

Ripresa debole, imprese ancora vulnerabili

- La performance economica piuttosto fiacca registrata nel 1° trimestre è imputabile prevalentemente alla debolezza della domanda domestica, in particolare degli investimenti, ma una nuova accelerazione della crescita del PIL è attesa nel 2° trimestre. Per il futuro, siamo convinti che la ripresa proseguirà ma a un ritmo molto moderato.
- In aprile il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente all'8,1% ma non sembra ancora indicare un miglioramento genuino. Un ulteriore aumento nel numero di persone inattive e la mancanza di nuove assunzioni sembrano confermare che la riduzione osservata nel tasso di disoccupazione continua a rispecchiare un effetto "scoraggiamento".
- Sebbene i dati del mese di aprile non evidenzino variazioni significative nella dinamica del credito, abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione relativa ai prestiti alle imprese per la fine del 2011, ipotizzando un rinvio nel processo di *deleveraging* delle imprese, in un contesto di moderata ripresa degli investimenti. Abbiamo rivisto al rialzo anche le nostre proiezioni per il 2011 sui tassi d'interesse bancari.
- Dopo cinque aumenti consecutivi, a maggio l'inflazione è rimasta stabile al 2,6%. Prevediamo che l'inflazione si manterrà sui livelli attuali per tutta l'estate e che riprenderà una moderata accelerazione in autunno. Abbiamo analizzato, inoltre, i rischi potenziali al nostro scenario centrale.
- Nella sezione di approfondimento esaminiamo la posizione finanziaria delle imprese. Mostreremo che le aziende italiane stanno registrando un miglioramento della loro redditività ma che il ricorso al finanziamento esterno resta elevato, lasciandole vulnerabili ad un aumento dei tassi di interesse ed ad un inasprimento degli standard creditizi.

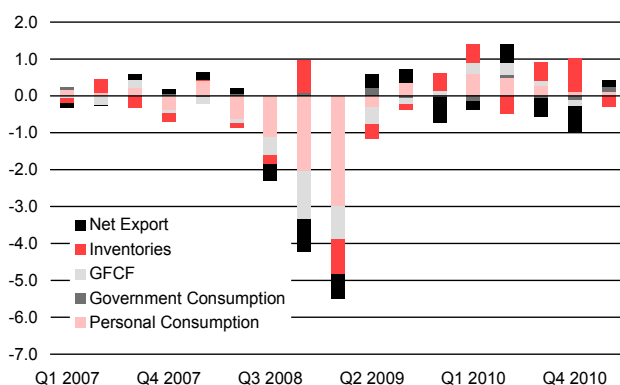
1. Attività economica	1
2. Mercato del lavoro e salari	4
3. Credito	5
4. Prezzi	6
5. Approfondimento su...	
La posizione finanziaria delle imprese è in miglioramento, ma permangono vulnerabilità strutturali	7
Previsioni di UniCredit per l'Italia	10
Previsioni globali di UniCredit	10

1. Attività economica

La seconda lettura del PIL del 1° trimestre ha confermato che l'economia è cresciuta appena dello 0,1% t/t, un ritmo uguale a quello del trimestre precedente.

L'analisi della spesa mostra che le **esportazioni nette sono state la principale determinante della crescita**, con un contributo di 0,2 punti percentuali al PIL complessivo (poco meno di quanto avevamo previsto). Le esportazioni hanno ripreso a crescere a un ritmo sostenuto (+1,4% t/t), compensando ampiamente il rialzo delle importazioni (0,7% t/t). Non sorprende che **le scorte abbiano frenato la crescita**, sottraendo alla crescita del PIL 0,3 punti percentuali – effettivamente ci aspettavamo un più rapido decumulo delle scorte a seguito del forte contributo positivo registrato nel trimestre precedente.

LE ESPORTAZIONI NETTE PRINCIPALE DETERMINANTE DELLA CRESCITA



Fonte: ISTAT, UniCredit Research

Chiara Corsa (UniCredit Bank Milan)
 +39 02 8862 2209
 chiara.corsa@unicredit.eu

Loredana Federico (UniCredit Bank Milan)
 +39 02 8862 3180
 loredana.federico@unicredit.eu

Marco Valli (UniCredit Bank Milan)
 +39 02 8862 8688
 marco.valli@unicredit.eu

Editorial deadline: Lunedì, 27 giugno 2011, h. 17.00

Bloomberg:
 UCGR, UCFR

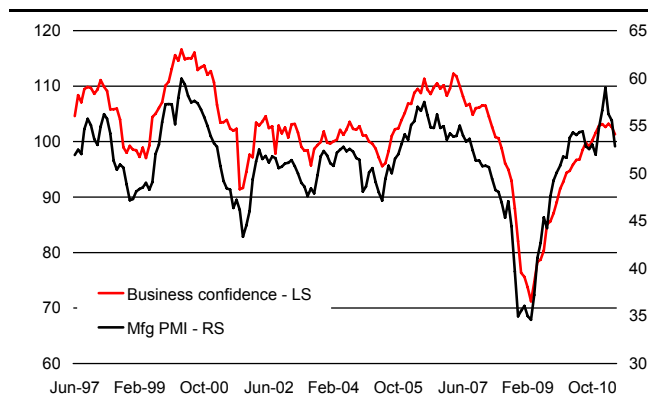
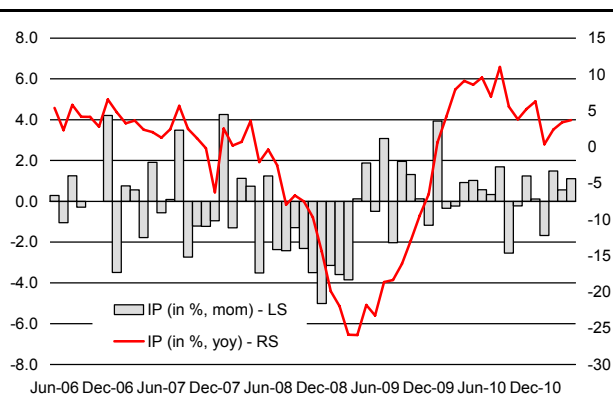
Internet:
 www.research.unicreditgroup.eu

Domanda interna, andamento deludente

Particolarmente deludente l'andamento della domanda interna. Ciò si deve non solo alla performance molto lenta dei consumi privati che, tuttavia, è risultato in linea con le nostre previsioni (0,2% t/t), ma soprattutto alla **debolezza della crescita degli investimenti maggiore del previsto** (0,1% t/t). Per quanto concerne quest'ultima, pur essendo preparati ad assistere a un rimbalzo solo marginale degli investimenti nel settore delle costruzioni, ci aspettavamo una discreta crescita della spesa per macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (capex), che in realtà è scesa dello 0,2% t/t (con macchinari/attrezzature in aumento dello 0,2% e i mezzi di trasporto in calo dell'1,8%). Di fatto, la spesa pubblica ha rappresentato la componente più dinamica della domanda interna, con un aumento dello 0,5% t/t. Sebbene ciò sia ampiamente in linea con quanto osservato in Eurozona (dove la spesa pubblica è cresciuta dello 0,8%), riteniamo che un ritmo di crescita sostenuto di questa componente non sia sostenibile andando avanti.

Le indagini indicano ad un'ulteriore debolezza....

I dati preliminari delle indagini di fiducia delle imprese per il secondo trimestre indicano una **perdita di slancio sia delle attività industriali che dei servizi.** Partendo dal settore dei servizi, il PMI è sceso a 50,1 in maggio (era 53,3 alla fine del 1° trimestre) indicando una crescita moderata del settore. Passando all'industria, l'indicatore ISTAT di fiducia delle imprese manifatturiere è sceso a 101,3 in maggio (rispetto al dato di 103,2 di marzo) e al momento è in linea con la sua media di lungo termine. La perdita di slancio del PMI del settore manifatturiero è stata più marcata, con l'indice in calo a 52,8 in maggio rispetto al picco ciclico di 59 registrato a febbraio. Tuttavia, questa indicazione va presa con le pinze poiché l'accelerazione del PMI del settore manifatturiero registrata all'inizio dell'anno è stato probabilmente eccessivo e ha determinato un notevole disallineamento rispetto all'indicatore della fiducia pubblicato dall'ISTAT. Un riallineamento tra le due indagini, perlopiù mediante un relativo indebolimento del PMI, era quindi prevedibile. Data l'entità del calo del PMI del settore manifatturiero registrato in Eurozona a giugno (-2,4 punti, con l'indice tedesco e quello francese che hanno registrato una flessione analoga), è probabile che anche il PMI italiano sia notevolmente sceso alla fine del 2° trimestre. Tuttavia, poiché la correlazione tra il PMI e la produzione industriale di recente si è notevolmente allentata, le implicazioni negative per il 2° trimestre non andrebbero sopravvalutate. Di fatto, in aprile **la produzione industriale ha sorpreso al rialzo**, crescendo dell'1,0% m/m dopo un aumento rivisto al rialzo dello 0,7% m/m a marzo. Si tratta senza dubbio di una buona notizia, poiché apre la strada a un rimbalzo dell'attività manifatturiera nel 2° trimestre dopo la deludente performance del 1° trimestre (-0,1% t/t). Sebbene sia troppo presto per affinare la previsione relativa al secondo trimestre, **al momento la nostra previsione di una crescita del PIL dello 0,4% t/t resta valida.** Si noti che le immatricolazioni di auto, un altro degli input del nostro modello di previsione del PIL, hanno registrato un forte rimbalzo in aprile e maggio (+3,2% rispetto al trimestre precedente) dopo la contrazione del 2,1% del 1° trimestre.

...ma la produzione industriale ha sorpreso positivamente in aprile
La nostra previsione dello 0,4% t/t per il PIL del 2° trimestre resta valida
LE INDAGINI MOSTRANO UNA PERDITA DI SLANCIO...

...MA LA PRODUZIONE INDUSTRIALE È AUMENTATA NOTEVOLMENTE ALL'INIZIO DEL 2° TRIMESTRE


Fonte: ISTAT, Markit, UniCredit Research

Ci aspettiamo che la ripresa resti moderata

La crescita delle esportazioni è destinata a rallentare

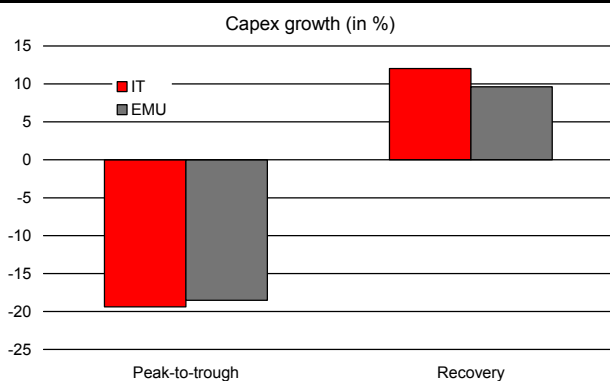
I consumi restano deboli

Prosegue la crescita degli investimenti ma ad un ritmo moderato

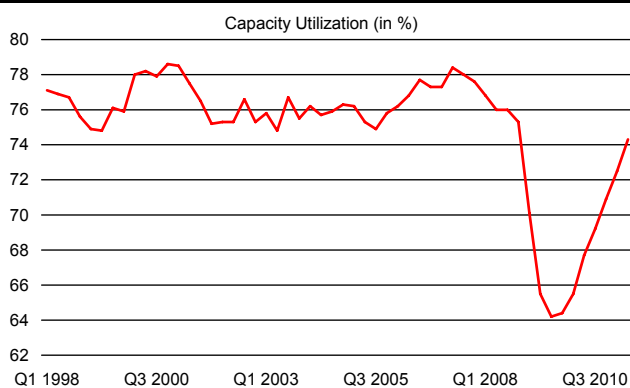
Guardando al futuro restiamo convinti che **la ripresa proseguirà ma a un ritmo molto moderato**. Qui di seguito i punti salienti del nostro scenario:

- Le esportazioni hanno rappresentato il fattore fondamentale della ripresa fino a questo momento, anche se le ripercussioni sulla crescita complessiva del PIL sono state frenate dal forte rialzo delle importazioni. Nel breve periodo, le **esportazioni**, pur crescendo a un ritmo solido, **registreranno probabilmente un rallentamento**. Anche le importazioni dovrebbero rallentare, ma non abbastanza da generare un contributo sostanziale alla crescita delle esportazioni nette.
- **Non riteniamo ci sia molto margine per un'accelerazione significativa dei consumi privati**. Pur avendo registrato solo un recupero moderato (+2%) dal punto di minimo registrato nel 2° trimestre 2009, i consumi delle famiglie non sono molto lontani dai livelli pre-crisi (-1,5%). Tuttavia i fondamentali dei consumi non sono particolarmente favorevoli: la ripresa del mercato del lavoro è lenta e le famiglie hanno già iniziato ad attingere ai loro risparmi per far fronte a una dinamica fiacca del reddito disponibile. Nel complesso, vediamo poco spazio per una crescita sostenuta dei consumi.
- Prosegue la ripresa degli investimenti, ma i fondamentali delle imprese, sebbene in miglioramento, non sono abbastanza solidi da sostenere uno scenario particolarmente ottimista. Dopo una contrazione del 19% dal picco al minimo durante la recessione, il capex ha registrato un rialzo relativamente marcato dall'inizio della ripresa (+12%). In Eurozona la flessione dal picco al minimo è stata praticamente uguale a quella italiana, ma il rialzo è stato più contenuto (+9,6%). Sebbene il capex abbia beneficiato sia in Italia che in Eurozona della dinamica sostenuta delle esportazioni, la sovraperformance italiana è probabilmente in gran parte ascrivibile al supporto temporaneo proveniente dagli incentivi governativi della "Tremonti-ter", scaduti a metà del 2010. Di fatto, se escludiamo il periodo tra il 3° trimestre 2010 e il 1° trimestre 2011, la sovraperformance italiana della spesa in conto capitale rispetto all'Europa è stata ancora più evidente (13% rispetto al 5% ca.). Tuttavia va notato che dopo la scadenza degli incentivi governativi, la spesa per i macchinari ha sicuramente subito un rallentamento, ma non una contrazione. Ciò segna una discontinuità rispetto al passato, quando periodi di forte espansione degli investimenti sostenuti dagli incentivi governativi sono stati seguiti da correzioni marcate allo scadere dello stimolo fiscale (come, per esempio, nel 2002-2003 con la Tremonti-bis).

LA SPESA IN CONTO CAPITALE È CRESCIUTA PIÙ RAPIDAMENTE IN ITALIA CHE IN EUROZONA



IL GRADO DI UTILIZZAZIONE DEGLI IMPIANTI RESTA BASSO



Fonte: ISTAT, UniCredit Research

Ciò suggerisce che l'accelerazione degli investimenti in macchinari nel corso della ripresa ciclica è stata probabilmente sostenuta anche dal miglioramento dei fondamentali. In ogni caso, nonostante la solida ripresa cui abbiamo assistito lo scorso anno in Italia, il capex non è ancora tornato ai livelli precedenti alla crisi, siamo sotto del 10% circa. Allo stesso tempo, il grado di utilizzo degli impianti, sebbene in aumento, resta ancora al di sotto dei livelli normali. Inoltre, nonostante sia in corso una chiara tendenza al miglioramento, la posizione finanziaria delle aziende italiane resta vulnerabile (per un'analisi più dettagliata di questo tema si rimanda alla sezione di approfondimento). Considerando complessivamente tutti questi fattori, riteniamo che la ripresa del capex proseguirà, ma le

imprese resteranno relativamente prudenti nei loro piani di investimento, essendo ancora ampiamente dipendenti da fonti di finanziamento esterno.

2. Mercato del lavoro e salari

Ad aprile il tasso di disoccupazione è sceso ancora...

L'ultima indagine mensile sulla forza lavoro pubblicata dall'ISTAT mostra che **in aprile il tasso di disoccupazione si è ridotto di 0,2 punti percentuali scendendo all'8,1%, il livello più basso da agosto 2009**. Nello stesso mese, il tasso di disoccupazione di Eurozona si è stabilizzato al 9,9%, 1,8 punti percentuali in più dell'Italia, un divario ancora ampiamente in linea con la media di 1,7 punti percentuali registrata nel 2010. Tuttavia, in Italia il calo della disoccupazione si è accompagnato ad: 1) un nuovo forte aumento del numero di inattivi (+152.000 unità), che ha ampiamente compensato il calo cumulato di 109.000 unità osservato nei due mesi precedenti e che ha determinato una riduzione della forza lavoro di 131.000 unità, dopo l'incremento di 132.000 unità registrato in marzo; 2) una nuova riduzione dei posti di lavoro, data da una contrazione dell'occupazione di 71.000 unità (ovvero del -0,3% m/m), dopo due mesi consecutivi di aumento. Più in generale, il saldo per il periodo gennaio-aprile 2011 si presenta caratterizzato solo da un lieve aumento dell'occupazione, da un notevole incremento del numero di persone inattive e da un ulteriore calo della forza lavoro. Ne discende che **il calo osservato nel tasso di disoccupazione, dal picco ciclico dell'8,6% registrato a maggio 2010, continua a nascondere sia deboli attese di trovare lavoro sia un basso tasso di partecipazione nel mercato del lavoro**. Di fatto, l'effetto "scoraggiamento" rimane ancora il fattore principale del recente calo della disoccupazione. Pertanto, pur avendo rivisto al ribasso la nostra previsione sul tasso di disoccupazione per il 2° trimestre 2011 (dall'8,4% all'8,3%) al fine di tener conto dell'ultimo dato di aprile, abbiamo deciso di confermare la nostra previsione dell'8,4% per la seconda parte del 2011.

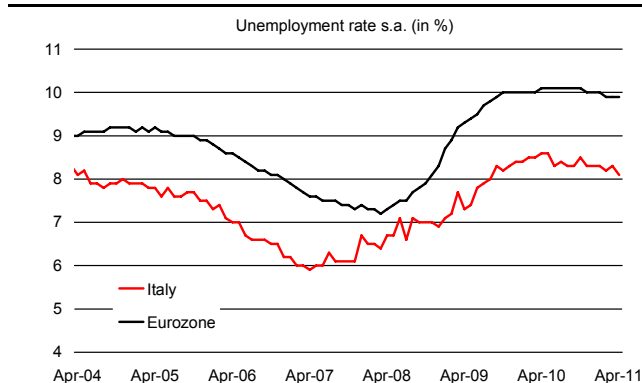
...ma ancora non sembra un calo genuino

A conferma delle indicazioni provenienti dalla forza lavoro, **le indagini di fiducia continuano a fornire un messaggio di debolezza in termini di accelerazione della crescita dell'occupazione nei prossimi mesi**. In maggio, il sottoindice del mercato del lavoro del PMI composito è salito a 51, recuperando in parte il brusco calo a 50,3 di marzo, ma restando lontano dal picco di 55,5 registrato nel corso della fase espansiva del 2005-2007. Analogamente, il nostro indicatore basato sull'indagine di fiducia della Commissione Europea relativa ai piani d'assunzione non evidenzia un miglioramento nella dinamica, registrando un nuovo calo a -1,1 in maggio dopo aver oscillato fra -0,7 e -0,9 nel periodo tra gennaio ed aprile 2011.

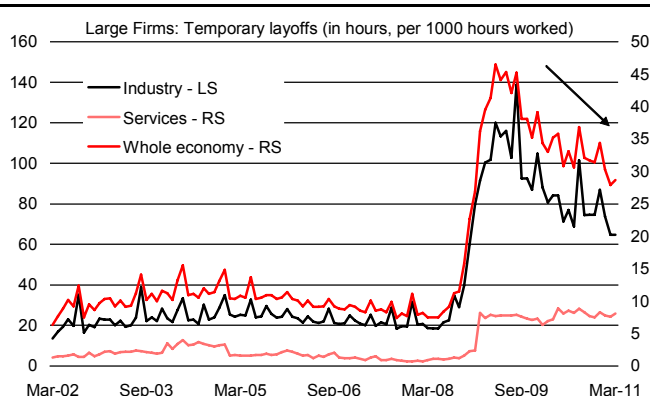
Segnali positivi: cassa integrazione in calo...

Tuttavia, evidenziamo due segnali lievemente incoraggianti. In primo luogo, sebbene l'impiego della cassa integrazione da parte delle aziende sia leggermente aumentato in marzo, continuiamo ad osservare a una chiara traiettoria discendente (si veda il grafico a destra); nelle grandi imprese **il numero di ore di cassa integrazione per 1.000 ore lavorate è salito lievemente al 28,7** in Marzo rispetto al 27,9 del mese precedente, ma il livello registrato a febbraio è stato il più basso da dicembre 2008 ed ha rispecchiato gli sviluppi positivi registrati nel settore industriale.

IN APRILE IL TASSO DI DISOCCUPAZIONE È SCESO



L'INDUSTRIA GUIDA IL CALO DELLA CASSA INTEGRAZIONE



Fonte: ISTAT, UniCredit Research

...e retribuzioni orarie in moderato aumento

Secondo, dall'inizio dell'anno abbiamo assistito ad una moderata accelerazione nella **dinamica delle retribuzioni contrattuali orarie** (che ricordiamo sono molto sensibili agli adeguamenti contrattuali): queste ultime tra gennaio e maggio sono salite in media per l'intera economia del 2,0% a/a, recuperando rispetto al più modesto incremento registrato nell'ultima parte del 2010 (1,6% a/a nel 4° trimestre 2010). Ancora una volta, l'aumento delle retribuzioni è prevalentemente imputabile alla ripresa del settore dell'industria.

3. Credito

In aprile, la crescita del credito bancario si è stabilizzata

I dati di aprile della Banca d'Italia non mostrano alcun cambiamento significativo nella dinamica del credito, con il tasso annuo di crescita dei prestiti bancari alle famiglie ed alle società non finanziarie stabile al livello del mese precedente (+6,2%). **La stabilizzazione è estesa a tutti i settori**. In linea con la media del 1° trimestre, in aprile il credito alle famiglie è aumentato dell'8,4% a/a: il credito al consumo ha in parte recuperato e riaccelerato all'1,8% a/a (dall'1,5% di marzo), i prestiti per acquisto abitazione hanno registrato un aumento dell'8,4% a/a (rispetto al precedente 8,7% a/a), mentre gli altri prestiti si sono stabilizzati ad un sostenuto 10,9% a/a. Il tasso annuo di crescita dei prestiti alle società non finanziarie si è attestato al 4,8% a/a, leggermente al di sotto del 5,0% a/a registrato in febbraio, il dato più alto negli ultimi due anni.

Abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione relativa al credito alle imprese

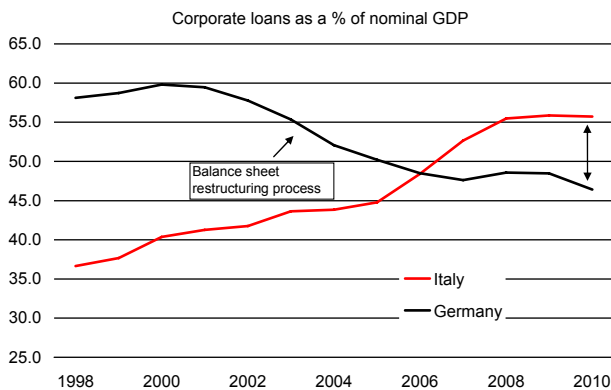
Analizzando il credito alle imprese, nel numero di marzo dell'Italy Monitor avevamo argomentato che i prestiti alle società non finanziarie avevano evidenziato all'inizio del 2011 una dinamica più forte rispetto alle nostre attese, mostrando un marcato rialzo in gennaio (dall'1,6% a/a di dicembre al 4,7% a/a). Nel nostro precedente scenario per il 2011 avevamo, infatti, previsto una ripresa più lenta rispetto al passato, data la maggiore vulnerabilità ed il più alto livello di indebitamento delle imprese italiane in questo frangente. In particolare, avevamo previsto che tale vulnerabilità avrebbe portato ad una potenziale ristrutturazione dei bilanci delle imprese ed ad una certa moderazione nel processo di *releveraging*, in linea con l'esperienza tedesca del 2002-2003. Tuttavia l'evoluzione corrente dei prestiti alle imprese sembra confermare ancora una volta la tendenza delle aziende italiane a ricorrere a fonti esterne (anziché interne) per finanziare i propri investimenti. Di conseguenza, **abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione relativa ai prestiti alle società non finanziarie**: compatibilmente con le nostre previsioni relative al PIL ed alla crescita degli investimenti, attualmente prevediamo una crescita di poco inferiore al 7% alla fine del 2011 ed al 7,8% nel 2012. Tuttavia, sebbene la ripresa che stiamo osservando nella domanda del credito da parte delle imprese sia genuina, nella sezione di Approfondimento evidenziamo il permanere di alcuni rischi per le imprese italiane, dovuti in particolare al nuovo contesto caratterizzato da una tendenza all'aumento dei tassi d'interesse.

La BCE ha rivisto la stance di politica monetaria ed...

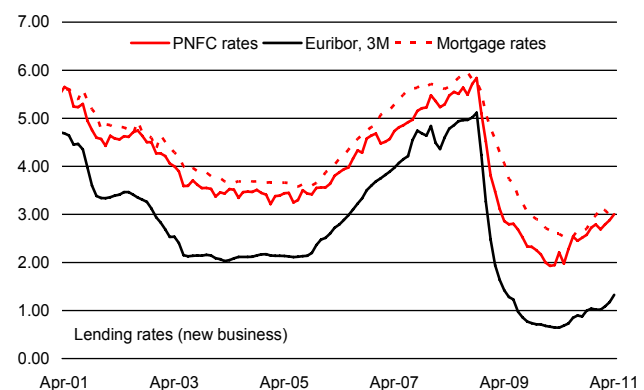
Nella conferenza stampa di marzo, **la BCE ha assunto una linea più aggressiva del previsto**, aprendo la strada ad un aumento all'1,25% del tasso di rifinanziamento principale in aprile. Partendo di qui, abbiamo rivisto le nostre attese per i futuri rialzi della BCE ed ora immaginiamo un'altra variazione a luglio (+25 punti base) ed ad ottobre all'1,75%. Allo stesso tempo, la BCE ha annunciato la prosecuzione di una linea di separazione tra misure standard e non standard ed il mantenimento di alcune operazioni straordinarie di liquidità, allo scopo di garantire la regolare normalizzazione del mercato. Questo dovrebbe portare il tasso Euribor a 3 mesi 25 punti base oltre il tasso di rifinanziamento principale alla fine del 2011 (dall'1,02% di dicembre 2010 al 2,00% di dicembre 2011), spingendo verso l'alto i tassi di interesse bancari per le famiglie e le imprese. Nel complesso, **per il 2011 possiamo verosimilmente prevedere che i tassi d'interesse bancari sui mutui e sui prestiti alle imprese** (relativi alle consistenze) **saliranno rispettivamente oltre il 3,90% ed il 3,85%** (alla fine dell'anno). Prevediamo, inoltre, che i tassi d'interesse sui prestiti bancari (nuove operazioni) evidenzieranno una dinamica più rapida, registrando probabilmente, in media, uno spread di 0,5/0,6 punti percentuali rispetto ai tassi sulle consistenze. Attualmente, i tassi d'interesse bancari stanno continuando ad aumentare: sia i tassi di interesse sui nuovi mutui che quelli sui nuovi prestiti alle imprese sono, infatti, ulteriormente saliti in aprile (di 5 e 12 punti base), attestandosi rispettivamente al 3,04% e al 3,00%.

...abbiamo modificato la nostra previsione sui tassi d'interesse bancari

E' IL PROCESSO DI DELEVERAGING IN RITARDO?



TASSI BANCARI: SI PREVEDE UNA TENDENZA AL RIALZO



Fonte: Banca d'Italia, UniCredit Research

Inflazione destinata a stabilizzarsi nel breve termine

4. Prezzi

Dopo cinque mesi consecutivi in aumento, a maggio l'inflazione è rimasta invariata al 2,6% a/a. Ciò si deve a una stabilizzazione dei prezzi core (all'1,8%) e a un rallentamento dell'inflazione da energia che ha compensato il rialzo dei prezzi dei generi alimentari. Prevediamo che l'inflazione headline si manterrà stabile al livello attuale per tutta l'estate per riprendere ad accelerare moderatamente in autunno, quando si prevede che toccherà il picco poco al di sotto del 3%. Le nostre proiezioni si basano sulle seguenti ipotesi:

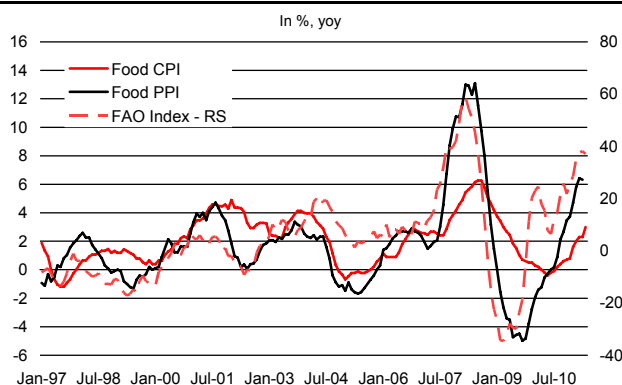
- dopo il recente rapido aumento, i prezzi core resteranno stabili per il resto dell'anno;
- l'inflazione da energia accelererà nuovamente a metà dell'estate, perlopiù a seguito di ulteriori rincari delle bollette energetiche, prima di iniziare una traiettoria discendente verso la fine dell'anno;
- l'inflazione da generi alimentari resterà stabile al livello attuale per il resto dell'anno.

Inflazione da generi alimentari: le pressioni di fondo dovrebbero affievolirsi

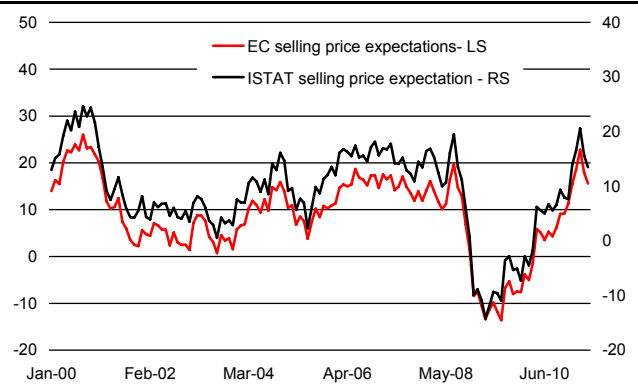
Di seguito abbiamo analizzato la bilancia dei rischi rispetto al nostro scenario centrale.

Relativamente ai prezzi degli alimentari, i rischi attorno al nostro scenario centrale sembrano ampiamente bilanciati, data la presenza di segnali che indicano il **venir meno delle pressioni di fondo**. Dopo la costante tendenza al rialzo iniziata a giugno dello scorso anno, il tasso di crescita annuale del PPI dei generi alimentari – che mostra una buona capacità previsiva dei prezzi al dettaglio dei generi alimentari – ha lievemente rallentato, passando dal 6,3% a/a al 6,2%. Il rallentamento delle dinamiche mensili dei prezzi delle materie prime agricole (rilevati dall'indice FAO) negli ultimi mesi sembra confermare questo quadro. Una nota di cautela è tuttavia d'obbligo: per i generi alimentari la correlazione tra prezzi al dettaglio e alla produzione non è particolarmente forte in Italia e si è ulteriormente affievolita nell'ultima fase di accelerazione.

INFLAZIONE DA GENERI ALIMENTARI DESTINATA A CALARE



ASPETTATIVE SUI PREZZI DI VENDITA LONTANE DAL PICCO



Fonte: ISTAT, CE, UniCredit Research

Le aspettative sui prezzi di vendita sono in calo

Negli ultimi mesi il CPI core ha mostrato un andamento piuttosto irregolare ma restiamo convinti che i rischi per il nostro scenario di base di stabilizzazione fino a fine anno siano ampiamente bilanciati dato che le pressioni derivanti dai prezzi alla produzione dovrebbero ben presto iniziare a diminuire. In aprile il PPI core (esclusa l'energia) è salito dello 0,6% m/m, spingendo il tasso annuale verso il basso per la prima volta da ottobre 2010, portandolo dal 5,8% al 5,2%. È troppo presto per dire se tale tendenza proseguirà, sebbene un segnale convincente in tal senso provenga dalle **aspettative delle imprese manifatturiere sui prezzi di vendita** riportate dalle indagini CE e ISTAT – le quali mostrano una stretta correlazione con i prezzi alla produzione core. Dopo aver toccato il picco a marzo 2011, questi indicatori **sembrano aver intrapreso una traiettoria discendente**. Questo conferma la nostra idea che la dinamica dei prezzi alla produzione core ha probabilmente esaurito il suo potenziale di rialzo.

Infine, la nostra proiezione relativa all'inflazione da energia si basa sull'ipotesi che i prezzi del petrolio si manterranno stabili al livello attuale per il resto dell'anno. Ad oggi, tale ipotesi tecnica resta valida.

5. Approfondimento su...

La posizione finanziaria delle imprese è in miglioramento, ma permangono vulnerabilità strutturali

La posizione finanziaria delle imprese mostra ancora elementi di vulnerabilità

In questa sezione analizziamo come si è evoluta la dinamica dei profitti e la situazione finanziaria delle imprese a seguito della recessione. La conclusione principale della nostra analisi è che, sebbene sia certamente in corso un miglioramento, **la posizione finanziaria del settore delle aziende italiane continua a mostrare elementi di vulnerabilità**.

Ai fini della nostra analisi, ci concentriamo sui seguenti indicatori relativi alle società non finanziarie:

1. profittabilità e sue determinanti principali;
2. fabbisogno di finanziamento esterno;
3. livello di indebitamento.

■ **Profittabilità:** la variabile di riferimento è il margine operativo lordo (MOL), ovvero la misura di contabilità nazionale dei profitti delle imprese, pubblicata dall'ISTAT con cadenza trimestrale. Il grafico in basso mostra che la crisi finanziaria ha avuto un grave impatto negativo sulla redditività delle aziende italiane. Dal picco al minimo, in Italia il MOL è calato del 9% circa, mentre il successivo rimbalzo finora è stato relativamente modesto, con i profitti delle società non finanziarie in aumento del 3% circa dalla fine della recessione (il dato più aggiornato si riferisce al 4° trimestre 2010). Di conseguenza, **i profitti delle imprese alla fine dello scorso anno erano ancora inferiori di circa il 6% rispetto al livello pre-crisi**¹. Sebbene tali dati indichino che la situazione reddituale delle aziende non finanziarie italiane resta fragile, vale la pena segnalare qualche sviluppo positivo. In primo luogo, le imprese in Italia non hanno mostrato **una sottoperformance significativa rispetto all'Eurozona**, dove il divario fra il livello attuale del MOL e quello antecedente alla crisi è pari al -5% circa. In Eurozona il calo del MOL dal picco al minimo è stato più marcato (-11%), mentre la ripresa (+6%) è avvenuta più rapidamente che in Italia. Secondo, analizzando le due principali determinanti del MOL in Italia – valore aggiunto lordo e retribuzioni – osserviamo che il rialzo del VAL ha contribuito in misura maggiore alla ripresa della redditività delle aziende², controbilanciando l'aumento delle retribuzioni. Ciò sembra suggerire che **il recente miglioramento della situazione reddituale, seppur lento, sia genuino**, ossia determinato in gran parte da un aumento del fatturato e non più tanto dall'aggiustamento sul mercato del lavoro.

La redditività resta bassa...

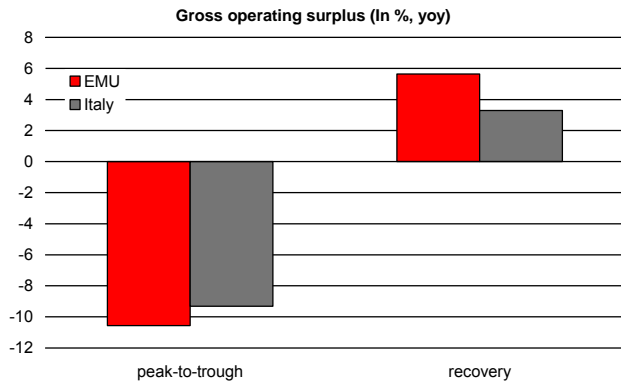
...ma è in miglioramento

¹ Si noti che i dati non sono destagionalizzati. Pertanto, allo scopo di attenuare la volatilità, teniamo conto della somma mobile dei quattro trimestri.

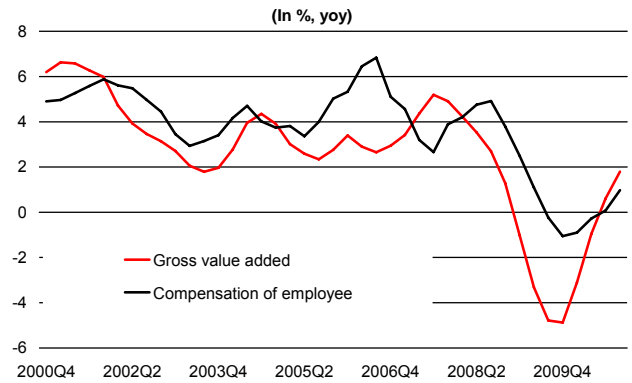
² Dopo aver toccato il minimo del -9,3% a/a nel 3° trimestre 2009, i profitti hanno ripreso la crescita positiva nel 2° trimestre 2010 espandendosi del 3,2%a/a nel 4° trimestre 2010.

LA REDDITIVITÀ RESTA BASSA...
...MA IL MIGLIORAMENTO È AUTENTICO

Somma cumulativa 4 trimestri



Somma cumulativa 4 trimestri



Fonte: ISTAT, Eurostat, UniCredit Research

Di fatto, dopo una contrazione dell'ordine del 24% dal picco al minimo a seguito della recessione, il fatturato dell'industria ha registrato un forte rimbalzo dalla fine della recessione (+22%). Si noti, tuttavia, che la ripresa del fatturato dell'industria è stata determinata in gran parte dalla solida performance delle aziende più orientate all'esportazione e che questo conta per circa il 20% del fatturato totale dell'intera economia.

Il fabbisogno di finanziamento esterno dovrebbe essere rimasto in territorio negativo

- **Fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese.** Questo indicatore, ottenuto come la differenza tra il risparmio lordo delle aziende e gli investimenti fissi lordi, rappresenta un valido indicatore del ricorso a fondi esterni da parte delle aziende per finanziare i piani di investimento. L'unico problema di questo indicatore è che, sebbene per Eurozona sia disponibile su base trimestrale (il dato più aggiornato si riferisce al 4° trimestre 2010), in Italia viene pubblicato solo con cadenza annuale (gli ultimi dati ufficiali si riferiscono al 2009). Tuttavia, come precedentemente accennato³, un valido indicatore del fabbisogno di finanziamento è rappresentato dal saldo netto delle operazioni finanziarie delle società non finanziarie⁴, disponibile un po' più in anticipo. L'indicatore mostra una sostanziale stabilità **per l'Italia nel 2010, attestandosi al -5,9% del VAL, lo stesso livello del 2009**. Viceversa, in Eurozona, dopo una sostanziale aggiustamento nel corso della crisi, il fabbisogno di finanziamento è diventato lievemente positivo nel corso del 2010 (in pareggio a fine 2010). Questo indica che il settore delle società non finanziarie in Italia continua a ricorrere a fonti esterne di finanziamento più che nella media di Eurozona. In altri termini, **le aziende italiane continuano a non poter fare affidamento su un valido buffer di liquidità** che le protegga da shock quali potenziali rallentamenti della domanda, aumenti dei prezzi delle materie prime e un inasprimento delle condizioni finanziarie. Ciò è determinante in particolare in un contesto di aumento dei tassi di interesse e di persistenti tensioni sui mercati finanziari.

Leva finanziaria: elevata in relazione agli standard storici

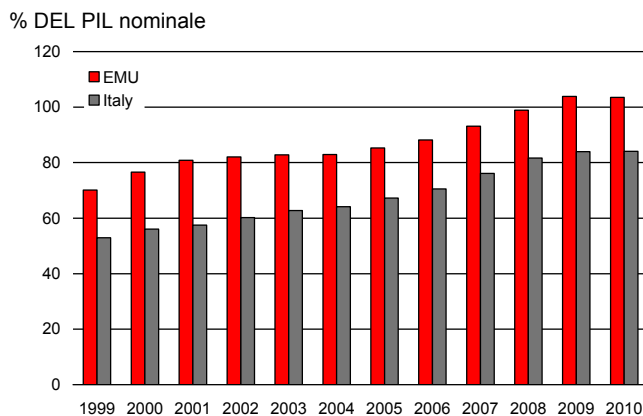
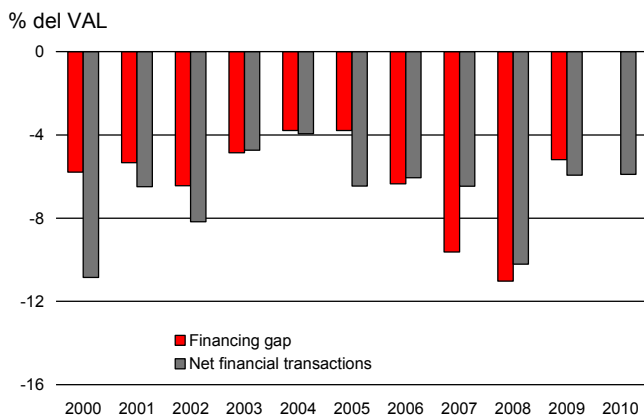
- **Leva finanziaria.** Abbiamo analizzato la leva finanziaria delle aziende italiane sulla base dei conti finanziari della Banca d'Italia che forniscono dati sul debito delle società non finanziarie (compresi prestiti e titoli) con cadenza trimestrale (gli ultimi dati disponibili sono riferiti al 4° trimestre 2010). Il deterioramento della situazione reddituale delle aziende italiane a seguito della crisi finanziaria è stato accompagnato da un ulteriore incremento del livello della leva finanziaria: **il rapporto debito/PIL delle società non finanziarie è salito dal 76,1% della fine del 2007 all'84,1% del 4° trimestre 2010, un livello storicamente relativamente alto** (per esempio il rapporto nel 1999 era al 53% del PIL). In un contesto in cui le aziende italiane fanno ancora massicciamente ricorso a fonti di finanziamento esterne, il fatto che il livello di indebitamento del settore delle aziende si sia stabilizzato negli ultimi trimestri e permanga ben al di sotto della media di Eurozona

Il credito bancario rappresenta il principale strumento di indebitamento

³ Cfr. "Perché l'Italia è diversa", UniCredit Economics Special, giugno 2010.

⁴ I dati sono tratti dalle statistiche della Banca d'Italia sui flussi di fondi e vengono pubblicati con cadenza trimestrale.

(attestatosi al 103,5% nel 4° trimestre 2010) costituisce solo un parziale sollievo. Tuttavia, la suddivisione del debito per strumenti finanziari mostra che i prestiti, soprattutto i **prestiti delle banche, continuano a rappresentare la maggior parte del debito delle società non finanziarie** (rispettivamente 77,9% e 55,7% del PIL), mentre i titoli restano meno rilevanti (sebbene la loro importanza sia in aumento) come fonte di finanziamento esterno (6,2% del PIL nel 2010 rispetto al 3,6% nel 2003).

AMPIO RICORSO AL FINANZIAMENTO ESTERNO
L' INDEBITAMENTO E' IN AUMENTO A SEGUITO DELLA CRISI


Fonte: Banca d'Italia, Eurostat, UniCredit Research

Prosegue l'allungamento delle scadenze dell'indebitamento bancario

Anche se lo scarso ricorso al sistema dei capitali rappresenta un fattore di arretratezza storica del sistema Italia, il fatto che le imprese abbiano un'esposizione relativamente limitata alle tensioni sui mercati finanziari è sicuramente un fattore incoraggiante nel difficile contesto attuale. Inoltre, analizzando la composizione per scadenza del indebitamento bancario, emerge un altro punto di relativa forza: **la prosecuzione del graduale (e strutturale) allungamento delle scadenze** cui abbiamo assistito negli ultimi anni dopo il lungo periodo di bassi tassi di interesse (la quota dei prestiti a medio e lungo termine sui prestiti totali era del 62,8% nel 2010 rispetto al 60,3% nel 2007 e al 54,7% nel 2003). Questo dovrebbe mitigare l'impatto dell'aumento dei tassi di interesse sull'onere del servizio del debito delle imprese italiane. Un fattore positivo, in particolar modo nell'attuale contesto di crescita degli utili ancora modesta.

Le imprese italiane sono ancora a metà del guado

Conclusione. Sebbene nel corso dell'ultimo anno siano emersi alcuni segnali tangibili di miglioramento della profittabilità, le imprese italiane **sono ancora a metà del guado**. La redditività delle aziende è migliorata ma non abbastanza da consentire di ridurre il ricorso al finanziamento esterno. Questo contribuisce a spiegare perché **il previsto processo di deleveraging e la ristrutturazione dei bilanci avanzino a fatica**. La dinamica relativamente più solida del credito bancario alle aziende in Italia rispetto a Eurozona è un effetto collaterale della peculiare posizione finanziaria delle aziende italiane. In un contesto in cui **il costo del servizio del debito è destinato ad aumentare, questo rappresenta un elemento di vulnerabilità**, sebbene la struttura finanziaria delle aziende, orientata verso il finanziamento bancario a lungo termine, dovrebbe mitigare l'effetto negativo.

Previsioni di UniCredit per l'Italia

	2010				2011				2012				Media annua		
	1Q-10	2Q-10	3Q-10	4Q-10	1Q-11	2Q-11	3Q-11	4Q-11	1Q-12	2Q-12	3Q-12	4Q-12	2010	2011	2012
PIL	0.6	0.5	0.3	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.3			
PIL (% a/a)	0.6	1.5	1.4	1.5	1.0	1.0	1.0	1.2	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2
Consumi Privati	0.2	0.1	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	1.0	0.8	0.8
Consumi Governativi	-0.6	0.4	-0.3	-0.6	0.5	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.6	0.3	0.2
Investimenti Fissi	1.5	1.6	0.6	-0.8	0.1	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	2.3	1.5	4.1
Esportazioni	3.7	2.4	2.8	0.4	1.4	2.4	1.4	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2	8.9	6.7	4.9
Importazioni	4.3	0.4	4.5	2.8	0.7	0.8	0.9	1.0	1.3	1.3	1.3	1.4	10.3	6.5	4.8
Esportazioni Nette*	-0.2	0.5	-0.5	-0.7	0.2	0.4	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5	-0.1	-0.1
Inflazione CPI (% a/a)	1.3	1.4	1.6	1.8	2.4	2.6	2.7	2.8	2.2	2.0	1.9	2.0	1.5	2.6	2.0
Tasso di Disoccupazione (%)	8.5	8.5	8.3	8.4	8.3	8.3	8.4	8.4	8.4	8.3	8.2	8.2	8.4	8.4	8.3
Deficit Pubblico (% PIL)													-4.6	-3.9	-2.7
Debito Pubblico (% PIL)													119.0	120.1	119.6
Tasso Refi BCE	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75	--	--	--
Tasso Euribor a 3 mesi	0.63	0.77	0.89	1.01	1.24	1.50	1.75	2.10	2.30	--	--	--	--	--	--
Swap a 10 anni	3.28	2.89	2.58	3.29	3.63	3.30	3.70	3.75	3.80	--	--	--	--	--	--
Bund a 10 anni	3.09	2.58	2.28	2.96	3.35	2.85	3.50	3.65	3.70	--	--	--	--	--	--
BTP a 10 anni	3.98	4.09	3.88	4.82	4.82	5.00	4.85	4.85	4.70	--	--	--	--	--	--
BTP-Bund spread	89	152	160	186	147	215	135	120	100	--	--	--	--	--	--
EUR/USD	1.33	1.22	1.36	1.33	1.42	1.42	1.46	1.49	1.53	--	--	--	--	--	--

All data are % qoq unless otherwise specified; GDP data are working-day adjusted. Interest and exchange rates are end of period.

* Contribution to growth; ** Assuming unchanged policies.

Previsioni globali di UniCredit
GROSS DOMESTIC PRODUCT

% a/a	EFFETTIVO			UniCredit			CONSENSO (Giugno-11)		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2010	2011	2012
STATI UNITI	1.9	0.0	-2.6	2.9	2.4	2.7	2.9	2.5	3.1
GIAPPONE	2.3	-1.2	-6.3	4.0	1.0	2.5	3.9	-0.7	3.2
EUROZONA	2.8	0.3	-4.1	1.7	2.1	1.7	1.7	2.0	1.7
GERMANIA	2.8	0.7	-4.7	3.5	3.5	2.0	3.6	3.3	2.0
ITALIA	1.4	-1.3	-5.2	1.2	1.1	1.2	1.2	0.9	1.1
FRANCIA	2.2	-0.2	-2.6	1.4	2.3	1.8	1.4	2.0	1.7
SPAGNA	3.6	0.9	-3.7	-0.1	0.8	1.4	-0.1	0.7	1.3
AUSTRIA	3.5	2.0	-3.9	2.1	3.1	1.8	2.1	2.6	2.0
SVEZIA	3.4	-0.8	-5.3	5.4	4.0	2.4	5.4	4.4	2.8
NORVEGIA (continentale)	5.4	1.6	-1.6	2.1	2.6	2.9	2.1	2.9	3.4
REGNO UNITO	2.7	-0.1	-4.9	1.4	1.5	2.0	1.3	1.6	2.1
SVIZZERA	3.6	2.1	-1.9	2.6	2.0	1.5	2.6	2.3	2.1

PREZZI AL CONSUMO

% a/a	EFFETTIVO			UniCredit			CONSENSO (Giugno-11)		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2010	2011	2012
STATI UNITI	2.9	3.8	-0.3	1.6	3.2	2.7	1.6	3.0	2.1
STATI UNITI (CPI core)	2.3	2.3	1.7	1.0	1.4	1.9	--	--	-
GIAPPONE	0.0	1.4	-1.4	-0.7	-0.3	0.4	-0.7	0.3	0.2
EUROZONA	2.1	3.3	0.3	1.6	2.7	2.0	1.6	2.6	1.9
GERMANIA	2.3	2.6	0.4	1.1	2.3	1.8	1.1	2.4	2.0
ITALIA	1.8	3.4	0.8	1.5	2.6	2.0	1.5	2.6	2.0
FRANCIA	1.5	2.8	0.1	1.5	2.1	1.7	1.5	2.1	1.8
SPAGNA	2.8	4.1	-0.3	1.8	3.3	2.5	1.8	3.1	1.8
AUSTRIA	2.2	3.2	0.5	1.9	3.2	2.2	1.9	2.8	2.1
SVEZIA	2.2	3.5	-0.3	1.3	2.5	1.5	1.3	3.1	2.5
NORVEGIA (continentale)	0.7	3.8	2.2	2.4	1.7	2.4	2.4	1.8	1.9
REGNO UNITO	2.3	3.6	2.1	3.3	4.1	2.5	3.3	4.3	2.5
SVIZZERA	0.7	2.4	-0.5	0.7	0.7	0.9	0.7	0.9	1.2

Source: Consensus Forecast, UniCredit Research

Disclaimer

Le nostre raccomandazioni vertono su informazioni ottenute da, ovvero basate su, fonti pubbliche considerate attendibili, per la cui completezza e accuratezza decliniamo tuttavia qualsiasi responsabilità. Le stime e i pareri contenuti nella relazione riproducono il giudizio indipendente degli analisti alla data della sua pubblicazione. Ci riserviamo la facoltà di modificare le opinioni espresse nella presente relazione in qualsiasi momento e senza preavviso alcuno. Analogamente ci riserviamo di non aggiornare le informazioni del caso e di sospendere la comunicazione senza previa notifica.

La presente analisi ha mero scopo informativo e (i) non costituisce parte integrante di alcuna offerta di vendita, sottoscrizione o sollecitazione d'offerta per l'acquisto o la sottoscrizione di strumenti finanziari, del mercato monetario o d'investimento né di titoli mobiliari di sorta, (ii) non intende proporsi quale offerta di vendita, sottoscrizione o sollecitazione d'offerta per l'acquisto o la sottoscrizione di strumenti finanziari, del mercato monetario o d'investimento né di titoli mobiliari di sorta né (iii) deve essere intesa quale pubblicità della stessa. Le possibilità d'investimento oggetto della presente relazione potrebbero risultare non adeguate per taluni investitori a seconda degli specifici obiettivi d'investimento perseguiti, dell'orizzonte temporale contemplato o della situazione finanziaria generale in cui versano. Gli investimenti del caso sono soggetti a fluttuazioni di prezzo e di valore. Gli investitori potrebbero dunque perdere del tutto o in parte il capitale investito. Le variazioni nei tassi di cambio potrebbero altresì produrre effetti negativi sul valore degli investimenti. Inoltre, le performance pregresse non sono necessariamente indicative dei risultati futuri. In particolare, si rammenta che i rischi associati all'eventuale investimento in strumenti finanziari, del mercato monetario o d'investimento ovvero in titoli mobiliari non sono illustrati in forma completa.

Le informazioni qui contenute vengono fornite senza garanzia e non dovranno essere considerate in sostituzione di un'eventuale consulenza individuale. Gli investitori del caso dovranno decidere autonomamente circa l'appropriatezza dell'investimento da operare negli strumenti di cui alla presente tenuto conto del merito e dei potenziali rischi, della propria strategia d'investimento e della propria posizione legale, fiscale e finanziaria. Dal momento che nulla di quanto contenuto nel presente documento assurge a raccomandazione diretta o indiretta d'investimento, né il documento stesso né alcuna sua parte dovrà intendersi quale base o invito a stipulare contratti o ad assumere impegni di sorta. Gli investitori sono dunque invitati a rivolgersi al proprio consulente finanziario.

UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit CAIB AG, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriak Bank, ATFBank e i rispettivi direttori, funzionari o dipendenti o qualsivoglia altro soggetto declinano ogni responsabilità (in presenza di negligenza o atti di altra natura) per eventuali perdite derivanti dall'uso del presente documento, dei suoi contenuti o di quanto inerente alla presente relazione.

La presente analisi sarà distribuita per posta elettronica o ordinaria alla clientela professionale, la quale dovrebbe operare le proprie scelte di investimento senza fare affidamento esclusivo sulla presente pubblicazione. È vietata la ridistribuzione, riproduzione o pubblicazione totale o parziale della stessa per qualsiasi scopo.

Sono responsabili del contenuto della presente pubblicazione:

a) UniCredit Bank AG, Am Tucherpark 16, 80538 Monaco, Germania, (responsabile altresì della distribuzione ai sensi del §34b della legge sugli strumenti finanziari WpHG). La società fa parte di UCI Group.

Autorità di vigilanza: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Francoforte, Germania.

b) UniCredit Bank AG, London Branch, Moor House, 120 London Wall, Londra EC2Y 5ET, Regno Unito.

Autorità di vigilanza: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Francoforte, Germania e soggetta a regolamentazione limitata dalla Financial Services Authority (FSA), 25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS, Regno Unito. I dettagli riguardanti i limiti delle regole applicate dalla Financial Services Authority sono disponibili su richiesta.

c) UniCredit Bank AG Milan Branch, Via Tommaso Grossi, 10, 20121 Milano, Italia, debitamente autorizzata dalla Banca d'Italia a prestare servizi d'investimento.

Autorità di vigilanza: "Banca d'Italia", Via Nazionale 91, 00184 Roma, Italia, e Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Francoforte, Germania.

Il Gruppo UniCredit CAIB, composto da

d) UniCredit CAIB AG, Julius-Tandler-Platz 3, 1090 Vienna, Austria

Autorità di vigilanza: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Praterstrasse 23, 1020 Vienna, Austria

e) UniCredit Securities, Boulevard Ring Office Building, 17/1 Chistoprudni Boulevard, Mosca 101000, Russia

Autorità di vigilanza: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Mosca 119991, Russia

f) UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Büyükdere Cad. No. 195, Büyükdere Plaza Kat. 5, 34394 Levent, Istanbul, Turchia

Autorità di vigilanza: Sermaye Piyasası Kurulu – Capital Markets Board of Turkey, Eskişehir Yolu 8.Km No:156, 06530 Ankara, Turchia

g) UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgaria

Autorità di vigilanza: Financial Supervision Commission, 33 Shar Planina str., 1303 Sofia, Bulgaria

h) Zagrebačka banka, Paromlinska 2, HR-10000 Zagabria, Croazia

Autorità di vigilanza: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Miramarska 24B, 10000 Zagabria, Croazia

i) UniCredit Bank, Na Příkopě 858/20, CZ-1121 Praga, Repubblica Ceca

Autorità di vigilanza: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Praga 1, Repubblica Ceca

j) Bank Pekao, ul. Grzybowska 53/57, PL-00-950 Varsavia, Polonia

Autorità di vigilanza: Polish Financial Supervision Authority, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-950 Varsavia, Polonia

k) UniCredit Bank, Prechistsenskaya emb. 9, RF-19034 Mosca, Russia

Autorità di vigilanza: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Mosca 119991, Russia

l) UniCredit Bank, Šancova 1/A, SK-813 33 Bratislava, Slovacchia

Autorità di vigilanza: National Bank of Slovakia, Stefanikovo nam. 10/19, 967 01 Kremnica, Repubblica Slovacca

m) Yapi Kredi, Yapi Kredi Plaza D Blok, Levent, TR-80620 Istanbul, Turchia

Autorità di vigilanza: Sermaye Piyasası Kurulu – Capital Markets Board of Turkey, Eskişehir Yolu 8.Km No:156, 06530 Ankara, Turchia

n) UniCredit Tiriak Bank, Ghetarilor Street 23-25, RO-014106 Bucharest 1, Romania

Autorità di vigilanza: CNVM, Romanian National Securities Commission, Foişorului street, no.2, sector 3, Bucharest, Romania

o) ATFBank, 100 Furmanov Str., KZ-050000 Almaty, Kazakhstan

Autorità di vigilanza: Agency of the Republic of Kazakhstan on the state regulation and supervision of financial market and financial organizations, 050000, Almaty, 67 Aiteke Bi str., Kazakhstan

POTENZIALI CONFLITTI D'INTERESSE

UniCredit Bank AG opera in qualità di Specialista o Primary Dealer di titoli di stato emessi dai Ministeri del Tesoro italiano, portoghese e greco. Tra i principali compiti spettanti allo Specialista rientra quello di partecipare in modo continuativo ed efficiente alle aste di titoli di stato, contribuire all'efficienza del mercato secondario mediante attività di market making nonché contribuire alla scelta delle politiche in materia di emissione di titoli del debito pubblico, anche attraverso attività di consulenza e di ricerca.

DICHIARAZIONE DELL'ANALISTA

La remunerazione dell'autore non è basata e non sarà basata sulle raccomandazioni o le opinioni espresse nel presente studio, né in forma diretta né in forma indiretta.

MISURE ORGANIZZATIVE ED AMMINISTRATIVE PER EVITARE E PREVENIRE CONFLITTI D'INTERESSE

Al fine di gestire l'insorgere di eventuali conflitti d'interesse, UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit CAIB AG, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriak Bank, ATFBank hanno adottato le misure organizzative necessarie e monitorate dalla rispettive Compliance. Gli eventuali conflitti d'interesse insorti vengono gestiti da barriere legali, fisiche e non fisiche (collettivamente denominate "Chinese Walls") designate per limitare il flusso d'informazioni fra un'area/divisione e l'altra di UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit CAIB AG, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriak Bank, ATFBank.

In particolare, le unità di Investment Banking, comprese le attività di corporate finance, capital markets, di consulenza finanziaria, sono separate e segregate dalle Unità di Mercato e dalla Ricerca. Relativamente alle operazioni svolte sul mercato azionario da parte di UniCredit Bank AG Milan Branch, le attività in conto proprio sono limitate alla esecuzione di ordini dei clienti o di delta hedging di posizioni in derivati OTC e/o regolamentati. UniCredit Bank AG Milan Branch ha linee guida interne e procedure per la pubblicazione di possibili conflitti di interesse nella preparazione di materiale di ricerca, in linea con le regole ed i regolamenti vigenti. Tali conflitti vengono resi noti nella sezione disclaimer di ogni prodotto della ricerca. Gli analisti sono coordinati su base giornaliera dai line manager, i quali non sono responsabili né delle attività di Investment Banking, comprese quelle di corporate finance, né attività sul mercato secondario.

DIVULGAZIONI AGGIUNTIVE RICHIESTE AI SENSI DELLE LEGGI E DELLA NORMATIVA VIGENTE NELLE GIURISDIZIONI INDICATE

Comunicazione agli investitori austriaci

Il presente documento non costituisce parte integrante di alcuna offerta di vendita, sottoscrizione o sollecitazione d'offerta per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli mobiliari. Né il documento stesso né alcuna sua parte dovrà intendersi quale base o invito a stipulare contratti o ad assumere impegni di sorta.

Il presente documento è confidenziale e viene fornito unicamente a scopo informativo. Ne è vietata la riproduzione, ridistribuzione, la trasmissione a terzi o la pubblicazione totale o parziale per qualsiasi scopo.

Comunicazione agli investitori del Regno Unito

Il presente documento è rivolto unicamente ai clienti di UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit CAIB AG, UniCredit CAIB Securities UK Ltd. or UniCredit Bank AG Milan Branch (i) che abbiano esperienza professionale in materia di investimenti oppure (ii) che siano soggetti contemplati dall'articolo 49(2)(a) - (d) ("società High Net Worth, associazioni non dotate di personalità giuridica (unincorporated associations), ecc.") del United Kingdom Financial Services and Markets Act del 2000 (Promozione Finanziaria) Ordine 2005 oppure (iii) che siano soggetti ai quali il presente documento possa essere legalmente destinato (collettivamente i "soggetti pertinenti"). La presente comunicazione non potrà essere utilizzata o impiegata da soggetti non classificati come soggetti pertinenti. Qualsivoglia investimento o attività d'investimento cui faccia riferimento la presente comunicazione sarà disponibile unicamente per i soggetti pertinenti e sarà operata unicamente con i soggetti pertinenti.

Comunicazione agli investitori della Repubblica Ceca

La presente relazione è destinata ai clienti di UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG, London Branch, UniCredit CAIB AG, UniCredit CAIB Securities UK Ltd. or UniCredit Bank AG Milan Branch della Repubblica Ceca e non può essere utilizzato da terzi per scopi diversi.

Comunicazione agli investitori italiani

Il presente documento non è destinato alla distribuzione ai clienti retail ai sensi dell'articolo 26, comma 1(e) del Regolamento n. 16190 approvato da CONSOB in data 29 ottobre 2007.

In caso di short note, gli investitori sono invitati a leggere il report completo, disponibile sul sito di UniCredit Research www.research.unicreditgroup.eu

Comunicazione agli investitori giapponesi

Il presente documento non costituisce parte integrante di alcuna offerta di vendita, sottoscrizione o sollecitazione d'offerta per l'acquisto o la sottoscrizione di titoli mobiliari. Né il documento stesso né alcuna sua parte dovrà intendersi quale base o invito a stipulare contratti o ad assumere impegni di sorta.

Comunicazione agli investitori polacchi

La presente analisi è indirizzata alla clientela professionale, come indicato nell'art. 3 39b del "Trading in Financial Instruments Act" del 29 luglio 2005. Chi ha pubblicato e distribuito la ricerca certifica che ha agito secondo due diligence nel preparare la ricerca per la cui completezza e accuratezza declina tuttavia qualsiasi responsabilità.

Comunicazione agli investitori russi

Per quanto di nostra conoscenza, non tutti gli strumenti finanziari di cui alla presente analisi sono stati registrati ai sensi della legge federale della Federazione Russa "sui Mercati Mobiliari" datata 22 aprile 1996, e successive modifiche, e non sono offerti, venduti, consegnati e pubblicizzati nella Federazione Russa. La presente analisi è indirizzata alla clientela professionale, come da legge, e non potrà essere distribuita al pubblico o a persone non qualificate.

Comunicazione agli investitori turchi

Le informazioni d'investimento, i commenti e le raccomandazioni di cui alla presente non rientrano nell'ambito delle attività di consulenza all'investimento. I servizi di consulenza all'investimento sono forniti conformemente ad un contratto d'ingaggio per la prestazione di servizi di consulenza all'investimento concluso fra le società di intermediazione, le società di gestione del portafoglio titoli, le banche non depositarie e i clienti. I commenti e le raccomandazioni qui contenute si basano sui pareri individuali di coloro che hanno fornito i commenti e le raccomandazioni del caso. Tali pareri potrebbero non risultare consoni al vostro status finanziario e alle vostre preferenze di rischio e rendimento. Per tale ragione, qualsiasi decisione d'investimento basata unicamente sulle informazioni qui contenute potrebbe produrre conseguenze che non soddisfano le vostre aspettative.

Comunicazione agli investitori statunitensi

La presente relazione si intende destinata ai clienti statunitensi ai sensi della Rule 15a-6 ("Rule 15a-6") del U.S. Securities Exchange Act del 1934, e successive modifiche. Tutti i destinatari statunitensi di cui alla presente relazione dichiarano, in virtù dell'accettazione della stessa, di essere "maggiori investitori istituzionali statunitensi" (quali definiti nella Rule 15a-6) nonché di prendere atto dei rischi correlati all'esecuzione di operazioni con i titoli sopra descritti. Qualsivoglia destinatario statunitense della presente relazione che intenda discutere o ricevere informazioni supplementari inerenti a qualsiasi titolo o emittente qui menzionati, ovvero che intenda procedere con un'operazione di acquisto o di vendita, di sollecitazione o di offerta per l'acquisto o la vendita di tali titoli sarà tenuto a contattare un rappresentante registrato di UniCredit Capital Markets, LCC. ("UCI Capital Markets").

Qualsiasi operazione condotta da un soggetto statunitense (che non sia un broker-dealer statunitense registrato ovvero una banca operante in veste di broker-dealer) dovrà avvenire presso o per il tramite di UCI Capital Markets.

I titoli di cui alla presente relazione potrebbero non essere registrati ai sensi del U.S. Securities Act del 1933, e successive modifiche, e l'emittente degli stessi potrebbe non essere assoggettato agli obblighi di reporting statunitensi e/o ad altri requisiti. Le informazioni disponibili relative agli emittenti di tali titoli potrebbero essere limitate, e gli emittenti del caso potrebbero non essere soggetti agli stessi standard di revisione e di reporting degli emittenti statunitensi.

Le informazioni contenute nella presente relazione si intendono destinate unicamente a taluni "maggiori investitori istituzionali statunitensi" e non possono essere impiegate da altri soggetti qualunque sia il fine del caso. Quanto riprodotto nel presente documento ha scopo meramente informativo e non costituisce sollecitazione alcuna per l'acquisto o l'offerta di vendita di titoli ai sensi del Securities Act del 1933, e successive modifiche, ovvero ai sensi di qualsiasi altra legge federale o statale, norma o regolamento statunitense in materia di titoli. Le opportunità d'investimento oggetto della presente relazione potrebbero rivelarsi inadatte per determinati investitori a seconda dello specifico obiettivo d'investimento, della tolleranza al rischio e della situazione finanziaria in cui versano. Nelle giurisdizioni in cui UCI Capital Markets non risulti registrata o in possesso di licenza per la negoziazione di titoli, commodities o altri prodotti finanziari, le eventuali operazioni potranno essere concluse unicamente in ottemperanza alla legge e al diritto applicabile, i quali potrebbero essere soggetti a variazioni in base alla giurisdizione del caso e potrebbero richiedere che una data operazione sia condotta conformemente alle eventuali esenzioni in essere in materia di requisiti di registrazione o di licenza.

Le informazioni riprodotte nella presente pubblicazione si basano su fonti accuratamente selezionate e ritenute attendibili, sebbene UCI Capital Markets non rilasci dichiarazioni di sorta in merito alla completezza o all'accuratezza delle stesse. I pareri espressi nella presente rispecchiano il giudizio dell'autore alla data di pubblicazione, a prescindere dalla data in cui lo stesso documento entrerà in vostro possesso, e in quanto tale è da considerarsi passibile di variazioni senza previa comunicazione.

UCI Capital Markets potrebbe aver pubblicato altre relazioni che risultino in contrasto con la presente o che giungano a conclusioni diverse da quelle illustrate nella stessa. Tali pubblicazioni rispecchiano le diverse supposizioni, opinioni e i diversi metodi analitici adottati dall'analista in questione. La performance pregressa non dovrebbe inoltre essere considerata come indicativa o quale garanzia dell'andamento futuro, ragion per cui non viene rilasciata alcuna dichiarazione o garanzia, implicita o esplicita, circa la futura performance.

UCI Capital Markets e le sue consociate potranno, in relazione ai titoli oggetto della presente, (a) assumere una posizione lunga o corta e comprare o vendere tali titoli; (b) agire in veste di banca d'investimenti e/o commerciale per gli emittenti di tali titoli; (c) agire in veste di market maker per i titoli; (d) operare all'interno del consiglio di amministrazione di tali emittenti; e (e) agire in veste di consulente remunerato di qualsiasi emittente.

Le informazioni di cui alla presente relazione potrebbero contenere analisi previsionali ai sensi delle leggi federali degli Stati Uniti in materia di titoli mobiliari soggette a rischi e incertezze. Tra i fattori che potrebbero far sì che i risultati attuali di una società o la sua situazione finanziaria differiscano dalle aspettative si annoverano, a mero titolo esemplificativo: l'incertezza politica, i cambiamenti nelle condizioni macro economiche che incidono negativamente sulla domanda dei prodotti e dei servizi della società, le oscillazioni sui mercati dei cambi, le fluttuazioni sui mercati finanziari nazionali ed internazionali e l'ambiente competitivo, nonché tutta una serie di altri fattori connessi a quelli appena elencati. Tutte le analisi previsionali vanno lette pertanto considerando i fattori di cui sopra.

La distribuzione del presente documento è vietata in Canada e in Australia.

UniCredit Research*

Thorsten Weinelt, CFA
Global Head of Research & Chief Strategist
+49 89 378-15110
thorsten.weinelt@unicreditgroup.de

Dr. Ingo Heimig
Head of Research Operations
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicreditgroup.de

Economics & FI/FX Research
Economics & Commodity Research
European Economics

Marco Valli, Chief Eurozone Economist
+39 02 8862-8688
marco.valli@unicredit.eu

Andreas Rees, Chief German Economist
+49 89 378-12576
andreas.rees@unicreditgroup.de

Stefan Bruckbauer, Chief Austrian Economist
+43 50505 41951
stefan.bruckbauer@unicreditgroup.at

Tullia Bucco
+39 02 8862-2079
tullia.bucco@unicredit.eu

Chiara Corsa
+39 02 8862-2209
chiara.corsa@unicredit.eu

Dr. Loredana Federico
+39 02 8862-3180
loredana.federico@unicredit.eu

Mauro Giorgio Marrano
+39 02 8862-8222
mauro.giorgiomarrano@unicredit.eu

Alexander Koch, CFA
+49 89 378-13013
alexander.koch1@unicreditgroup.de

Chiara Silvestre
chiara.silvestre@unicredit.eu

US Economics

Dr. Harm Bandholz, CFA, Chief US Economist
+1 212 672 5957
harm.bandholz@unicredit.eu

Commodity Research

Jochen Hitzfeld
+49 89 378-18709
jochen.hitzfeld@unicreditgroup.de

Nikolaus Keis
+49 89 378-12560
nikolaus.keis@unicreditgroup.de

EEMEA Economics & FI/FX Strategy

Gillian Edgeworth, Chief EEMEA Economist
+44 0207 826 1772, gillian.edgeworth@unicredit.eu

Gyula Toth, Head of EEMEA FI/FX Strategy
+43 50505 823-62, gyula.toth@unicreditgroup.at

Güldem Atabay, Economist, Turkey
+90 212 385 9551, guldem.atabay@unicreditgroup.com.tr

Dmitry Gourov, Economist, EEMEA
+43 50505 823-64, dmitry.gourov@unicreditgroup.at

Hans Holz hacker, Chief Economist, Kazakhstan
+7 727 244-1463, h.holz hacker@atfbank.kz

Marcin Mrowiec, Chief Economist, Poland
+48 22 656-0678, marcin.mrowiec@pekao.com.pl

Rozália Pál, Ph.D., Chief Economist, Romania
+40 21 203-2376, rozalia.pal@unicredit.ro

Kristofor Pavlov, Chief Economist, Bulgaria
+359 2 9269-390, kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg

Goran Šaravanja, Chief Economist, Croatia
+385 1 6006-678, goran.saravanja@unicreditgroup.zaba.hr

Pavel Sobisek, Chief Economist, Czech Republic
+420 2 211-12504, pavel.sobisek@unicreditgroup.cz

Dmitry Veselov, Ph.D., Economist, EEMEA
+44 207 826 1808, dmitry.veselov@unicredit.eu

Vladimír Zlacky, Chief Economist, Slovakia
+421 2 4950-2267, vladimir.zlacky@unicreditgroup.sk

Global FI/FX Strategy

Michael Rottmann, Head
+49 89 378-15121, michael.rottman1@unicreditgroup.de

Dr. Luca Cazzulani, Deputy Head, FI Strategy
+39 02 8862-0640, luca.cazzulani@unicredit.eu

Chiara Cremonesi, FI Strategy
+44 20 7826-1771, chiara.cremonesi@unicredit.eu

Elia Lattuga, FI Strategy
+39 02 8862-2027, elia.lattuga@unicredit.eu

Armin Mekelburg, FX Strategy
+49 89 378-14307, armin.mekelburg@unicreditgroup.de

Roberto Mialich, FX Strategy
+39 02 8862-0658, roberto.mialich@unicredit.eu

Kornelius Purps, FI Strategy
+49 89 378-12753, kornelius.purps@unicreditgroup.de

Herbert Stocker, Technical Analysis
+49 89 378-14305, herbert.stocker@unicreditgroup.de

Publication Address

UniCredit Research
Corporate & Investment Banking
UniCredit Bank AG Milan Branch
Economics & FI/FX Research
Via Tommaso Grossi, 10 - 20121 Milan
Tel +39 02 8862.2019 - Fax +39 02 8862.2585

Bloomberg
UCGR

Internet
www.research.unicreditgroup.eu

*UniCredit Research is the joint research department of UniCredit Bank AG (UniCredit Bank), UniCredit CAIB Group (UniCredit CAIB), UniCredit Securities (UniCredit Securities), UniCredit Menkul Degerler A.Ş. (UniCredit Menkul), UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriac Bank and ATFBank.