei prezzi nella maggior parte dei paesi dell'Eurozona.

La settimana ha molti dati rilevanti in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini del manifatturiero a novembre dovrebbero confermare l'espansione rapida del settore. Fra i dati di ottobre, le vendite al dettaglio dovrebbero rallentare significativamente dopo il balzo di settembre, mantenendosi su un trend espansivo; la produzione industriale e i nuovi cantieri residenziali dovrebbero essere in forte rialzo; gli indici di prezzo dovrebbero restare in aumento contenuto, con il CPI *core* in rialzo di 0,1% m/m. Sul fronte politico, le Commissioni competenti del Senato inizieranno i lavori sulla riforma tributaria, mentre alla Camera potrebbe avvicinarsi il voto in aula su un testo emendato dalle Commissioni questa settimana.

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 10.11.2017

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

10 novembre 2017

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Il Punto

A giudicare dalle stime BIS di *credit gap*, il rischio di bolle del credito è più marcato in Cina che nei paesi avanzati ove l'espansione monetaria è stata più aggressiva. Altri indicatori, però mostrerebbero segnali di sofferenza fra le imprese in crescita anche in paesi ancora in fase di espansione e con livelli molto bassi dei tassi di interesse. Questo suggerisce però che il ritiro dello stimolo dovrà essere più cauto, non più veloce.

- Malgrado anni di aggressivo stimolo monetario, l'espansione del credito nei paesi avanzati è per lo più lontana dal generare preoccupazioni per possibili eccessi. Con l'eccezione del Canada, per tutti i G7 le misure di *credit gap* della BIS mostrano livelli del credito totale in rapporto al PIL non lontani dal trend. Ciò avviene malgrado la compressione dei premi per il rischio di credito causata in Europa dal programma BCE sui *corporate bonds*, il persistere dei tassi a medio e lungo termine su livelli bassi in termini nominali e reali e il lancio di programmi, come le TLTRO, che fornivano incentivi alle banche che superavano determinati benchmark di espansione creditizia. La modestia dell'espansione del credito potrebbe derivare soprattutto da carenza di domanda, come suggerirebbe anche la bassa dinamica degli investimenti fissi degli ultimi anni. Tuttavia, anche dal lato dell'offerta potrebbero esserci freni connessi alla stretta regolamentare operata dalle autorità di vigilanza e alla pressione per il rafforzamento patrimoniale. In effetti, i dati BCE mostrano qualche evidenza di disintermediazione del sistema bancario nel finanziamento delle imprese non finanziarie europee: prima della crisi, le emissioni di titoli non superavano il 5% del flusso di nuovo debito finanziario, mentre ora tale quota è del 25%. A livello globale, le passività delle imprese non finanziarie sono calate in rapporto al PIL rispetto al 2007, mentre quelle delle imprese non finanziarie e delle famiglie sono salite.
- Se in termini di volumi non c'è evidenza di eccessi, qualche indice più preoccupante di stress finanziario sembrerebbe emergere dai dati sulla copertura degli oneri finanziari delle imprese. Ciò riguarda più i paesi emergenti che quelli avanzati. Nel suo ultimo rapporto globale sul debito, IIF riferisce di un significativo aumento della quota di imprese che ha EBIT inferiore agli oneri finanziari in svariati paesi. Fra questi, le percentuali superano il 20% in Brasile, India e Turchia, sfiorano il 15% in Cina. In alcuni casi, le statistiche negative potrebbero riflettere semplicemente la coda di una fase recessiva e/o una fase di debolezza del cambio (una quota significativa del debito è in valuta estera), e perciò potrebbero presto migliorare. In altri casi (Cina) si rafforzano i segnali di allarme che provengono da altre misure di preallerta finanziaria. Infatti, la misura di *credit gap* per la Cina è del 22%, e si associa a segnali di eccessiva dinamica del credito anche per Hong Kong (*credit gap*: 35%).
- Tuttavia, non è rassicurante che lo stress finanziario stia crescendo anche in paesi caratterizzati da lunghe fasi di espansione e bassi tassi di interesse come Stati Uniti, Canada, Francia e Germania. Qui la quota di imprese in sofferenza finanziaria è ben più bassa (<10%), ma è comunque molto più alta rispetto al 2010. Da notare che IIF, invece, non rileva un peggioramento per l'Italia. Pare quindi che in molti paesi una quota sempre più grande di imprese non riesca a beneficiare di questa espansione economica. Come minimo, vi sarebbe un aumento della dispersione dei risultati economici fra le imprese (per dinamiche settoriali? O per altri cambiamenti strutturali?). Questo dell'aumento dello stress finanziario, però, è un problema che non richiede certo un cambio di passo sul fronte della politica monetaria: semmai, rafforza la necessità di essere cauti nel ritiro dello stimolo monetario.

Tax Cuts and Jobs Act: chi vince, chi perde e chi paga

Giovanna Mossetti

La leadership repubblicana della Camera ha presentato il disegno di legge "Tax Cuts and Jobs Act" (TCJA), aprendo l'iter legislativo che dovrebbe portare all'introduzione di una riforma tributaria entro inizio 2018.

La versione della Camera del TCJA ricalca le linee guida presentate a settembre e propone compromessi operativi per raggiungere diversi obiettivi: semplificazione del sistema tributario, modernizzazione e razionalizzazione dell'imposizione sulle imprese per aumentare la competitività, riduzione delle aliquote finanziata almeno in parte attraverso ampliamento della base imponibile, aumento della neutralità impositiva fra i diversi settori. Chi paga? Essenzialmente, le generazioni future, attraverso gli aumenti di debito e deficit.

I difetti principali sono la regressività delle misure sulle famiglie, la mancanza di incentivi a favore di reddito da lavoro e risparmio, l'allargamento del deficit e l'aumento del debito, particolarmente inappropriati in una fase ciclica di pieno impiego. Il Senato intanto ha presentato la propria versione della legge, con varie differenze rispetto a quella della Camera.

L'iter della riforma sarà serrato. Nelle prossime settimane il focus si sposterà sulle modifiche in commissione alla Camera prima e al Senato poi. La creazione di deficit oltre il decennio di previsione del budget potrebbe richiedere di ridurre alcune misure e/o renderle temporanee per poter utilizzare la procedura di *reconciliation*. La necessità di avere un testo comune ai due rami del Congresso riporterà in primo piano i rischi di bocciatura in Senato.

La tabella di marcia, molto ambiziosa, prevede un'approvazione intorno a fine mese, per avere la legge firmata dal presidente entro fine anno. E' possibile che i negoziati in Congresso ritardino di qualche settimana i tempi previsti. Anche se l'incertezza resta elevata, manteniamo la previsione che una riforma possa effettivamente entrare in vigore a inizio 2018, con effetti espansivi soprattutto sul primo biennio.

La leadership repubblicana ha presentato alla Camera il disegno di legge per la **riforma del sistema tributario, "Tax Cuts and Jobs Act"** (TCJA), in cui sono confermate le linee guida già diffuse a settembre e specificati i dettagli operativi. Il disegno di legge non modifica il quadro generale già noto, ma precisa gli interventi previsti sia dal lato delle famiglie, sia da quello delle imprese.

Il TCJA introduce modifiche al sistema tributario mirate a raggiungere diversi obiettivi: semplificazione del sistema tributario, modernizzazione e razionalizzazione dell'imposizione sulle imprese mirate a un aumento della competitività, riduzione delle aliquote finanziata almeno in parte attraverso ampliamento della base imponibile, aumento della neutralità impositiva fra i diversi settori. I principali effetti positivi della riforma riguardano la tassazione delle imprese, che dovrebbe aumentare la competitività sia domestica sia internazionale e gli investimenti. Sul fronte delle famiglie, i lati positivi del TCJA sono più marginali (semplificazione), mentre la regressività e una notevole dose di arbitrarietà sono degli evidenti difetti.

In generale, il **finanziamento dei tagli di imposte attraverso il deficit è un notevole neo della riforma**, soprattutto in una fase di economia al pieno impiego. Secondo il CBO, il costo complessivo "diretto" delle misure è di 1,4 tln in 10 anni, a cui si aggiungono 260 mld addizionali di interessi sul debito, per un totale di 1,660 tln. Inoltre, il probabile ampliamento dei deficit oltre il decennio di previsione del budget potrebbe determinare la necessità di limitare l'entità e/o la durata di alcune misure per poter utilizzare la procedura di *reconciliation*, rendendo i negoziati ancora più complessi.

Gli **effetti della riforma dovrebbero essere espansivi già dal 2018**, soprattutto per via delle misure relative alla tassazione delle imprese. I tempi sono molto stretti e permane incertezza sulla formulazione finale delle misure, vista la persistente spaccatura fra le diverse anime del Partito repubblicano e la risicata maggioranza al Senato. Ci sono diversi temi controversi che potranno complicare il sentiero della riforma; tuttavia, lo scenario centrale rimane di approvazione ed entrata in vigore della riforma entro inizio 2018.

1. Le imprese sono le grandi favorite dalla riforma, ma alcune lo saranno più di altre

La **tassazione delle imprese** rappresenta il nucleo della riforma, ma anche la principale fonte di calo delle entrate. Le implicazioni dovrebbero essere positive per la **competitività** dei produttori USA sia a livello domestico sia a livello internazionale. Alcuni settori e tipologie di impresa sono più favoriti di altri, e alcune misure probabilmente indurranno distorsioni nell'allocazione delle risorse. Complessivamente il giudizio è positivo. Elenchiamo qui sotto le principali novità, e nei paragrafi successivi evidenziamo alcuni punti critici.

- L'**aliquota sul reddito di impresa** cala da 35% a 20%, portando gli USA poco sotto la media OCSE (24,2%) e in linea con l'UE (22%).
- L'**aliquota massima per le società semplici** passa da 39,6% a 25%, e vengono istituite regole base per evitare abusi nella suddivisione fra reddito da lavoro e reddito da capitale in tali imprese.
- Gli **investimenti in macchinari e attrezzature effettuati nei prossimi 5 anni** possono essere ammortizzati immediatamente e l'ammortamento di spesa in conto capitale delle società semplici viene facilitato. In questo modo si incentivano gli investimenti; tuttavia, l'esclusione delle strutture e la limitazione temporale delle misure riduce gli effetti espansivi sul medio termine e introduce notevoli distorsioni.
- La tassazione delle imprese sarà basata su un **sistema territoriale, e definita esclusivamente dal reddito domestico, eliminando gli incentivi alle "inversioni fiscali"**. Nella fase di transizione, si impone un'aliquota agevolata per il **rimpatrio degli utili detenuti all'estero** all'entrata in vigore della riforma (12% su attività liquide, 5% su attività illiquide).

Gran parte delle **detrazioni e dei trasferimenti** vengono eliminati, alla luce della riduzione dell'aliquota sul reddito: la deducibilità degli interessi viene limitata al 30% degli utili (EBITDA), con l'eccezione delle imprese con reddito inferiore a 25 mln di dollari; si elimina, fra gli altri, il trasferimento per le imprese manifatturiere previsto dalla sezione 199, con l'obiettivo di avere un sistema neutrale fra settori e strumenti di finanziamento.

2. Lo stimolo alle famiglie è concentrato sulle fasce alte di reddito e distribuito in modo non omogeneo

La **tassazione delle famiglie** viene semplificata e il carico fiscale complessivamente ridotto nel 2018-27. Il TCJA prevede una riduzione del **numero di aliquote** e l'eliminazione di gran parte delle **detrazioni**, con un ampliamento della base imponibile che compensa in parte gli effetti derivanti dalla variazione delle aliquote. Il gettito netto delle imposte individuali dovrebbe calare nel prossimo decennio, ma alcune misure sono temporanee. Gli estensori del disegno di legge hanno già detto che tali misure verranno estese, ma ovviamente il loro effetto dipenderà dalla percezione dei contribuenti riguardo alla loro durata. Le modifiche del carico fiscale variano fra le varie fasce di reddito e le caratteristiche delle unità familiari, con una distribuzione di stimolo che sarà probabilmente assai ineguale.

Mediamente la riforma beneficerebbe le classi più alte di reddito; anche all'interno di ciascuna fascia, soprattutto per i redditi medio-bassi, ci saranno vincenti e perdenti a seconda dell'utilizzo attuale delle detrazioni che saranno eliminate, e della composizione familiare.

- Le **aliquote passano da sette a quattro**, con l'aliquota massima invariata a 39,6%, ma uno spostamento verso l'alto della soglia di reddito minima per tale aliquota (da 470700 a 1 mln di dollari per le coppie con denuncia congiunta). Gli scaglioni per le altre aliquote vengono modificati in modo che la grande maggioranza dei contribuenti sia tassato a un'aliquota più bassa di quella corrente. Gli scaglioni di reddito e alcuni crediti di imposta sono indicizzati con il CPI concatenato, invece che con l'indice attuale più generoso.

- Gran parte delle **detrazioni** viene eliminata, con il mantenimento solo di quelle per gli interessi sui mutui, per le donazioni di beneficenza e le imposte statali sulle proprietà immobiliari (con un massimo di 10 mila dollari). In particolare, si conferma l'annunciata eliminazione della detraibilità delle imposte statali e locali (con l'eccezione della parziale detraibilità delle imposte sulle proprietà). Per quanto riguarda gli interessi sui mutui, si riduce il tetto al valore della proprietà acquistata per poter detrarre gli interessi (a 500 mila da 1 mln di dollari). A parziale compenso delle minori detrazioni, viene aumentata la detrazione standard e il credito di imposta per i figli e introdotto un nuovo credito di imposta per familiari a carico (per solo 5 anni). Per una quota ampia di individui con redditi bassi che vedrebbero un rialzo dell'aliquota da 10 a 12% (nuova aliquota minima) e per le classi medie penalizzate dall'eliminazione di gran parte delle detrazioni, l'aumento della detrazione standard e il credito di imposta per figli e dipendenti dovrebbe determinare in media una riduzione di carico fiscale.
- L'**Alternative Minimum Tax** viene eliminata.
- L'**imposta di successione** viene eliminata su un orizzonte nel 2024. Nella fase di transizione, la soglia minima per l'applicazione dell'imposta (aliquota corrente 40%) viene innalzata a 10 mln di dollari (da 5,5 mln attuali).
- Le imposte su dividendi e capital gain sono invariate (aliquota al 23,8%).

Tab. 1 - Scaglioni di reddito ordinario per le diverse aliquote con la legislazione attuale e il Tax Cuts and Jobs Act

Current Law			Tax Cuts and Jobs Act		
10%	>	\$0	12%	>	\$0
15%	>	\$9,525	25%	>	\$45,000
25%	>	\$38,700	35%	>	\$200,000
28%	>	\$93,700	39.60%	>	\$500,000
33%	>	\$191,450			
35%	>	\$424,950			
39.60%	>	\$426,700			

Nota: gli scaglioni di reddito sono per dichiarazioni individuali. Gli scaglioni per dichiarazioni congiunte di coppie sposate o per capofamiglia sono differenti. Fonte: Tax Foundation

3. Costi complessivi maggiori rispetto alle stime ufficiali, entità degli effetti espansivi dipendente dai modelli di stima e da dettagli ancora incerti

Secondo le stime ufficiali del CBO e Joint Committee of Taxation (JCT) ¹, le misure determinano un **aumento del deficit cumulato nel prossimo decennio di 1,4 tln di dollari**, in linea con i vincoli contenuti nella risoluzione di budget approvata dal Congresso in ottobre.

A questa stima si deve però aggiungere il **costo degli interessi** generato dall'aumento di debito: tale costo è stimato a 260 mld di dollari. Inoltre, alcune misure (credito di imposta per familiari a carico, ammortamento accelerato degli investimenti) terminano dopo 5 anni. I precedenti **tagli temporanei** di imposte (come quelli introdotti da Bush) hanno spesso dato luogo a estensioni oltre la scadenza prevista.

La previsione è quindi che il sentiero del deficit nel prossimo decennio e in quelli successivi sia anche più allarmante di quello che verrà mostrato nel disegno di legge. Pertanto **l'effetto sul deficit è probabilmente sottovalutato nelle stime ufficiali, anche ipotizzando che le misure puramente fiscali costino "solo" 1,5 tln di dollari.**

¹ <https://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=5027>

Tab. 2 - Costo complessivo del TCJA nel 2018-27

Tax Cuts and Jobs Act as scored by JCT/CBO	\$1.4 trillion
Additional interest costs	\$260 billion
Total "official" cost	\$1.66 trillion
Temporary credits made permanent	\$150 billion
Temporary expensing made permanent	\$175 billion
Additional interest costs	\$30 billion
Total "real" cost	\$2.01 trillion

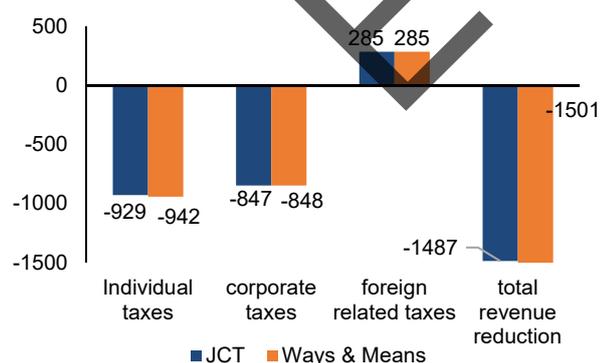
Fonte: calcoli del CRFB e stime congiunte JCT e CBO dell'8 novembre 2017, relative al TCJA. I numeri possono non sommare esattamente per via di arrotondamenti

La Tax Foundation (TF) ha stimato il **costo in termini di entrate e gli effetti macroeconomici delle singole misure con due modelli, uno statico e uno dinamico** (v. Tab. 3). Il primo non include effetti secondari sulla crescita derivanti dallo stimolo fiscale, il secondo invece incorpora il feedback dallo stimolo fiscale alla crescita e quindi alla variazione del gettito legato alle conseguenze sull'attività economica.

In termini di effetti macroeconomici, le **stime dinamiche** della TF prevedono per il **lungo termine** aumenti del PIL di 3,9%, del reddito da lavoro di 3,1%, del capitale fisso di 10,6% e di occupati di 975 mila. Al momento non sono disponibili stime da altri enti "bipartisan" e le valutazioni della TF vanno prese con cautela (la TF è esplicitamente a favore del Partito repubblicano e dell'agenda di Trump).

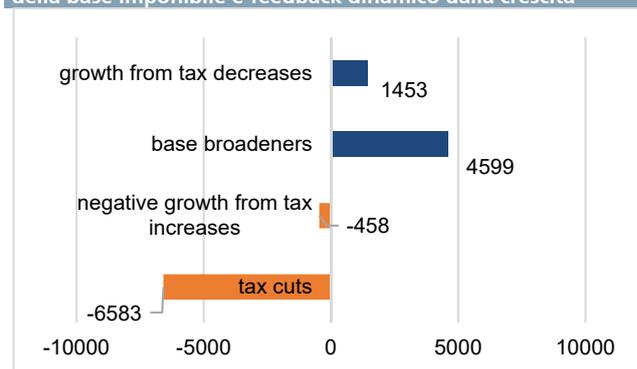
Per quanto riguarda i **costi**, la stima con il **modello statico** indica un costo di circa 2 tln di dollari, già più ampio della stima del JCT. Con il **modello dinamico**, il **costo complessivo netto delle misure è circa dimezzato** grazie agli effetti di seconda battuta derivanti dalla maggior crescita. Gli effetti aggregati della riforma sono riassunti nelle Figg. 1 e 2. La Fig. 1 riassume la disaggregazione degli effetti per tipologia di contribuente, la Fig. 2 mostra l'impatto di tagli di imposte (calo di gettito) e ampliamento della base imponibile (aumento del gettito). Con il modello dinamico, gli effetti di riduzione delle entrate sono mitigati da effetti netti sul gettito collegati a variazioni della crescita (positive per i tagli di imposte e negativi per le misure restrittive).

Fig. 1 – Effetti sul gettito per categoria



Fonte: JCT, House Ways and Means Committee. Dati in mld di dollari

Fig. 2 – Effetti sul gettito da tagli di imposta, ampliamento della base imponibile e feedback dinamico dalla crescita



Fonte: Tax Foundation. Dati in mld di dollari. Barre azzurre indicano aumento di gettito, barre arancioni indicano calo di entrate

Tab. 3 – Stime statiche e dinamiche dell'impatto economico e sul gettito nel periodo 2018-27 derivante dalle singole misure del Tax Cuts and Jobs Act

	Change in static revenue, 2018-27 (bn USD)	Change in long-run GDP	Change in dynamic revenue, 2018-20 (bn USD)
Individual			
Eliminate the individual alternative minimum tax	-\$389	-0.30%	-\$485
Consolidate the current 7 tax brackets into 4 and phase out benefit of the 12 percent bracket for high-income households	-\$1,522	0.90%	-\$1,224
Increase standard deduction to \$12,200 / \$18,300 / \$24,000	-\$1,390	0.40%	-\$1,251
Repeal personal exemptions	\$1,839	-0.60%	\$1,656
Increase the child tax credit to \$1,600. Initially, only the first \$1,000 is refundable.	-\$715	0.10%	-\$681
Increase the nonrefundable portion of the child tax credit by \$300 for each non-child household member, available for 5 years. Increase the phaseout thresholds for the child tax credit to \$230,000 for married filers and \$115,000 for other filers			
Repeal all itemized deductions except for the mortgage interest deduction (capped at \$500,000 of acquisition debt on a principal residence), the charitable deduction, and the deduction for state and local property taxes paid (capped at \$10,000), increase contribution limits for the charitable contributions deduction, repeal the Pease limitation on itemized deductions	\$1,524	-0.60%	\$1,339
Consolidate education tax benefits, repeal several personal tax credits, limit the applicability of certain refundable tax credits, repeal or limit several exclusions, and modify rules for tax-preferred retirement accounts	\$167	0.00%	\$158
Index bracket thresholds and standard deduction amount to chained CPI. Index the refundable portion of the child credit to chained CPI until it reaches \$1,600 (economic effect not modeled)	\$156	0.00%	\$156
Individual subtotal	-\$330	0.00%	-\$332
Business			
Lower the corporate tax rate to 20 percent	-\$1,536	3.10%	-\$662
Create a maximum tax rate of 25 percent on qualified pass-through business income, with several anti-abuse rules	-\$531	0.30%	-\$448
Limit interest deductions to 30 percent of adjusted earnings for businesses with over \$25 million in gross receipts	\$147	0.00%	\$143
Allow businesses to deduct 100 percent of short-lived investments for 5 years.	-\$340	0.00%	-\$262
Increase the \$179 expensing amount from \$500,000 to \$5 million, and increase the phaseout threshold from \$2 million to \$20 million			
Eliminate business credits, deductions, and other tax preferences and enact some changes to business taxation	\$488	-0.30%	\$411
Move to territorial tax system, with rules to prevent base erosion	\$56	0.00%	\$56
Enact a deemed repatriation of deferred foreign-source income, at rates of 5% and 12%	\$223	0.00%	\$223
Business subtotal	-\$1,493	3.10%	-\$538
Other			
Eliminate the estate tax	-\$160	0.90%	-\$118
Total	-\$1,984	3.90%	-\$989

Fonte: Tax Foundation Taxes and Growth Model, March 2017

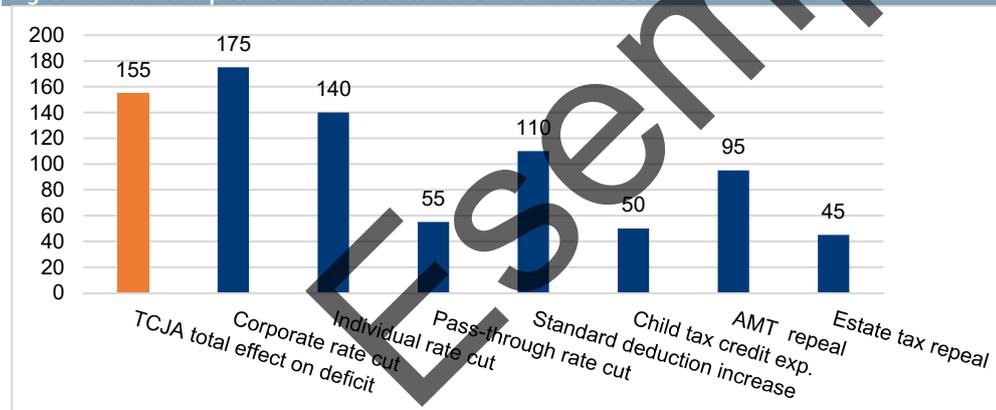
I modelli dinamici degli effetti delle misure fiscali danno risultati spesso molto diversi fra loro e sarà necessario aspettare la valutazione più obiettiva (e vincolante per il Congresso) che daranno il CBO e il JCT, attesa per fine settimana. Inoltre, il TCJA verrà certamente modificato nel corso dell'iter congressuale, già a partire da questa settimana. La commissione Ways and Means della Camera, principale punto di partenza per eventuali modifiche, è al lavoro dal 6 novembre e la discussione nelle altre commissioni competenti della Camera seguirà in settimana. La leadership della Camera prevede un voto in aula intorno a metà novembre.

In Senato, il lavoro delle commissioni inizierà il 13 novembre, e senz'altro porterà cambiamenti su diverse voci rilevanti. Il Senato ha presentato la propria versione del TCJA, con alcune differenze rispetto al testo della Camera. Per il Senato, il taglio dell'aliquota sui profitti delle imprese da 35% a 20% dovrebbe iniziare nel 2019, l'aliquota massima per le società semplici calare a 30% (non 25% come alla Camera), l'imposta di successione dovrebbe avere una franchigia più elevata, come

nella versione della Camera, ma non dovrebbe essere abolita dal 2024 in poi. Inoltre, le aliquote per la tassazione dei redditi individuali resterebbero 7 (e non scenderebbero a 4 come alla Camera), mentre l'aliquota massima scenderebbe a 38,6% (da 39,6%). Il Senato mantiene anche la detrazione per le spese mediche e quella per i prestiti agli studenti e aumenta marginalmente il credito di imposta per i figli, ma abolisce in toto la detrazione per le imposte statali e locali (che alla Camera resta per una quota delle imposte di proprietà). La commissione finanza del Senato discuterà il testo la prossima settimana, con l'obiettivo di un voto in aula intorno a Thanksgiving. Come sempre, la risicata maggioranza repubblicana al Senato rappresenta un pericolo per l'avanzamento di un testo, perché richiede un fronte coeso lungo le linee di partito, spesso impossibile (come si è visto con il tentativo di riforma sanitaria). La risicata maggioranza repubblicana al Senato (2 seggi più il potenziale voto del vice presidente) lascia spazio per solo due defezioni fra i senatori.

Un rischio a parte viene dai **vincoli collegati all'utilizzo della procedura di reconciliation**, che può essere utilizzata se la legislazione riguarda il budget o il limite del debito, non ha impatti sui deficit negli anni successivi al decennio di previsione del budget e non influenza i flussi previdenziali (vincoli definiti dalla cosiddetta "Byrd Rule" ²). Secondo il Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB), il TCJA viola la Byrd rule ampliando il deficit 2028 di 155 mld di dollari e influenzando indirettamente i flussi di Social Security per via di una riclassificazione dei redditi da lavoro e da capitale delle società semplici. Queste violazioni possono portare alla necessità di riformulare alcune misure centrali del TCJA e a limitarle nel tempo.

Fig. 3 – Stima e composizione dell'effetto del TCJA sul deficit 2028



Fonte: Committee for a Responsible Federal Budget. Dati in mld di dollari.

Nel prossimo mese, con i tempi molto stretti per l'approvazione, **non mancheranno momenti di tensione e di difficoltà in Congresso**. I temi controversi saranno di due tipi. Da un lato, misure specifiche: detrazioni individuali (imposte statali e locali, crediti di imposta per i figli, che vedono aumenti solo transitori), la definizione del reddito da lavoro per le società semplici e alcuni dettagli della nuova tassazione delle imprese. Dall'altro, la dimensione dell'effetto sul deficit e la necessità di includere misure transitorie per ridurre il costo della riforma. Nel peggiore dei casi, l'approvazione potrebbe slittare a inizio 2018.

4. Effetti redistributivi: i timori di avere una riforma regressiva sono confermati

La stima degli effetti redistributivi sull'economia associabili alla prima versione del TCJA si può fare a due livelli. Il più semplice riguarda esclusivamente gli effetti collegati alla **tassazione delle famiglie**. Il secondo invece include **anche gli effetti delle modifiche alla tassazione del reddito da capitale sugli oneri tributari individuali**. Le stime della TF limitate alle imposte individuali mostrano

² <http://www.crfb.org/blogs/tax-cuts-and-jobs-act-doesnt-comply-byrd-rule>

un'apparente progressività nel decennio (v. Tab.4). L'inclusione delle misure sul reddito da capitale per calcolare la stima della variazione del reddito post-imposte dà un quadro diverso (v. Tab. 5). Il risultato dipende sia dal fatto che nel medio termine circa il 70% dei tagli delle imposte sul capitale viene "finanziato" dal reddito da lavoro, sia dal fatto che la maggior parte del reddito delle società semplici va a individui con redditi elevati, che beneficiano anche dell'eliminazione dell'imposta di successione e dell'AMT, e ricevono la parte preponderante del reddito da capitale.

Tab. 4 – Effetti sul reddito post-imposte derivante dalle sole misure sulle imposte individuali

Personal changes only, 2018		Personal changes only, 2027		
Income Group	Static	Income Group	Static	Dynamic
0% to 20%	0.1%	0% to 20%	0.2%	0.2%
20% to 40%	0.7%	20% to 40%	0.4%	0.4%
40% to 60%	1.4%	40% to 60%	0.3%	0.2%
60% to 80%	1.6%	60% to 80%	0.6%	0.6%
80% to 100%	-0.3%	80% to 100%	-0.8%	-0.9%
80% to 90%	1.4%	80% to 90%	0.5%	0.5%
90% to 95%	0.3%	90% to 95%	-0.4%	-0.5%
95% to 99%	-0.5%	95% to 99%	-1.0%	-1.0%
99% to 100%	-2.0%	99% to 100%	-2.2%	-2.3%
Total	0.4%	Total	-0.3%	-0.3%

Fonte: Tax Foundation Taxes and Growth Model, March 2017

Tab. 5 – Effetti sul reddito post-imposte derivante da tutte le misure

All changes, 2018		All changes, 2027		
Income Group	Static	Income Group	Static	Dynamic
0% to 20%	0.8%	0% to 20%	0.4%	4.6%
20% to 40%	1.4%	20% to 40%	0.7%	4.5%
40% to 60%	2.2%	40% to 60%	0.5%	4.6%
60% to 80%	2.4%	60% to 80%	0.9%	4.9%
80% to 100%	3.6%	80% to 100%	1.1%	4.1%
80% to 90%	2.4%	80% to 90%	0.8%	4.8%
90% to 95%	1.5%	90% to 95%	-0.1%	3.8%
95% to 99%	1.6%	95% to 99%	-0.3%	3.6%
99% to 100%	7.5%	99% to 100%	3.3%	3.9%
Total	2.9%	Total	0.9%	4.4%

Fonte: Tax Foundation Taxes and Growth Model, March 2017

5. Valutazione della riforma: pregi e difetti

La riforma ha pro e contro.

Pro:

- In linea generale, la riforma riesce a raggiungere **diversi obiettivi**: semplificazione, adeguamento della tassazione delle imprese al contesto internazionale, riduzione delle distorsioni settoriali derivanti dal grande numero di detrazioni e trasferimenti accumulatisi nel tempo nel regime vigente. La complessità degli interventi e la loro diffusione rendono inevitabili soluzioni subottimali in alcune aree e redistribuzione fra vincenti e perdenti. Quindi a livello aggregato si può esprimere un **giudizio moderatamente positivo**.
- **Imprese**. Risolve problemi nel contesto della tassazione internazionale (sistema territoriale, riduzione delle aliquote), semplifica la tassazione delle piccole imprese, elimina molte detrazioni distorsive, incentiva gli investimenti (anche se l'ammortamento limitato nel tempo e nelle attività è subottimale).
- **Famiglie**. Semplifica la dichiarazione dei redditi eliminando gran parte delle detrazioni, in termini redistributivi le conseguenze sono miste.

Contro:

- A livello aggregato, ampia **espansione di deficit e debito**. Introduzione di stimolo fiscale in una fase ciclica di pieno impiego e scarse risorse inutilizzate e in un contesto di alto debito è inefficiente. Il finanziamento della riforma ricade in ampia misura sulle generazioni successive, sia attraverso l'aumento di debito (ampliato dal costo degli interessi), sia attraverso la riduzione di imposte a carico degli individui con più di 60 anni (circa metà dei tagli).
- **Nessun incentivo all'offerta di lavoro e/o al risparmio**. Lo stimolo netto alle famiglie è prevalentemente legato all'aumento della detrazione standard e al rafforzamento del credito di imposta per figli e dipendenti.
- Per le famiglie, la **riforma è complessivamente regressiva** e i tagli di imposte per le classi di reddito medio-basse sono modesti e concentrati sulla dimensione delle famiglie. La maggior parte dei benefici va alle classi di reddito più elevate (titolari di società semplici, famiglie con ricchezza elevata).
- **Utilizzo di misure temporanee**, che probabilmente verranno estese alla scadenza, determinando ulteriore allargamento del deficit e aumento del debito.

Gli effetti attesi sull'economia sono espansivi, con maggiore concentrazione sul 2018, soprattutto grazie alla spinta dal lato degli investimenti. Per quanto riguarda i consumi, la redistribuzione sia fra classi di reddito, sia all'interno di ciascuna classe, rende difficile per ora una valutazione precisa, anche perché è probabile che vengano apportate modifiche all'entità di alcune detrazioni importanti (per esempio imposte statali e locali, credito di imposta per figli). La nostra previsione di crescita 2018 a 2,4% ha rischi verso l'alto. Sarà da vedere se un eventuale surriscaldamento dell'economia determinerà un'accelerazione del sentiero dei rialzi dei tassi nel corso del prossimo anno. Per ora lo riteniamo improbabile, visto il persistente basso livello dell'inflazione.

6. Conclusioni: la riforma è in arrivo, con probabili effetti espansivi favorevoli a imprese e famiglie con redditi alti, e ampliamento del deficit già nel 2018

La valutazione del Tax Cuts and Jobs Act presentato alla Camera è complessivamente positiva, soprattutto per quanto riguarda la tassazione delle imprese. Sul fronte delle famiglie, la semplificazione è il principale pregio del TCJA, anche se la redistribuzione verso l'alto e a favore di redditi diversi da quello da lavoro e la regressività sono degli ovvi difetti. In generale, **un elemento negativo è il finanziamento del calo delle entrate attraverso l'aumento del deficit**, particolarmente inopportuno in una fase ciclica di pieno impiego.

L'obiettivo, molto ambizioso, della leadership repubblicana è di avere un testo comune approvato nei due rami del Congresso verso fine novembre, in modo da garantire la firma del presidente entro dicembre. E' possibile che ci siano intoppi a un iter così rapido, viste anche le risicate maggioranze "sicure" su cui può contare la leadership repubblicana sia al Senato sia alla Camera. Pertanto, manteniamo la previsione che **la riforma venga approvata entro fine anno con effetti espansivi sul 2018** e, in misura minore, sul 2019. La presenza di diverse misure non permanenti riduce i possibili effetti di lungo periodo sulla crescita, ma non quelli sul deficit e sul debito.

I market mover della settimana

Nella **zona euro**, la stima flash dovrebbe mostrare il PIL nel 3° trimestre in crescita di 0,6% t/t in Germania (come in primavera), in accelerazione in Italia a 0,5% t/t da 0,3% t/t; la seconda lettura dovrebbe confermare la crescita dell'Eurozona a 0,6% t/t. L'indice ZEW potrebbe migliorare marginalmente a 17,9 da 17. L'inflazione dovrebbe essere confermata in calo di 0,1% all'1,4% nell'Eurozona, di 0,2% in Germania e Italia rispettivamente all'1,6% e all'1,1% ma stabile in Francia all'1,1%. L'inflazione è attesa risalire a novembre per effetto del rincaro dei prezzi petroliferi nelle ultime settimane, ma a inizio 2017 un effetto statistico sfavorevole frenerà il livello dei prezzi nella maggior parte dei paesi dell'Eurozona.

La settimana ha molti dati rilevanti in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini del manifatturiero a novembre dovrebbero confermare l'espansione rapida del settore. Fra i dati di ottobre, le vendite al dettaglio dovrebbero rallentare significativamente dopo il balzo di settembre, mantenendosi su un trend espansivo; la produzione industriale e i nuovi cantieri residenziali dovrebbero essere in forte rialzo; gli indici di prezzo dovrebbero restare in aumento contenuto, con il CPI *core* in rialzo di 0,1% m/m. Sul fronte politico, le Commissioni competenti del Senato inizieranno i lavori sulla riforma tributaria, mentre alla Camera potrebbe avvicinarsi il voto in aula su un testo emendato dalle Commissioni questa settimana.

Martedì 14 novembre

Area euro

- **Area euro.** Il **PIL** dovrebbe essere confermato in crescita di 0,6% t/t (2,5% a/a da 2,3% a/a) nei mesi estivi come indicato dalla stima flash. La seconda stima non include i dettagli sui contributi alla crescita ma la principale spinta dovrebbe essere venuta dalla domanda interna. La fase di espansione è attesa proseguire indisturbata anche nei mesi finali dell'anno. La nostra stima per il 2017 è del 2,3%. La prima stima dovrebbe mostrare il PIL in **Germania** in crescita di almeno 0,6% t/t come nei mesi primaverili. Non escludiamo che il PIL possa avanzare anche di 0,7% t/t, date le indicazioni di solida espansione in particolare dall'indagine IFO. Tuttavia, i dati di produzione industriale e vendite al dettaglio hanno tracciato un quadro meno brillante. Sull'anno, la crescita del PIL è attesa salire al 2,4% da un precedente 2,1%. In media 2017 la crescita del PIL dovrebbe aggirarsi al 2,2% (2,0% al netto degli effetti di calendario). Per il 2018, ci aspettiamo una crescita di almeno 2,0%.
- **Italia.** Il **PIL** è atteso accelerare a 0,5% t/t nel 3° trimestre, dallo 0,3% t/t dei tre mesi precedenti. La spinta dovrebbe venire ancora una volta dalla domanda interna, in forza di una possibile accelerazione sia dei consumi che degli investimenti (almeno in macchinari e in costruzioni), mentre il contributo degli scambi con l'estero dovrebbe risultare circa nullo (in un contesto di maggior vigore per entrambi i flussi). Su base annua, la crescita è vista accelerare a 1,7% da 1,5% precedente. Anche ipotizzando un moderato rallentamento nella parte finale dell'anno (a 0,3% t/t), il consuntivo 2017 potrebbe anche superare l'1,5%.
- **Germania.** L'indice **ZEW** sulle attese dovrebbe rimanere circa stabile a novembre a 17,9 da un precedente 17. L'indice sulla situazione corrente potrebbe recuperare parte del calo del mese precedente e risalire a 87,6 da 87,0. L'economia tedesca è in una fase di solida espansione. È possibile che la crescita rallenti marginalmente da fine anno, in parte anche per il rialzo del cambio dell'euro, ma rimarrà comunque solida.
- **Inflazione.** Le seconde stime dovrebbero confermare il calo della dinamica annua dei prezzi al consumo in **Germania** a 1,6% da 1,8% per effetto della correzione dei prezzi dei servizi ricreativi. In **Italia**, l'inflazione dovrebbe essere confermata in calo di un decimo all'1,0% sulla misura nazionale per effetto della correzione dei prezzi dei servizi ed in particolare del capitolo istruzione. Sulla misura armonizzata, l'inflazione è calata di 0,2% all'1,1%. In **Spagna** l'inflazione dovrebbe essere confermata in calo all'1,6% da un precedente 1,8% sulla scia del

capitolo energia, mentre la dinamica sottostante dovrebbe essere stabile all'1,2%. A novembre l'inflazione risalerà su spinta dei prezzi energetici gonfiati temporaneamente dal rincaro del greggio, ma a gennaio e febbraio l'inflazione è attesa frenare in Germania, Italia e Spagna su di un effetto base sfavorevole dall'energia.

- **Area euro.** La **produzione industriale** potrebbe calare a settembre di -0,6% m/m da 1,4% m/m trascinata dalle correzioni registrate in Germania e Italia. Se confermato, la variazione annua rallenterebbe a 3,3% da 3,5%, lasciando la produzione in aumento dell'1,1% t/t nel 3° trimestre, solo un decimo in meno del precedente.

Stati Uniti

- Il **PPI** a ottobre è previsto in aumento di 0,2% m/m; anche l'indice al netto di alimentari ed energia dovrebbe crescere di 0,2% m/m.

Mercoledì 15 novembre

Area euro

- **Francia.** La stima finale dovrebbe confermare che a ottobre i **prezzi al consumo** sono aumentati di un decimo su entrambe le misure per un'inflazione all'1,1%, in accelerazione di un decimo sulla misura nazionale e stabile su quella armonizzata. Nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe rimanere attorno all'1,1% per poi rallentare a inizio 2018 sulla scia di un effetto base sfavorevole.

Stati Uniti

- Il **CPI** a ottobre dovrebbe aumentare di 0,1% m/m (2,2% a/a), con una correzione della componente energetica. Anche l'indice *core* è atteso in rialzo di 0,1% m/m (1,7% a/a), con qualche rischio verso l'alto per via degli arrotondamenti. Fra le componenti *core* potrebbe esserci un rimbalzo della parte beni sanitari, mentre l'abbigliamento potrebbe restare debole per via del clima mite. Nella voce abitazione, ci sarà probabilmente una correzione della componente alberghi, che a settembre era balzata per via degli uragani. Per il momento non sembrano esserci indicazioni di un'accelerazione del trend dell'inflazione *core*, né nei dati né nelle indagini di settore, anche se la nuova misura di inflazione sottostante costruita dalla NY Fed (*Underlying Inflation Gauge*) ha segnalato un modesto rialzo nell'ultimo paio di mesi.
- Le **vendite al dettaglio** di ottobre dovrebbero correggere di -0,1% m/m, dopo il balzo di 1,6% m/m di settembre. Le vendite al netto delle auto sono attese in aumento modesto, +0,1% m/m. A ottobre le vendite di auto e di benzina hanno corretto lievemente, dopo gli aumenti solidi di settembre. I dati di settembre e ottobre sono particolarmente volatili e risentono degli effetti degli uragani; in media comunque le informazioni dei due mesi segnalano espansione solida dei consumi anche nel 4° trimestre.
- L'indice **Empire** della NY Fed a novembre dovrebbe essere in moderato aumento, a 31 da 30,2 di ottobre. Tutte le indagini del settore manifatturiero sono su livelli molto elevati. L'ISM a ottobre ha segnato una marginale flessione, ma ha continuato a dare indicazioni solide. L'Empire dovrebbe confermare le prospettive positive per il settore manifatturiero sia per gli indici coincidenti sia per quelli a sei mesi e reagire positivamente all'aumento di probabilità di una riforma tributaria espansiva e favorevole alle imprese.

Giovedì 16 novembre

Area euro

- **Francia.** La **disoccupazione** nel 3° trimestre potrebbe essere calata di almeno un decimo a 9,4% da 9,5% sulla scia di un aumento della domanda nei servizi. Le statistiche dei *pole emploi* avevano indicato un calo apprezzabile del numero degli iscritti alle liste. Nel corso del 2017 la disoccupazione potrebbe calare attorno al 9,5% dal 10,1% del 2016.

- **Area euro.** La seconda stima dovrebbe confermare l'**inflazione** in calo di un decimo a ottobre all'1,4% e la dinamica *core* a 1,1% da 1,3%. È probabile che a frenare la dinamica annua sia stata la correzione dei prezzi dei servizi ricreativi (in particolare in Germania). L'aumento recente del prezzo del petrolio potrebbe spingere l'inflazione nuovamente all'1,5% a novembre. Ma il recupero del prezzo del greggio non sarà duraturo e in ogni caso non è sufficiente a contrastare l'effetto statistico sfavorevole dall'energia, effetto che dovrebbe essere massimo a ridosso del nuovo anno. L'inflazione complessiva è attesa frenare all'1,0% e risalire verso l'1,5% solo nel 2018 inoltrato.

Stati Uniti

- I **prezzi all'import** a ottobre dovrebbero essere in rialzo di 0,4% m/m, spinti dall'aumento dei prezzi energetici.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a novembre è atteso in modesta correzione a 26 da 27,9 di ottobre. L'indagine a novembre dovrebbe riportare una correzione degli occupati e dei tempi di consegna, ma livelli poco variati per ordini e consegne. Gli indici a sei mesi potrebbero risentire positivamente dell'aumento di probabilità dell'introduzione della riforma tributaria nel 2018.
- La **produzione industriale** a ottobre è prevista in rialzo di 1,1% m/m, dopo +0,3% m/m di settembre. La Fed stima che gli uragani abbiano sottratto alla dinamica dell'output 0,75pp ad agosto e 0,25pp a settembre; ottobre dovrebbe registrare un parziale recupero della crescita persa per il maltempo. Le indicazioni dell'ISM per l'attività di ottobre sono positive e le ore lavorate sono aumentate a un ritmo solido, in base ai dati dell'*Employment report*. Il manifatturiero dovrebbe segnare un aumento di 0,9% m/m. Le utility dovrebbero essere in netto rialzo, spinte anche da un clima insolitamente mite. L'estrattivo dovrebbe registrare un aumento circa in linea con settembre (0,5% m/m).

Venerdì 17 novembre

Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** a ottobre dovrebbero essere in aumento a 1.220 mila da 1.127 mila di settembre, e più che recuperare la correzione post-uragani e la debolezza vista nel corso dell'estate. Il clima favorevole e il solido aumento delle vendite di case nuove puntano a un dato positivo a ottobre, che mantenga un modesto trend verso l'alto. Anche le licenze dovrebbero registrare un incremento, salendo a 1.250 mila dopo la contrazione di settembre.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (13 – 17 novembre)										
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Mar	14/11	08:00	GER	PIL t/t prelim	**	T3	0.6	%	0.6	0.6
		08:00	GER	PIL a/a prelim	*	T3	0.8	%	2.2	2.2
		08:00	GER	IPCA a/a finale		ott		%	1.5	1.5
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ott	-0.1	%	-0.1	-0.1
		08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	ott		%	0.0	0.0
		08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		ott		%	1.6	1.6
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		ott		%	1.7	1.6
		09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T3	3.3	%		
		09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T3	1.5	%		
		10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T3	0.3	%	0.4	0.5
		10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T3	1.5	%	1.6	1.7
		10:30	GB	CPI a/a	*	ott	3.0	%	3.1	3.1
		10:30	GB	CPI m/m		ott	0.3	%	0.2	0.2
		11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T3		%	0.6	0.6
		11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T3		%	2.5	2.5
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	set	1.4	%	-0.5	-0.6
		11:00	ITA	IPCA m/m finale	*	ott		%	0.0	0.0
		11:00	ITA	IPCA a/a finale		ott		%	1.1	1.1
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	ott		%		-0.2
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		ott		%		1.0
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		nov	87.0		87.5	87.6
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	nov	17.6		19.2	17.9
		14:30	USA	PPI m/m		ott	0.4	%	0.1	0.2
14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ott	0.4	%	0.2	0.2		
Mer	15/11	00:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T3	2.5	%	1.3	
		00:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T3	0.6	%	0.3	
		05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		set		%		
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		ott		%	1.2	1.1
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ott	-0.2	%		
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ott	-0.2	%	0.1	0.1
		10:30	GB	Tasso di disoccupazione ILO		set	4.3	%	4.3	4.3
		10:30	GB	Retribuzioni medie		set	2.2	%	2.1	2.1
		14:30	USA	CPI m/m	*	ott	0.5	%	0.1	0.1
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ott	1.7	%	1.7	1.7
		14:30	USA	CPI a/a		ott	2.2	%	2.0	2.2
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ott	0.1	%	0.2	0.1
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ott	1.6	%	0.1	-0.1
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ott	1.0	%	0.2	0.1
14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	nov	30.20		26.30	31.00		
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		set	0.7	%	0.2			
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		set	67.2	Mld \$				
Gio	16/11	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T3	9.50	%		9.4
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		set	0.242	Mld €		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		set	2.769	Mld €		
		10:30	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	ott	-0.8	%	0.0	0.2
		10:30	GB	Vendite al dettaglio a/a		ott	1.2	%	-0.8	-0.5
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		ott	1.1	%	0.9	1.1
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	ott	1.4	%	1.4	1.4
		11:00	EUR	CPI m/m	*	ott	0.4	%	0.1	0.1
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	239	x1000		
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		ott	0.7	%	0.6	0.4
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	nov	27.9		24.0	26
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		ott	76.0	%	76.3	
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		ott	0.3	%	0.5	1.1
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		nov	68		68			
Ven	17/11	14:30	USA	Licenze edilizie		ott	1.225	Mln	1.240	1.250
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	ott	1.127	Mln	1.180	1.220

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (11 – 17 novembre)				
Data	Ora	Paese	*	Evento
Sab 11/11		SLO		Elezioni presidenziali in Slovenia
	11:00	EUR	*	Discorso di Draghi (BCE)
Lun 13/11	01:10	USA		Discorso di Harker (Fed)
	10:00	EUR		Discorso di Constancio (BCE)
	18:45	GIA	*	Discorso di Kuroda (BoJ)
Mar 14/11	09:05	USA		Discorso di Evans (Fed)
	10:00	EUR		Discorso di Lautenschlaeger (BCE)
	10:00	EUR		Discorso di Nouy (BCE)
	11:00	EUR	*	Discorsi di Draghi (BCE), Yellen (Fed), Carney (BoE) e Kuroda (BoJ)
	13:45	EUR		Discorso di Villeroy de Galhau (BCE)
	14:15	USA		Discorso di Bullard (Fed) su economia e politica monetaria
	14:30	EUR		Discorso di Coeuré (BCE)
19:05	USA		Discorso di Bostic (Fed) su economia e politica monetaria	
Mer 15/11	08:00	EUR		Discorso di Lane (BCE)
	09:00	EUR		Discorso di Hansson (BCE)
	09:00	USA		Discorso di Evans (Fed)
	11:00	EUR		Discorsi di Praet (BCE) e Haldane (BoE)
Gio 16/11	15:00	GB		Discorsi di Carney, Broadbent, Cunliffe, Haldane (BoE)
	15:10	USA		Discorso di Mester (Fed)
	15:30	EUR		Discorso di Villeroy de Galhau (BCE)
	19:10	USA		Discorso di Kaplan (Fed)
	21:00	EUR		Discorso di Constancio (BCE)
	21:45	USA		Discorso di Brainard (Fed)
22:45	USA		Discorso di Williams (Fed)	
Ven 17/11	09:30	EUR	*	Discorso di Draghi (BCE) sull'Europa
	14:00	EUR		Discorso di Weidmann (BCE)
	23:30	USA		Discorso di Williams (Fed)

Note: (**) molto importante; (*) importante

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Esempio

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Richieste di sussidio	settim	229	x1000	234	239
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	nov	100.7		100.7	

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Bloomberg

Giappone					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	set	3.4	%	-1.8	-8.1

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Regno Unito					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m	set	+0.3	(0.2) %	0.3	+0.7
Bilancia commerciale (non UE - GBP)	set	-4.186	(-5.84) Mld £		-2.982
Bilancia commerciale (totale - GBP)	set	-12.350	(-14.25) Mld £	-12.80	-11.253

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Area euro						
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PMI composito finale	ott	55.9		55.9	56.0
EUR	PMI servizi finale	ott	54.9		54.9	55.0
EUR	PPI a/a	set	2.5	%	2.8	2.9
EUR	Vendite al dettaglio m/m	set	-0.1	(-0.5) %	0.6	0.7
FRA	PMI servizi finale	ott	57.4		57.4	57.3
FRA	Occupati non agricoli prelim	T3	0.40	%		0.2
FRA	Produzione industriale m/m	set	-0.2	(-0.3) %	0.6	0.6
GER	Ordini all'industria m/m	set	4.1	(3.6) %	-1.5	1.0
GER	PMI servizi finale	ott	55.2		55.2	54.7
GER	Produzione industriale m/m	set	2.6	%	-0.8	-1.6
GER	Bilancia commerciale destag	set	21.3	(21.6) Mld €	21.1	21.8
ITA	PMI servizi	ott	53.2		53.0	52.1
ITA	Vendite al dettaglio a/a	set	-0.1	(-0.50) %		3.4
ITA	Produzione industriale m/m	set	1.2	%	-0.3	-1.3
SPA	Produzione industriale a/a	set	1.9	(1.8) %	3.2	3.4

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Area euro. In aumento i **prezzi alla produzione** al 2,9% a/a a settembre, da un precedente 2,5% a/a, più forte delle stime di consenso. Sul mese i prezzi alla produzione sono cresciuti di 0,6% m/m, su spinta del capitolo energia (+1,5% m/m) e beni intermedi. I prezzi dei beni capitali sono stabili mentre quelli dei beni di consumo durevoli avanzano marginalmente di 0,2% m/m. Per ora il cambio non fa da freno ai prezzi degli input.

Area euro. La seconda stima rivede il **PMI composito** a 56,0 da una lettura preliminare di 55,9. L'indice risulta, comunque, in calo rispetto al mese scorso (56,9). Le condizioni di business sono meno brillanti nei servizi 55 da 55,8 mentre sono ancora migliorate nel manifatturiero. In particolare, è rallentata l'attività nei servizi in Germania (con l'indice per il comparto che è calato a 54,7 da 55,2). Il PMI servizi è peggiorato anche in Italia a 52,1 da 53,2 e in modo anche più marcato in Spagna 54,6 da 56,7. In Francia, invece, il quadro nei servizi è circa stabile rispetto al mese scorso (57,3 da 57,4). Nel complesso, il PMI composito e servizi di ottobre non alterano la valutazione del ciclo area euro: l'espansione continua a ritmi sostenuti.

Area euro. Le **vendite al dettaglio** sono cresciute di 0,7% m/m a settembre, dopo -0,1% m/m. Le vendite sono cresciute di 0,6% t/t dopo 0,9% t/t a giugno. Le prospettive per i consumi rimangono ancora positive. L'occupazione continua a crescere ritmi solidi, l'inflazione è salita solo marginalmente.

Germania. La **produzione industriale** è calata di -1,6% m/m a settembre dopo il +2,6% di agosto. Nel 3° trimestre 2017, la produzione industriale risulta in crescita di 0,9% t/t dopo il +1,9% del secondo trimestre. Il calo riflette una flessione generalizzata di tutti i comparti, con un -1,6% per il manifatturiero e un -4,3% per l'energia. Al contrario, la produzione nelle costruzioni risulta in ripresa di +0,4% m/m dopo il -0,9% m/m di agosto. Secondo il ministero dell'Economia, al di là della volatilità mensile, le prospettive di breve termine per il comparto manifatturiero rimangono molto positive.

Germania. Il **saldo di bilancia commerciale** è salito a 21,8 miliardi da 21,3 miliardi precedenti (rivisto al ribasso da 21,6). Le esportazioni sono ancora cresciute a settembre di 0,7% m/m dopo il forte aumento del mese precedente, contrariamente ad attese di calo. Altresì le importazioni sono calate di 1,0% m/m dopo il forte incremento dei due mesi precedenti.

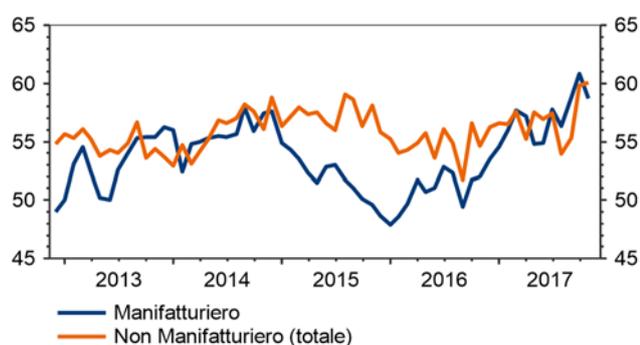
Francia. La **produzione industriale** sorprende al rialzo a settembre, crescendo di 0,6% m/m da -0,2% m/m di agosto (dato rivisto al rialzo di un decimo), contro attese di consenso di 0,3% m/m. Il dato è spiegato da un'inattesa crescita della produzione di energia a 1,9% m/m da 0,1% m/m precedente. Il comparto manifatturiero tuttavia è cresciuto al ritmo di 0,4%, recuperando ampiamente il -0,3% m/m di agosto. La variazione annua balza quindi a 3,2% da 1,0%. Nel terzo trimestre la produzione industriale è cresciuta al ritmo di 0,6% t/t da 1,1% t/t precedente, dando un contributo alla formazione del PIL di poco meno di un decimo.

Italia. Le **vendite al dettaglio** sono balzate di ben +0,9% m/m a settembre, dopo le flessioni registrate nei due mesi precedenti. La variazione tendenziale dopo il passaggio in territorio negativo di luglio e agosto, è schizzata a +3,4%. si tratta di un massimo da 7 anni e mezzo. La grande distribuzione si conferma trainante (+5,6% a/a), grazie soprattutto agli esercizi specializzati (+7,6% a/a). L'unico gruppo di prodotti che resta in rosso su base tendenziale sono i farmaceutici (-0,5% a/a), mentre i comparti più brillanti sono elettrodomestici, radio, tv e registratori (+5,6% a/a) e mobili, articoli tessili e arredamento (+5,3% a/a). Le vendite in volume sono cresciute di +0,1% t/t nei mesi estivi dopo il -0,2% t/t primaverile: il dato segnala una possibile riaccelerazione dei consumi di contabilità nazionale nel 3° trimestre dopo la frenata vista nei mesi precedenti.

Spagna. La **produzione industriale** è cresciuta di 0,1% m/m a settembre mentre le attese erano di un calo di 0,6% m/m. Sull'anno la produzione è accelerata al 3,4% da un precedente 1,9%. L'output è calato nel comparto energetico (-2,1% m/m) e nel settore dei beni strumentali (-1,0% m/m) ma è cresciuta la produzione di beni di consumo durevoli (+2,9% m/m) e quella di beni intermedi (+1,2% m/m). Nel complesso, la produzione nel manifatturiero è cresciuta di 0,2% m/m. Nel trimestre estivo, l'output nell'industria è avanzato di 0,9% t/t dopo 0,7% t/t. Del resto, il PIL spagnolo è cresciuto di 0,7% t/t nel 3° trimestre. Le indicazioni dai PMI a ottobre sono di rallentamento a fine anno.

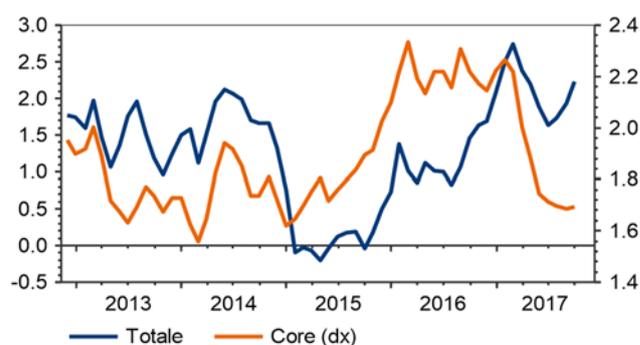
Stati Uniti

Indagini ISM



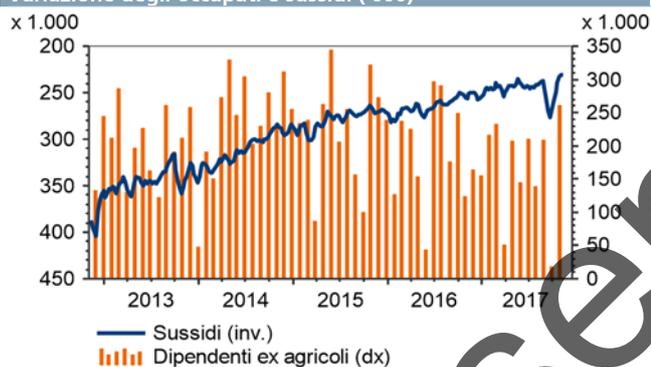
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI - Var. % a/a



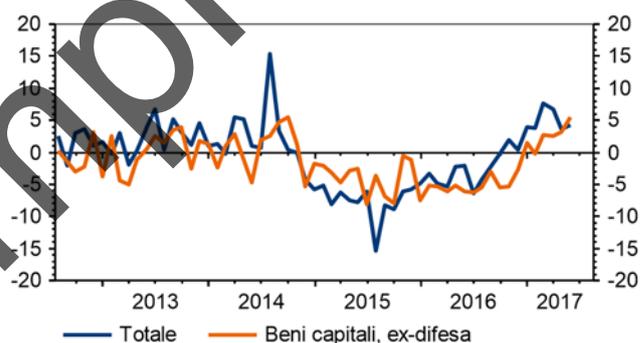
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Nuovi Ordinatori (durevoli - var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

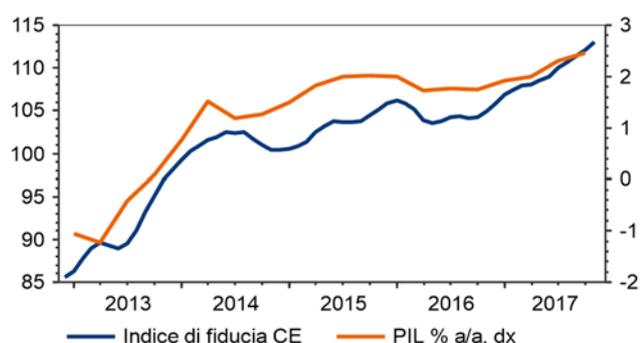
Previsioni

	2016			2017			2018				
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.5	2.2	2.4	1.5	1.8	2.0	2.2	2.3	2.3	2.7	2.5
- trim./trim. annualizzato	2.8	1.8	1.2	3.1	3.0	2.1	2.6	2.2	2.6	2.2	2.2
Consumi privati	2.7	2.7	2.4	2.8	2.9	1.9	3.3	2.4	2.1	2.6	2.4
IFL - privati non residenziali	-0.6	4.4	4.1	3.4	0.2	7.2	6.7	3.9	3.7	4.9	3.9
IFL - privati residenziali	5.5	1.0	1.2	-4.5	7.1	11.1	-7.3	-6.0	2.5	3.0	3.0
Consumi e inv. pubblici	0.8	-0.2	0.4	0.5	0.2	-0.6	-0.2	-0.1	0.3	0.6	0.8
Esportazioni	-0.3	3.1	3.0	6.4	-3.8	7.3	3.5	2.3	2.7	3.3	2.6
Importazioni	1.3	3.3	2.8	2.7	8.1	4.3	1.5	-0.8	2.9	4.0	3.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.1	0.1	0.1	1.1	-1.5	0.1	0.7	0.0	0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.5	-2.8								
Deficit Pubblico (% PIL)	-5.0	-4.5	-4.5								
Debito pubblico (% PIL)	127.1	124.8	124.5								
CPI (a/a)	1.3	2.1	1.8	1.1	1.8	2.5	1.9	2.0	2.0	1.5	1.9
Produzione Industriale	-1.2	1.6	2.1	0.2	0.2	0.4	1.4	-0.4	0.7	0.8	0.4
Disoccupazione (%)	4.9	4.4	4.2	4.9	4.7	4.7	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

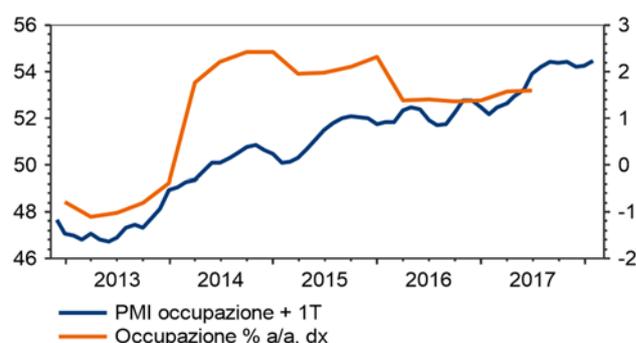
Area euro

PIL



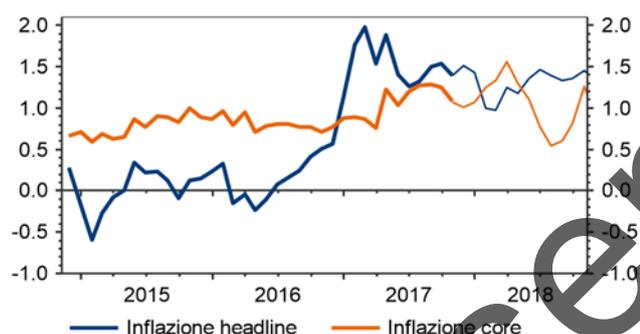
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2016	2017	2018
gennaio	0.3	1.8	1.0
febbraio	-0.2	2.0	1.0
marzo	0.0	1.5	1.2
aprile	-0.2	1.9	1.2
maggio	-0.1	1.4	1.4
giugno	0.1	1.3	1.5
luglio	0.2	1.3	1.4
agosto	0.2	1.5	1.3
settembre	0.4	1.5	1.4
ottobre	0.5	1.4	1.5
novembre	0.6	1.5	1.3
dicembre	1.1	1.4	1.2

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2016	2017p	2018p	2016		2017				2018	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.8	2.3	1.8	1.7	1.9	2.0	2.3	2.5	2.3	2.2	1.9
- t/t				0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
Consumi privati	2.0	1.7	1.5	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	4.5	3.8	4.7	0.1	1.5	-0.2	2.0	1.0	0.9	1.2	1.2
Consumi pubblici	1.7	1.2	1.2	0.2	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.3	4.3	3.4	0.6	1.5	1.3	0.9	0.6	0.8	1.0	0.8
Importazioni	4.7	4.4	3.8	0.5	1.9	0.4	1.5	1.0	0.8	0.9	1.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.2	-0.2	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.2	3.0								
Deficit pubblico (% PIL)	-1.5	-1.4	-1.3								
Debito pubblico (% PIL)	88.9	90.3	89.0								
Prezzi al consumo (a/a)	0.2	1.5	1.3	0.3	0.7	1.8	1.5	1.5	1.4	1.1	1.3
Produzione industriale (a/a)	1.4	1.9	1.0	1.0	2.2	1.3	2.7	2.4	1.2	1.1	0.6
Disoccupazione (%)	10.0	9.2	8.7	9.9	9.7	9.5	9.2	9.0	9.0	8.8	8.7
Euribor 3 mesi	-0.32	-0.33	-0.36	-0.30	-0.31	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.34	-0.36

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona								
	mar	giu	set	9/11	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36
Euribor 3m	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.36	-0.36	-0.36

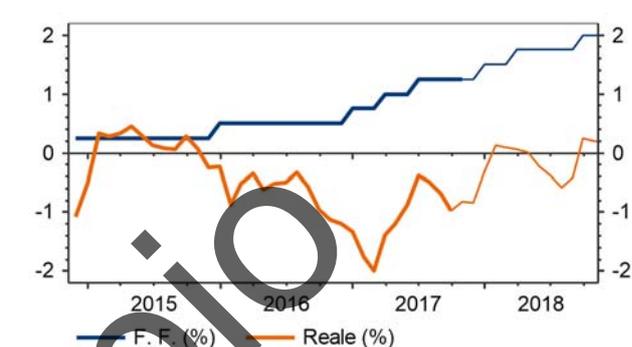
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	mar	giu	set	9/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	1.00	1.25	1.25	1.25	1.50	1.75	1.75	2.00
Libor USD 3m	1.15	1.30	1.33	1.41	1.52	1.80	1.95	2.24

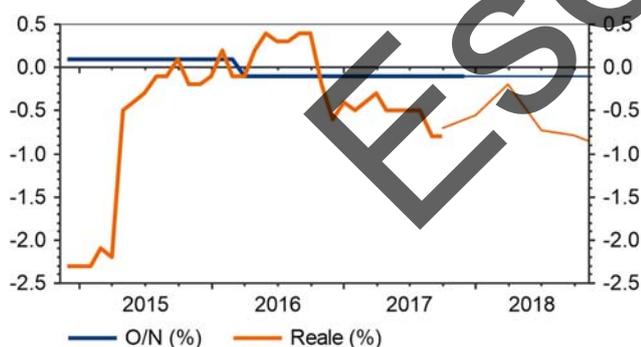
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	mar	giu	set	9/11	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	0.03	0.00	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03

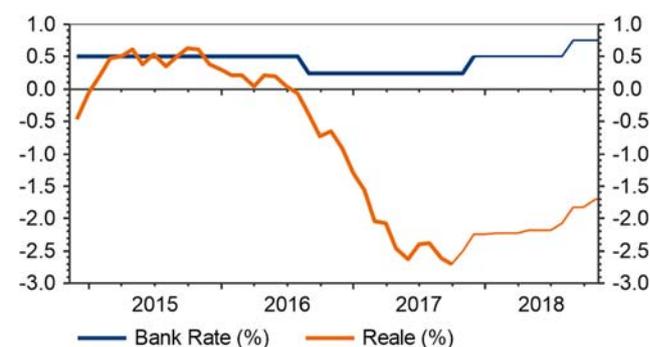
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	mar	giu	set	9/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
Libor GBP 3m	0.34	0.31	0.34	0.53	0.60	0.65	0.70	0.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio												
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	10/11	1m	3m	6m	12m	24m	
EUR/USD	1.07	1.09	1.09	1.17	1.18	1.1655	1.15	1.17	1.18	1.22	1.24	
USD/JPY	123	106	114	109	112	113.44	114	115	116	117	118	
GBP/USD	1.51	1.25	1.29	1.30	1.32	1.3156	1.33	1.35	1.37	1.38	1.40	
EUR/CHF	1.08	1.08	1.09	1.13	1.15	1.1579	1.13	1.12	1.17	1.18	1.19	
EUR/JPY	132	116	124	129	133	132.20	131	135	137	142	145	
EUR/GBP	0.71	0.88	0.84	0.90	0.89	0.8859	0.86	0.87	0.86	0.88	0.88	

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)

Macroeconomic Analysis

Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo 62170 luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Fixed Income

Sergio Capaldi 62036 sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

Chiara Manenti 62107 chiara.manenti@intesasnpaolo.com

Macroeconomia

Guido Valerio Ceoloni 62055 guido.ceoloni@intesasnpaolo.com

Anna Maria Grimaldi 62118 anna.grimaldi@intesasnpaolo.com

Paolo Mameli 62128 paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti 62110 giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi 32834 alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Mercati Valutari

Asmara Jamaleh 62111 asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

Materie Prime

Daniela Corsini 62149 daniela.corsini@intesasnpaolo.com

Research Assistant

Simonetta Melotto 62102 simonetta.melotto@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 una "Joint Conflicts Management Policy" 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 tale Policy può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., 90 Queen Street, London EC4N 1SA.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Research Policy"). La Research Policy è chiaramente esposta 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 Consob no. 16190 del 29.10.2007, 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).

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/scripts/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 separatezza 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 agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - 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 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.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure 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.