

## Il punto

**Italia:** il giudizio degli investitori sulla manovra dovrebbe tenere conto delle numerose criticità, ma anche di alcuni fattori mitiganti.

**Fed:** i verbali della riunione del FOMC di settembre confermano un diffuso consenso per ulteriori graduali rialzi, che portino i tassi in territorio modestamente restrittivo. Il ruolo delle stime di neutralità è ridimensionato a uno fra i molti fattori che influenzeranno le decisioni di politica monetaria.

## I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà sulla riunione BCE di ottobre, che dovrebbe essere interlocutoria anche se non escludiamo qualche indicazione tecnica sulle aste di rifinanziamento e riacquisti. Tra i dati in uscita, le prime indagini di fiducia di ottobre dovrebbero indicare un miglioramento del PMI composito a 54,3 da 53,5, con il manifatturiero stabile a 53,2 e i servizi in risalita a 54,9 da 54,7. In Germania, l'IFO è visto in calo a 102,7 da un precedente 103,7, ancora ampiamente al di sopra della media di lungo termine. In Francia, il morale delle imprese è atteso in rialzo con l'indice INSEE a 108 da 107, mentre in Belgio l'indice BNB di fiducia economica è visto correggere a 0,7 da 1,2. Infine, la stima flash di ottobre potrebbe indicare un miglioramento dell'indice di fiducia delle famiglie dell'Eurozona (a -1,8 da -2,9). In Italia, è attesa la risposta del governo alla lettera della Commissione del 18 ottobre, e la legge di bilancio dovrebbe iniziare il suo iter parlamentare.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà probabilmente sulla prima stima del PIL del 3° trimestre che dovrebbe mostrare un aumento di 3,3% t/t ann., dopo +4,2% t/t ann. in primavera. Fra i dati di settembre, il deficit commerciale dei beni dovrebbe segnare il quarto allargamento consecutivo, gli ordini di beni durevoli al netto degli aerei dovrebbero proseguire su un trend di modesti aumenti, le vendite di case nuove sono previste in marginale calo. La fiducia dei consumatori a ottobre potrebbe correggere in seguito alla volatilità vista sul mercato azionario. Il Beige Book dovrebbe dare indicazioni di espansione diffusa, con qualche effetto restrittivo, ma transitorio, legato agli uragani. Pur con segnali di crescente eccesso di domanda sul mercato del lavoro, le imprese dovrebbero riportare ancora moderazione delle pressioni sui prezzi.

19 ottobre 2018

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

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 19.10.2018

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

## Il Punto

**Italia:** il giudizio degli investitori sulla manovra dovrebbe tenere conto delle numerose criticità, ma anche di alcuni fattori mitiganti.

Il Governo italiano ha approvato lunedì 15 ottobre la proposta di legge di bilancio e il decreto fiscale collegato, e ha inviato alla Commissione europea il [Documento Programmatico di Bilancio](#). La Commissione, in una [lettera inviata al Governo italiano](#) il 18 ottobre, ha elencato i motivi per cui il DPB rappresenta una violazione “grave e manifesta” delle raccomandazioni adottate dal Consiglio Europeo:

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

Questi elementi a giudizio della Commissione possono configurare un'inosservanza “particolarmente grave” degli obblighi finanziari previsti dal Patto di Stabilità e Crescita, che non ha precedenti nella storia del PSC. Quello della Commissione è una sorta di secondo avvertimento (ampiamente atteso) dopo quello del 5 ottobre, e non ancora una bocciatura definitiva. La Commissione chiede al Governo una risposta entro mezzogiorno del 22 ottobre, prima di emettere il suo parere formale sul DPB.

Ad oggi è disponibile il testo completo del DPB, ma non ancora quello della manovra nella sua interezza (che deve essere trasmesso al Parlamento entro il 20 ottobre). In ogni caso, **è stato confermato l'impianto già annunciato della manovra: gli interventi lordi valgono 36,7 miliardi** (ovvero 33,5 miliardi al netto dei finanziamenti derivanti dalle disposizioni di legge che ogni misura va ad abrogare), **di cui 22 miliardi finanziati in deficit**.

**I nodi dell'ultim'ora** riguardavano le misure di risoluzione delle controversie fiscali e i tagli alle “pensioni d'oro”:

- Le disposizioni contenute nel decreto fiscale permetteranno di chiudere le **controversie con l'erario** pagando il 20% del non dichiarato negli ultimi cinque anni in caso di vittoria al secondo grado (50% al primo), senza sanzioni o interessi; gli evasori potranno far emergere il reddito non dichiarato fino a un massimo del 30% in più rispetto all'imponibile dell'anno precedente, con un tetto di 100.000 euro. È anche prevista una nuova rottamazione delle cartelle esattoriali relative al periodo dal 2000 al 2017 (le imposte dovute dovranno essere versate integralmente ma senza sanzioni e interessi, con la possibilità di rateizzare il pagamento in cinque anni a condizioni agevolate). Infine, l'operazione “saldo e stralcio” prevede l'azzeramento di tutti i debiti fiscali fino a 1000 euro tra capitale, interessi per ritardata iscrizione a ruolo e sanzioni, affidati ai riscossori dal 1° gennaio 2000 al 31 dicembre 2010. A fronte di queste misure, è previsto un inasprimento delle sanzioni contro gli evasori. Da notare comunque che da queste disposizioni il Governo stima un gettito inferiore al previsto, meno di 200 milioni l'anno prossimo (che salgono a 1,3 miliardi nel 2020 e 1,6 mld nel 2021).

- Per quanto riguarda i tagli alle cosiddette “**pensioni d’oro**”, l’accordo è stato trovato per un taglio ai trattamenti superiori ai 4500 euro netti al mese, che secondo il comunicato stampa successivo al Consiglio dei ministri dovrebbe garantire risparmi per un miliardo in tre anni (ma il DPB non quantifica l’impatto sull’indebitamento, che dovrebbe essere ben inferiore al decimo di PIL su base annua).

Sono state confermate le stime della vigilia sull’impatto dei principali **interventi**: la parte del leone la fanno (7 miliardi netti ciascuno) i due provvedimenti di bandiera dei due partiti di governo, ovvero il reddito (e la pensione) di cittadinanza e il superamento della Legge Fornero. L’unica precisazione è che il **reddito di cittadinanza** è stimato nel DPB costare 7 miliardi in quanto al netto dei fondi già stanziati per il reddito di inclusione dai precedenti governi (il costo lordo è di 9 miliardi, più uno per la riorganizzazione dei centri per l’impiego). Gli interventi sulle **pensioni** valgono anch’essi 7 miliardi l’anno. Forse l’unica “sorpresa” contenuta nel DPB (rispetto al CdM del 15 ottobre) è il fatto che l’aumento della dotazione finanziaria per assicurare il ristoro ai risparmiatori che hanno subito un danno dalle banche (sottoposte a risoluzione o poste in liquidazione tra il 16 novembre 2015 e il 1° gennaio 2018) ha un impatto sul bilancio dello stato pari a zero nel 2019 (e poco meno di 400 milioni nel 2020 e meno di un miliardo nel 2021).

Le principali novità riguardano le **coperture**, che vengono da:

- **razionalizzazione della spesa dei ministeri** e riprogrammazione dei trasferimenti a vari enti nell’ambito della revisione della spesa pubblica: da queste due misure sono attesi ben 3,6 miliardi nel 2019 (il comunicato stampa del 15/10 conteneva tra l’altro riferimenti a un azzeramento graduale del fondo pubblico per l’editoria e a una riduzione delle spese militari per circa un miliardo);
- **abrogazione dell’imposta sul reddito imprenditoriale** (2 miliardi, sempre relativamente al 2019), che armonizzava il trattamento fiscale delle imprese al livello delle società di capitali (24%) e che avrebbe dovuto trovare applicazione a partire dal 1° gennaio 2019, sostituita dall’introduzione della *flat tax* (più favorevole per piccole imprese e lavoratori autonomi, ma il saldo netto per il sistema imprese appare almeno a prima vista negativo);
- **rafforzamento della fatturazione elettronica** tra privati (con obbligo di memorizzazione e trasmissione telematica dei corrispettivi all’agenzia delle entrate), atteso fruttare, tramite recupero di evasione, 365 milioni nel 2019, 1,1 miliardi nel 2020 e 1,9 mld nel 2021;
- **incrementi di imposte per banche e assicurazioni**, derivanti dal trattamento fiscale della svalutazione crediti secondo i nuovi principi contabili IFRS9, dal differimento della deduzione delle svalutazioni e perdite su crediti degli enti creditizi e finanziari, dalla rideterminazione dell’acconto dell’imposta sui premi assicurativi e da non meglio precisati “interventi fiscali sulle banche” (tutte queste misure “contabili” valgono nel loro insieme ben 4,2 miliardi sul 2019).

In sintesi, **permangono le criticità già evidenziate in occasione della diffusione della Nota di Aggiornamento al DEF**, ovvero i rischi di sfioramento dei target per via di un eccessivo ottimismo sulle stime di crescita, di una probabile sottostima della spesa per interessi e delle clausole di salvaguardia ancora pendenti per gli anni successivi al 2019 (l’indebitamento netto programmatico al lordo delle clausole sarebbe pari al 2,8% nel 2020 e al 2,6% nel 2021). A queste, si aggiungono ulteriori criticità in merito ai dettagli diffusi nel DPB e cioè:

- **dal lato delle imprese, la manovra appare espansiva solo per piccole aziende e partite IVA**, ma (almeno a prima vista ovvero in attesa di maggiori dettagli) restrittiva per le imprese medie e grandi (per via tra l’altro del rafforzamento della fatturazione elettronica e dell’abrogazione dell’IRI e dell’ACE; da notare che la stessa tassazione agevolata degli utili reinvestiti per le imprese produce nelle stime del Governo un incremento e non una diminuzione di gettito nel 2019-20);

- l'incremento di tassazione per le imprese finanziarie (già colpite dagli effetti dell'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato) potrebbe essere trasferito in un **maggior costo del credito** per le aziende non finanziarie e le famiglie;
- **alcuni interventi espansivi potrebbero risultare più costosi di quanto stimato**: in particolare, il reddito di cittadinanza era stimato costare quasi 15 miliardi all'anno dal Presidente dell'Istat in un'audizione parlamentare del 2015<sup>1</sup>, pertanto occorrerà attendere i dettagli della misura per capire le ragioni della nuova stima a 9 miliardi (lordi).
- c'è **incertezza su alcune coperture**, in particolare appare sfidante l'obiettivo di risparmiare quasi 4 miliardi già nel 2019 dalla razionalizzazione della spesa centrale. Secondo il DPB, i risparmi verrebbero da: i) revisione delle procedure amministrative o organizzative; ii) defianziamento di progetti in relazione alla loro efficacia o priorità; (iii) revisione dei meccanismi o parametri che determinano le esigenze di spesa. Il comunicato stampa successivo al CdM del 15 ottobre menzionava anche espressamente l'obbligo per le amministrazioni pubbliche di acquistare beni e servizi tramite Consip che frutterebbe fino a 2 miliardi, ma gli ulteriori margini per risparmi significativi (oltre a quelli già ottenuti negli anni scorsi) appaiono limitati.

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

- il fatto che **il Governo non si aspetti un gettito decisivo dalle misure di risoluzione delle controversie fiscali** (appena 200 milioni sul 2019, come detto) è in qualche modo confortante, in quanto l'extra-gettito potrebbe compensare almeno in parte le eventuali sorprese negative su altre poste;
- anche in caso di ipotesi meno ottimistiche sulla crescita, e di moderato "sforamento" sui target di deficit, **il rapporto debito/PIL non è atteso salire** almeno nel breve termine (lo farebbe solo in caso di inversione del ciclo economico, che non sembra imminente);
- gli investitori appaiono consapevoli del fatto che **l'eventuale apertura di una procedura europea per deficit eccessivo non avrebbe ripercussioni immediate** (l'intero processo terminerebbe, se portato alle estreme conseguenze, con una sanzione solo verosimilmente nell'autunno del 2019);
- infine, **i rischi relativi al rollover del debito appaiono contenuti** nel breve termine: l'offerta netta di titoli governativi italiani (esclusi i BOT), al netto degli acquisti BCE, è sostanzialmente nulla nelle prossime settimane (fino a fine novembre).

**Questi fattori mitiganti potrebbero essere sufficienti a porre un limite alla volatilità sui mercati finanziari nel breve termine.** Verosimilmente, solo un *downgrade* di 2 *notch* (che non riteniamo probabile) da parte delle due agenzie di *rating* che sono attese pronunciarsi entro fine mese (S&P e Moody's) potrebbe mettere significativamente a rischio questo scenario.

**Fed**: i verbali della riunione del FOMC di settembre confermano un diffuso consenso per ulteriori graduali rialzi, che portino i tassi in territorio modestamente restrittivo. Il ruolo delle stime di neutralità è ridimensionato a uno fra i molti fattori che influenzeranno le decisioni di politica monetaria.

I **verbali della riunione del FOMC** di settembre hanno confermato la visione di consenso a favore di **ulteriori rialzi dei tassi** e l'importanza dell'evoluzione dei dati per il sentiero della politica monetaria. Il focus nei verbali è concentrato sulla valutazione dei partecipanti riguardo

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

all'opportunità di portare i **tassi in territorio restrittivo**: come già evidente dalle indicazioni del grafico a punti, questa opinione è condivisa da gran parte del Comitato. "Alcuni" ritengono che la politica monetaria debba diventare "modestamente restrittiva per un certo tempo" per contrastare una crescita al di sopra del potenziale e rischi di surriscaldamento. "Un numero" di partecipanti "giudica che sarà necessario alzare temporaneamente il tasso dei Fed funds al di sopra della loro valutazione del livello di più lungo termine" per evitare un *overshooting* dell'inflazione o squilibri finanziari. Solo "un paio" di partecipanti sono contrari a rialzi sopra la neutralità (probabilmente Bullard e Kashkari) senza segnali chiari di surriscaldamento e inflazione in rialzo. Il messaggio dei verbali evidenzia **la convinzione diffusa nel FOMC**, già emersa dalle scorse riunioni, che **il sentiero dei tassi nel prossimo biennio probabilmente supererà, se pure in misura limitata, il livello neutrale**.

Nella discussione riguardo a quanta restrizione sarà opportuna e a come verrà determinato il sentiero dei tassi, i partecipanti hanno riaffermato che le decisioni dipenderanno dall'evoluzione dello scenario e dei rischi. "Molti" hanno notato che i rialzi "dipenderanno dalla valutazione delle informazioni in arrivo e dalle loro implicazioni (...). In questo contesto, stime del livello neutrale del tasso dei Fed funds sarebbero solo uno fra molti fattori considerati dal Comitato". Questa **riduzione del ruolo delle stime di neutralità** da "punto luminoso brillante" a "visione sfuocata" (Williams, 2.10.2018) è avvenuta nei mesi recenti, sotto la guida di Powell, scettico sulla capacità di identificare in modo preciso il livello dei tassi neutrali. Per questo l'evoluzione delle "informazioni" sarà centrale nei prossimi trimestri.

I verbali mostrano che "quasi tutti" i partecipanti erano **favorevoli a rimuovere il giudizio di politica monetaria "accomodante"**, sulla base del fatto che mantenendola si sarebbe dato un "falso senso di precisione" riguardo alla stima della neutralità, che invece è molto incerta. Diversi partecipanti riportano di avere rivisto verso l'alto le previsioni di crescita, senza però modificare in modo significativo il loro scenario. Alcuni ritengono che lo stimolo fiscale abbia portato a un'accelerazione della crescita, altri però sottolineano l'effetto restrittivo dei nuovi dazi. Il Comitato ha anche indicato che la tendenza del tasso effettivo dei Fed funds verso la parte alta del corridoio non sia dovuta a scarsità di riserve, pertanto la riduzione della dimensione del bilancio proseguirà in linea con le previsioni. Nei verbali non si riportano commenti su ulteriori modifiche al tasso di interesse pagato sulle riserve, ma indicazioni potrebbero comparire alla prossima riunione per preparare un intervento a dicembre in concomitanza con l'atteso rialzo dei Fed funds.

Nell'insieme i verbali hanno confermato un ampio consenso a favore del proseguimento dei rialzi e la **convinzione che i tassi debbano essere portati al di sopra del livello di più lungo termine**. L'incertezza sulla stima della neutralità implica che i dati siano sempre più cruciali per determinare la politica monetaria nel prossimo biennio. In ogni caso, per ora non ci sono segnali della volontà di interrompere il sentiero dei rialzi nei prossimi trimestri. I verbali sono stati letti in modo *hawkish* dal mercato, che ha reagito con un rialzo dei rendimenti. Tuttavia, a nostro avviso il mercato non ha ancora scontato appieno i rialzi dei tassi nella prima parte del 2019, dato che assegna una probabilità solo poco sopra il 50% per un rialzo a marzo, dopo quello previsto per dicembre. Secondo noi, **difficilmente il FOMC farà una pausa: lo scenario centrale è di tre rialzi nel 2019 (ogni tre mesi) senza interruzioni**. In seguito, i dati determineranno se la mossa successiva sarà un rialzo o una riduzione.

## I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà sulla riunione BCE di ottobre, che dovrebbe essere interlocutoria anche se non escludiamo qualche indicazione tecnica sulle aste di rifinanziamento e riacquisti. Tra i dati in uscita, le prime indagini di fiducia di ottobre dovrebbero indicare un miglioramento del PMI composito a 54,3 da 53,5, con il manifatturiero stabile a 53,2 e i servizi in risalita a 54,9 da 54,7. In Germania, l'IFO è visto in calo a 102,7 da un precedente 103,7, ancora ampiamente al di sopra della media di lungo termine. In Francia, il morale delle imprese è atteso in rialzo con l'indice INSEE a 108 da 107, mentre in Belgio l'indice BNB di fiducia economica è visto correggere a 0,7 da 1,2. Infine, la stima flash di ottobre potrebbe indicare un miglioramento dell'indice di fiducia delle famiglie dell'Eurozona (a -1,8 da -2,9). In Italia, è attesa la risposta del governo alla lettera della Commissione del 18 ottobre, e la legge di bilancio dovrebbe iniziare il suo iter parlamentare.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà probabilmente sulla prima stima del PIL del 3° trimestre che dovrebbe mostrare un solido aumento di 3,3% t/t ann., dopo +4,2% t/t ann. in primavera. Fra i dati di settembre, il deficit commerciale dei beni dovrebbe segnare il quarto allargamento consecutivo, gli ordini di beni durevoli al netto degli aerei dovrebbero proseguire su un trend di modesti aumenti, le vendite di case nuove sono previste in marginale calo. La fiducia dei consumatori a ottobre potrebbe correggere in seguito alla volatilità vista sul mercato azionario. Il Beige Book dovrebbe dare indicazioni di espansione diffusa, con qualche effetto restrittivo, ma transitorio, legato agli uragani. Pur con segnali di crescente eccesso di domanda sul mercato del lavoro, le imprese dovrebbero riportare ancora moderazione delle pressioni sui prezzi.

### Lunedì 22 ottobre

#### Area euro

- **Italia.** È attesa entro mezzogiorno la risposta del governo italiano alla lettera dello scorso 18 ottobre della Commissione UE, che chiedeva spiegazioni in merito alle deviazioni dalle deliberazioni del Consiglio contenute nel Documento Programmatico di Bilancio, con riferimento a regola della spesa, dell'aggiustamento strutturale e del debito, nonché alla mancata validazione delle previsioni macroeconomiche da parte dell'UPB. Al momento, appare difficile che l'esecutivo apra a significative modifiche.

### Martedì 23 ottobre

#### Area euro

- **Area euro.** La stima flash potrebbe indicare una risalita a ottobre della **fiducia dei consumatori**, stimiamo a -1,8 da -2,9. Dopo tre mesi di contrazione, il morale delle famiglie europee potrebbe tornare a migliorare. Nei prossimi trimestri ci attendiamo una stabilizzazione su livelli più compatibili con l'attuale assestamento del ciclo economico dell'Eurozona.

### Mercoledì 24 ottobre

#### Area euro

- **Francia.** L'indice di **fiducia delle imprese manifatturiere** elaborato dall'INSEE dovrebbe risalire a settembre a 108 da 107 per effetto di un aumento della produzione corrente e una risalita degli ordini dopo tre mesi di cali consecutivi. Il morale nel manifatturiero dovrebbe rimanere espansivo nella parte finale dell'anno (al netto di possibili impatti dal commercio mondiale, che per ora però non si sono ancora manifestati in Francia).

- **Area euro.** La stima flash a ottobre potrebbe indicare una stabilizzazione del **PMI manifatturiero**, a 53,2 dopo i cali diffusi del mese precedente. Vediamo il PMI tedesco in calo a 53,5 da 53,7 ma ci aspettiamo un miglioramento del PMI francese a 52,7 da 52,5. Sarà importante verificare l'andamento degli ordini all'export, che a settembre avevano registrato un netto calo, in particolare in Germania. L'indice per i **servizi** è atteso migliorare a 54,9 da 54,7; di conseguenza, l'indice **PMI composito** dovrebbe migliorare a 54,3 da 54,0.
- **Area euro.** La dinamica **M3** di settembre è attesa riaccelerare al 3,6% da un precedente 3,5%. Per fine anno la dinamica di M3 dovrebbe tornare appena sopra il 4%. Tra le controparti ci aspettiamo una crescita stabile dei prestiti al settore privato al 2,4%.
- **Belgio.** L'indice di **fiducia economica** elaborato dalla **Banca del Belgio** a ottobre potrebbe correggere a 0,7 da 1,2. L'ampio rimbalzo di settembre (spiegato principalmente dalle costruzioni e dal manifatturiero) aveva stupito il consenso e pertanto una compensazione a ottobre è probabile. In particolare, sarà importante verificare l'andamento dell'indice per il manifatturiero (a settembre a -1,1 da -1,6), che funge da anticipatore per gli altri comparti dei paesi *core*.

#### Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a settembre sono previste in marginale calo a 625 mila da 629 mila di agosto. Il trend delle vendite è in declino da fine 2017, sulla scia di prezzi delle case elevati, scarsità di offerta e rialzo dei tassi sui mutui. I prezzi di acquisto e gestione delle case in gran parte degli Stati Uniti sono in aumento molto più rapido rispetto a quello degli affitti, e contribuiscono a frenare l'attività nel comparto immobiliare residenziale.
- La Fed pubblica il **Beige Book** in preparazione per la riunione di inizio novembre. Il rapporto dovrebbe registrare ancora espansione diffusa fra settori e aree geografiche, pur con indicazioni di effetti negativi nelle aree colpite dagli uragani Florence e Michael. Le prospettive delle imprese dovrebbero restare omogeneamente ottimistiche. La valutazione del mercato del lavoro dovrebbe riflettere crescente difficoltà a reperire manodopera sia specializzata sia non specializzata e qualche segnale di aumenti salariali e/o miglioramento dei benefit. Sui prezzi però non ci dovrebbero essere indicazioni di significative pressioni verso l'alto. Il Beige Book non dovrebbe modificare la previsione di un prossimo rialzo dei tassi a dicembre e di ulteriori rialzi nel 2019.

#### Giovedì 25 ottobre

#### Area euro

- **BCE. La riunione di ottobre non dovrebbe vedere l'introduzione di novità nella comunicazione sui tassi e sui riacquisti.** Nell'ultimo mese, vi è stato un coro di voci da parte di membri del Consiglio BCE per mantenere la *guidance* sui tassi nella formulazione attuale. Più di un membro ha indicato che la discussione sui tassi inizierà nei primi mesi del 2019. Rimaniamo dell'idea che il ciclo di rialzi potrebbe essere più aggressivo di quanto non sconti il mercato: 3 rialzi per fine 2020, ma l'evoluzione dei dati rimane chiave. È possibile che la BCE, come fece la Fed, nell'affrontare il tema della normalizzazione dei tassi di interesse discuta anche come alterare la *guidance* sui riacquisti e, in particolare, come dettagliare il riferimento a un periodo esteso di tempo. Non è escluso che la BCE possa voler rendere le modalità di intervento più flessibili, ma un'*operazione twist* non ci sembra giustificabile nelle attuali condizioni di mercato. La BCE vorrà tuttavia fornire indicazioni su come intende condurre le aste di rifinanziamento dal 2020. Il regime di *full allotment* resterà in piedi anche dopo il 2019? In passato la BCE ha comunicato con largo anticipo estensioni ai meccanismi di assegnazione della liquidità nelle aste di rifinanziamento.

- **Germania.** L'indice IFO di ottobre è visto in calo a 102,7 da un precedente 103,7, ancora ampiamente al di sopra della media di lungo termine. Ci aspettiamo sia un calo dell'indice sulle attese a 100 da 101 sia una flessione dell'indice sulla situazione corrente a 106 da 106,4. Il peggioramento del morale dovrebbe essere per lo più confinato al manifatturiero. L'indice IFO rimane ampiamente al di sopra della media a lungo termine e coerente con una crescita del PIL tedesco ancora appena al di sopra del potenziale.

#### Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** (prel.) a settembre dovrebbero correggere di -1,8% m/m, dopo +4,4% m/m di agosto, riflettendo la volatilità del settore dell'aeronautica civile. Al netto dei trasporti, gli ordini sono previsti in rialzo di 0,3% m/m, in linea con il trend degli ultimi mesi, caratterizzato da modesti incrementi, sempre positivi ma contenuti. Gli ordini di beni capitali al netto di aerei e difesa dovrebbero essere in aumento moderato, dopo la correzione di -0,9% m/m di agosto.
- La **bilancia commerciale dei beni** (prel.) a settembre dovrebbe registrare un ulteriore aumento del deficit (il quarto consecutivo), a 76,5 mld da 75,5 mld di agosto. Le esportazioni dovrebbero essere in ripresa, dopo tre mesi di contrazioni, con volumi in rialzo ma prezzi invariati. Le importazioni dovrebbero segnare un ampio aumento in parte spinto dai prezzi (+0,5% m/m, in gran parte dovuto alla componente energetica), in parte dai volumi. I dati delle esportazioni sono stati influenzati dall'introduzione dei dazi verso la Cina, con un ampio balzo "preventivo" in primavera, seguito da un'ampia flessione fra maggio e agosto. Il canale estero dovrebbe contribuire molto negativamente alla crescita del 3° trimestre (circa -0,9 pp).

#### Venerdì 26 ottobre

#### Area euro

- **Francia.** L'indice di **fiducia dei consumatori** è atteso rimbalzare a settembre a 96 da 94. Il morale delle famiglie era calato a settembre dopo tre mesi di relativa stabilità per effetto di un peggioramento della percezione della propria situazione economica. Il morale dei consumatori sta ritornando sui livelli del 2016, ormai del tutto esaurita la fase espansiva del 2017.

#### Stati Uniti

- La stima *advance* del **PIL del 3° trimestre** dovrebbe mostrare una variazione di 3,5% t/t ann., dopo +4,2% t/t ann. del 2° trimestre. I consumi dovrebbero restare la locomotiva della crescita, con un aumento previsto di 3,4% t/t ann., dopo + 3,8% t/t ann. della primavera. Gli investimenti fissi non residenziali dovrebbero essere in rialzo moderato (2,8% t/t ann.), grazie a variazioni positive di macchinari e proprietà intellettuale che dovrebbero più che compensare la contrazione delle strutture. Gli investimenti residenziali dovrebbero ancora una volta contribuire negativamente alla crescita, e segnare una flessione di -1,5% t/t ann.. La spesa pubblica è prevista in accelerazione, grazie agli effetti della legge di spesa approvata in primavera. Nel 3° trimestre, scorte ed esportazioni nette dovrebbero avere ruoli rilevanti per la crescita complessiva, come nella primavera: il contributo delle scorte dovrebbe essere massiccio (+2pp), dopo l'ampia correzione del 2° trimestre; le esportazioni nette dovrebbero sottrarre circa 1pp alla crescita, capovolgendo l'ampio contributo positivo dato nei tre mesi precedenti per via dell'anticipazione delle vendite estere legata all'arrivo dei nuovi dazi. I dati dovrebbero confermare la solidità della ripresa nel 2018, e gli effetti del sostegno dello stimolo fiscale alla spesa per consumi privati e pubblici. Con la normalizzazione del canale estero e delle scorte nei prossimi trimestri, la crescita dovrebbe convergere su livelli più moderati e aprire la strada al rallentamento atteso per il prossimo triennio.

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a ottobre (finale) dovrebbe correggere a 97 da 99 della stima preliminare, sulla scia della flessione del mercato azionario delle ultime settimane. Le aspettative di inflazione a 5 anni potrebbero risalire di un decimo dal 2,3% dell'indagine preliminare (minimo da dicembre 2016), restando comunque stabili all'interno dell'intervallo ristretto 2,4%-2,6% degli ultimi due anni.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (22 – 26 ottobre)										
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Mar	23/10	08:00	GER	PPI a/a		set	3.1	%	2.9	
		08:00	GER	PPI m/m		set	0.3	%	0.2	
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	ott	-2.9		-3.2	-1.8
Mer	24/10	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		ott				
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	ott	107.0		107.0	108.0
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	ott	52.5		52.6	52.7
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	ott	54.8		55.0	55.1
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	ott	55.9		55.5	55.7
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	ott	53.7		53.4	53.5
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		set	3.00	Mld €		
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	ott	54.1		53.8	54.3
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	ott	53.2		53.0	53.2
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	ott	54.7		54.4	54.9
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	set	3.5	%	3.5	3.6
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		ago	0.2	%		
		15:45	USA	Markit PMI prelim		ott	55.6			
		16:00	BEL	Indice ciclico BNB		ott	1.2			0.7
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	set	0.629	Mln	0.630	0.625
Gio	25/10	08:00	GER	Fiducia consumatori		nov	10.6		10.5	
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		ott	106.4		106.0	106.0
		10:00	GER	IFO (attese)		ott	101.0		100.3	100.0
		10:00	GER	IFO	**	ott	103.7		103.2	102.7
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	210	x1000		
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	set	0.0	%	0.3	0.3
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	set	4.4	%	-2.3	-1.8
Ven	26/10	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		set	-75.8	Mld \$	-76.5	
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		ott	94.0		94.0	96.0
		14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T3	4.2	%	3.3	3.3
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		ott prel	99.0		99.5	99.0

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 (20 – 26 ottobre)				
Data	Ora	Paese	*	Evento
Sab	20/10	08:50	GIA	Discorso di Amamiya (BoJ)
		18:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Mar	23/10	12:30	GB	Discorso di Aldane (BoE)
		15:30	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		17:20	GB	Discorso di Carney (BoE)
Mer	24/10	19:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		19:10	USA	Discorso di Mester (Fed)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	25/10	13:45	EUR	* BCE annuncio tassi (previsione Intesa Sanpaolo: tassi invariati)
		13:45	EUR	** Conferenza stampa di Draghi
Ven	26/10	--	ITA	** S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		03:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
		10:00	EUR	La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	set	+0.2	(0.3)	%	0.4	-0.1
Vendite al dettaglio m/m	set	0.1		%	0.6	+0.1
Indice Empire Manufacturing	ott	19.0			19.0	21.1
Scorte delle imprese m/m	ago	+0.7	(0.6)	%	0.5	+0.5
Impiego capacità produttiva	set	78.1		%	78.2	78.1
Produzione industriale m/m	set	0.4		%	0.2	+0.3
Indice Mercato Immobiliare NAHB	ott	67.0			67.0	68.0
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ago	+66.7	(74.8)	Mld \$		+131.8
Licenze edilizie	set	1.249		Mln	1.278	1.241
Nuovi cantieri residenziali	set	1.268	(1.282)	Mln	1.220	1.201
Richieste di sussidio	settim	215	(214)	x1000	212	210
Indice Philadelphia Fed	ott	22.9			20.0	22.2
Indice anticipatore m/m	set	0.4		%	0.5	0.5
Vendite di case esistenti (mln ann.)	set	5.34		Mln	5.30	

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

Le **vendite al dettaglio** a settembre deludono, registrando un aumento di solo 0,1% m/m, come ad agosto. Al netto delle auto, le vendite calano di -0,1% m/m, dopo +0,2% m/m di agosto. I dati sottostanti restano però diffusamente positivi e confermano un quadro di espansione forte dei consumi, anche se in moderato rallentamento rispetto a quanto visto nel 2° trimestre. Le vendite di benzina calano ampiamente (-0,8% m/m) per via di un effetto prezzo. L'aggregato al netto di benzina, alimentari, auto e materiali da costruzione, che entra direttamente nella definizione dei consumi personali, è in rialzo solido, +0,5% m/m. I materiali da costruzione sono in rialzo modesto (+0,1% m/m). Alcune voci segnano rialzi solidi: auto, +0,8% m/m (sostituzione delle auto distrutte dall'uragano Florence), abbigliamento +0,5% m/m, elettronica +0,9% m/m, articoli sportivi +0,7% m/m, vendite online +1,1% m/m. La voce bar e ristoranti cala di -1,8% m/m, dopo diversi mesi forti e in parte probabilmente sulla scia degli effetti dell'uragano. Le informazioni sulle vendite di settembre danno supporto a una previsione di crescita dei consumi vicina a 3,5% t/t ann. nel 3° trimestre (stima GDP nowcasting: 3,3% t/t ann.).

L'indice **Empire** della NY Fed a ottobre aumenta a 21,1 da 19 di settembre. Gli ordini e le consegne recuperano dopo una moderata correzione a settembre, mentre gli occupati flettono a 9 da 13,3. Gli indici di prezzo, sia ricevuti sia pagati, sono in moderato calo per il 4° mese consecutivo e danno segnali di contenimento delle pressioni inflazionistiche. Gli indici di attività a 6 mesi sono poco variati, su livelli espansivi. L'indice dei prezzi ricevuti corregge a 23,5, al di sotto della media degli ultimi sei mesi (27,7). Complessivamente l'indagine dà indicazioni di continua espansione nel settore, senza ulteriore accelerazione dell'attività, e di moderazione della dinamica dei prezzi.

Il **deficit federale nell'anno fiscale 2018**, concluso il 30 settembre, aumenta del 17% rispetto all'a.f. 2017. L'incremento del deficit a 779 mld di dollari (3,9% del PIL), da 666 mld del 2017, è dovuto a un aumento delle spese di 3,2% (guidato da difesa e interessi) a fronte di un rialzo delle entrate di solo 0,4% (frenato dalla riforma tributaria). Come nota il CBO, il deficit di settembre 2018 è stato contenuto da un effetto calendario, che ha spostato su ottobre alcune uscite che avrebbero ampliato il deficit di circa 160 mld di dollari, aumentando ulteriormente il gap fra entrate e uscite. Le previsioni del CBO vedono il deficit a 980 mld di dollari nell'a.f. 2019 (4,6% del PIL), in ininterrotto rialzo nel prossimo decennio, da 1 tln di dollari nel 2020 a 1,5 tln nel 2028, e in media intorno al 5% del PIL.

La **produzione industriale** a settembre aumenta di 0,3% m/m, dopo +0,4% m/m di agosto. Il manifatturiero registra una variazione di 0,2% m/m, con un incremento solido nel settore auto (+1,7% m/m, dopo +4,3% m/m), in quello dei macchinari (+0,9% m/m) e in quello dell'elettronica (+0,5% m/m). Le utility sono invariate e l'estrattivo registra un incremento di 0,5% m/m. L'output è positivo sia per i beni di consumo che per quelli capitali (negativo però per il comparto costruzioni).

L'**indice di fiducia dei costruttori di case** sorprende con un rialzo a 68 a ottobre, da 67 di settembre, con aumenti dell'indice di vendite correnti a 74 da 73 e di quello delle vendite attese a 75 da 74, sul massimo da sei mesi. Il settore dell'edilizia residenziale è in declino da inizio anno, sulla scia di prezzi molto elevati, offerta scarsa e tassi in rialzo; l'aumento della fiducia dei costruttori era inatteso e, difficilmente, può essere letto come un segnale di svolta positiva duratura.

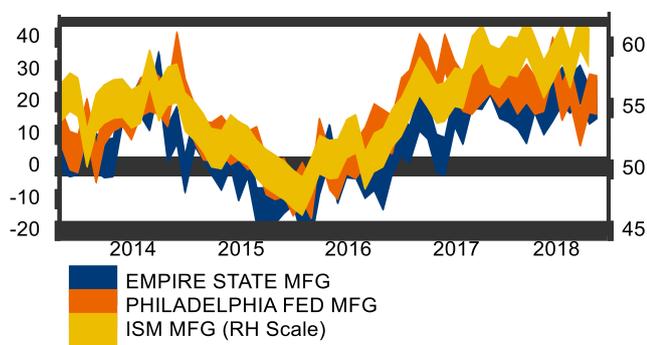
Le **posizioni aperte** sul mercato del lavoro americano continuano ad aumentare. Ad agosto i posti disponibili sono saliti a 7,136 mln, toccando un nuovo massimo per la serie. Ad agosto, i posti disponibili sono superiori di 902 mila rispetto al numero di disoccupati. Prima di marzo 2018 non era mai successo che i posti superassero il numero di persone in cerca di lavoro. Anche le dimissioni volontarie continuano a crescere. I dati del rapporto "Job openings and labor turnover" confermano il crescente eccesso di domanda sul mercato del lavoro americano.

I nuovi **cantieri residenziali** a settembre correggono a 1,201 mln da 1,268 mln di agosto. Il calo colpisce sia il comparto unifamiliare (-0,9% m/m) sia, soprattutto, quello più volatile delle unità multifamiliari (-15,2% m/m). L'andamento dei cantieri da fine 2017 è stato molto volatile, ma il trend di fondo è moderatamente negativo (-3,3% a/a) per via della forte flessione delle unità multifamiliari (-12,9% a/a), mentre nel segmento unifamiliari la variazione è modestamente positiva (+1,6% a/a). Le licenze calano di -0,6% m/m, a 1,241 mln e danno indicazioni di modesta correzione dell'attività nel settore nei prossimi mesi. Le unità in costruzione a settembre sono poco variare rispetto ai mesi precedenti, mentre le unità completate calano e segnalano che anche nel 3° trimestre gli investimenti residenziali probabilmente daranno un contributo negativo alla crescita del PIL.

I **nuovi sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 13 ottobre restano sui minimi dalla fine degli anni '60, a 210 mila, poco variati rispetto a 215 mila della settimana precedente. I dati riguardano la settimana di rilevazione dell'*employment report* di ottobre e segnalano sempre mercato del lavoro vicino al pieno impiego.

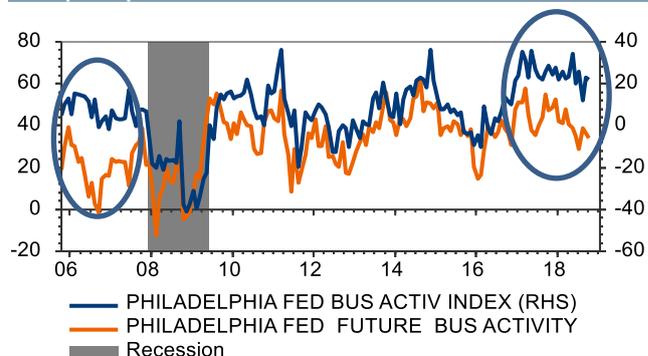
L'indice della **Philadelphia Fed** a ottobre è poco variato a 22,2, da 22,9 di settembre. Lo spaccato dell'indagine è positivo, con tutte le componenti su livelli espansivi: ordini a 19,3 da 21,4, consegne a 24,5 da 19,6, numero di occupati a 19,5 da 17,6. Gli ordini inevasi e i tempi di consegna sono in calo, e suggeriscono ritmi di espansione sempre positivi, ma in possibile rallentamento nei prossimi mesi. I prezzi pagati segnano il quarto calo consecutivo dal picco a 62,9 di luglio, invece i prezzi ricevuti sono in modesto rialzo a 24,1, sempre però molto inferiori ai livelli del primo semestre, intorno a 33. Gli indici a sei mesi sono sempre su livelli elevati, con indicazioni di proseguimento dell'espansione del settore. Le domande speciali del mese riguardano i programmi di investimento: il 41% riporta investimenti in rialzo nel 2019, contro 14% di imprese che prevedono di ridurre la spesa in conto capitale. Le imprese riportano effetti netti sui piani di investimento positivi dalla riforma tributaria e modestamente negativi dai dazi.

## Settore manifatturiero sempre a pieni giri



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Philadelphia Fed: l'espansione prosegue nel manifatturiero, ma le imprese prevedono un rallentamento



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

## Giappone

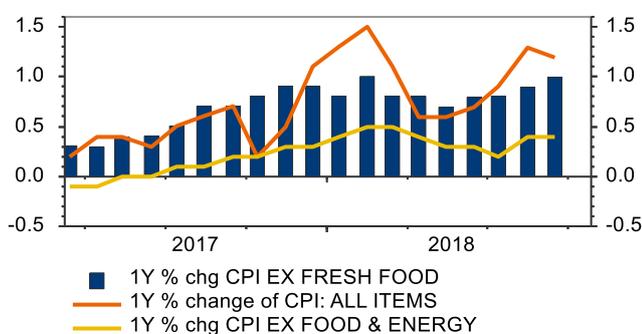
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m finale	ago	0.7		%	0.2
Bilancia commerciale	set	-438.4	(-444.6)	Mld ¥	+139.6
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	set	0.9		%	1.0
CPI (naz.) a/a	set	1.3		%	1.2

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Bloomberg

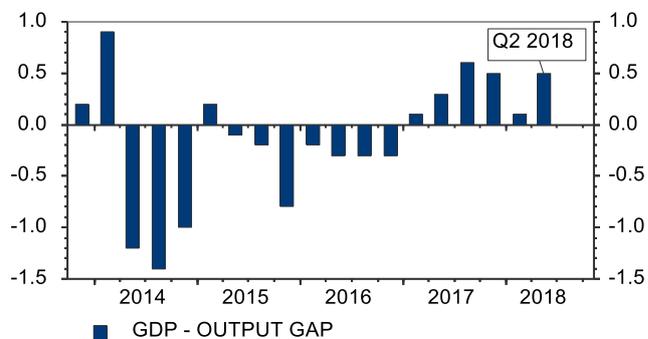
Il **CPI nazionale** a settembre aumenta di 1,2% a/a, spinto da una ripresa dei prezzi energetici. L'indice **core al netto di alimentari freschi, obiettivo della BoJ** prosegue su trend marginalmente positivo, a 1% a/a, dal minimo di 0,7% a/a di aprile. L'**inflazione "core-core (al netto di alimentari freschi ed energia) invece rimane stabile a 0,4% a/a**. Oltre alle variazioni positive di benzina ed elettricità, si registra una modesta accelerazione degli alimentari e dell'abbigliamento. In autunno, con una probabile riduzione dell'output gap in seguito ai disastri naturali dell'estate, l'inflazione dovrebbe stabilizzarsi, ma nel 2019, il graduale movimento verso l'alto dovrebbe riprendere. Ieri Kuroda ha commentato in modo positivo la moderata ripresa dell'inflazione core sottolineando che nell'ultimo anno c'è stato un miglioramento "intorno al 10%". La stabilizzazione dell'inflazione core vicino all'1% a/a probabilmente indurrà la BoJ a rivedere verso l'alto la valutazione dell'inflazione: nel giudizio sullo scenario economico. A settembre, il comunicato affermava che la variazione del CPI ex-alimentari freschi era "nell'intervallo fra 0,5-1%. Alla prossima riunione a fine ottobre tale valutazione potrebbe essere rivista a "intorno all'1%" nel testo del comunicato. Tuttavia, nell'Outlook for Activity and Prices probabilmente non sarà modificata la previsione di inflazione core sotto il 2% per tutto l'orizzonte previsivo (al netto del rialzo dell'imposta sui consumi: 1,5% nell'a.f. 2019, 1,6% nell'a.f. 2020).

CPI: trend lentissimi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

L'output gap positivo contribuisce al modesto trend verso l'alto dell'inflazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream. Stime Cabinet office.

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Retribuzioni medie	ago	2.6	%	2.6 +2.7
Tasso di disoccupazione ILO	ago	4.0	%	4.0 4.0
CPI m/m	set	0.7	%	0.2 +0.1
CPI a/a	set	2.7	%	2.6 +2.4
Vendite al dettaglio a/a	set	+3.4	( <del>3.3</del> ) %	3.6 +3.0
Vendite al dettaglio m/m	set	+0.4	( <del>0.3</del> ) %	-0.4 -0.8

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

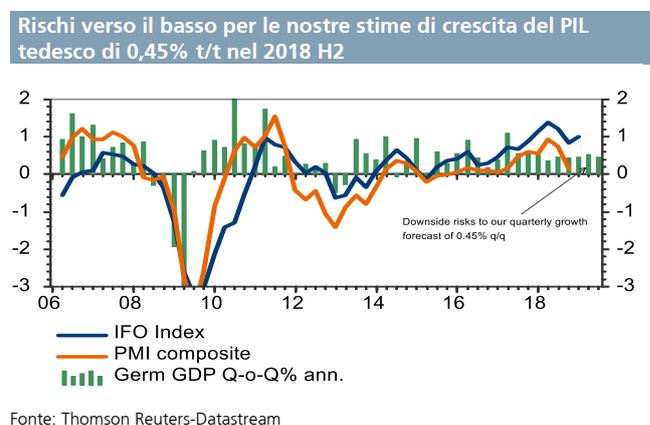
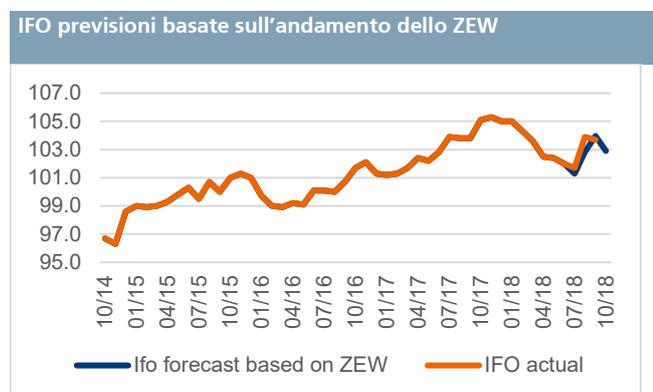
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	CPI a/a finale	set	2.1	%	2.1 2.1	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	set	1.1	%	1.1 1.1	
EUR	CPI m/m finale	set	0.2	%	0.5 0.5	
GER	ZEW (Sit. corrente)	ott	76.0		74.5 70.1	
GER	ZEW (Sentiment econ.)	ott	-10.6		-12.0 -24.7	
ITA	Ordini all'industria a/a	ago	2.80	%		0.9
ITA	Ordini all'industria m/m	ago	-2.2	( <del>-2.3</del> ) %		4.9
ITA	Fatturato industriale a/a	ago	3.1	( <del>2.9</del> ) %		3.2
ITA	Fatturato industriale m/m	ago	-0.9	( <del>-1.0</del> ) %		1.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	set	-0.4	%	-0.4	-0.5
ITA	IPCA a/a finale	set	1.6	%	1.6	1.5
ITA	IPCA m/m finale	set	1.8	%	1.8	1.7
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	set	1.5	%	1.5	1.4
ITA	Bilancia commerciale (EU)	ago	2.660	( <del>2.677</del> ) Mld €		0.817
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ago	5.659	( <del>5.676</del> ) Mld €		2.564

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

**Germania.** L'indice sulle aspettative ZEW è sceso a -12,7 da un precedente -10,6, in linea con le nostre stime, ma leggermente sotto al consenso. L'indice sulla situazione corrente è calato a 70 da un precedente 76,0. Il calo dell'indagine ZEW di ottobre, e in particolare dell'attuale indicatore sulla situazione corrente indica che l'economia tedesca potrebbe perdere slancio all'inizio dell'autunno. In base all'andamento dello ZEW di ottobre, prevediamo un calo dell'indice IFO tedesco a 102,6 da 103,6 in precedenza. Secondo l'istituto ZEW, la discesa delle attese è principalmente dovuta alle crescenti preoccupazioni sulle controversie commerciali tra Stati Uniti e Cina. Gli indici di fiducia IFO e ZEW (condizioni correnti) rimangono in ogni caso su

livelli molto elevati e tuttavia i dati recenti ci inducono a segnalare rischi verso il basso per le nostre previsioni di crescita trimestrale di 0,45% t/t nel 3° e nel 4° trimestre di quest'anno.

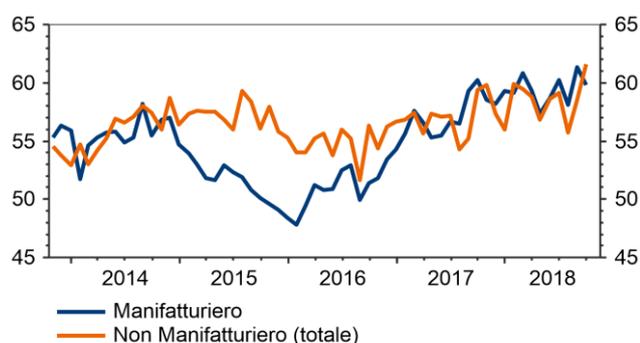


**Italia. L'inflazione di settembre è stata rivista verso il basso di un decimo** relativamente sia al NIC sia all'armonizzato UE (tanto la variazione congiunturale quanto quella tendenziale). Sull'indice domestico, i prezzi sono calati di mezzo punto nel mese e sono saliti di 1,4% sull'anno (in rallentamento da 1,7% precedente). La revisione al ribasso è dovuta soprattutto agli alimentari, e in minor misura alle spese per il tempo libero, alle comunicazioni e ai mobili, articoli e servizi per la casa. L'inflazione di fondo è stata anch'essa rivista al ribasso di un decimo, a 0,7% (in calo da 0,8% di agosto). In ogni caso, **le pressioni al ribasso di settembre sono dovute principalmente a fattori stagionali. In tal senso, pensiamo che il CPI possa tornare ad aumentare già da ottobre**, anche sul rialzo significativo delle tariffe energetiche (+7,6% l'elettricità, +6,1% il gas). Pensiamo che l'inflazione negli ultimi tre mesi dell'anno possa collocarsi intorno al 2% (con rischi al rialzo su tale stima). Insomma, il trend per l'inflazione resta a nostro avviso al rialzo, anche se dovuto quasi interamente all'energia. Proprio l'attenuarsi dell'effetto statistico sui prodotti energetici dovrebbe favorire un rientro della tendenza dei prezzi nel corso del 2019. Peraltro, non ci sono segnali di accelerazione dell'inflazione *core*.

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

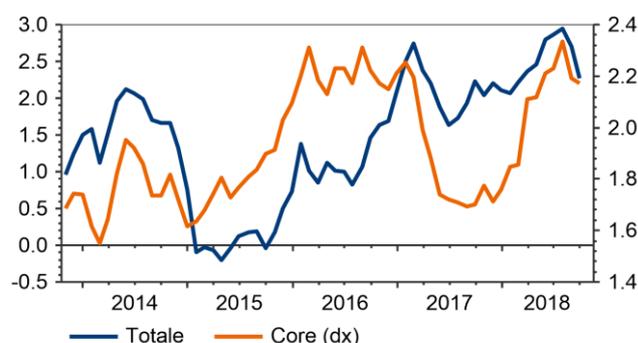
## Stati Uniti

### Indagini ISM



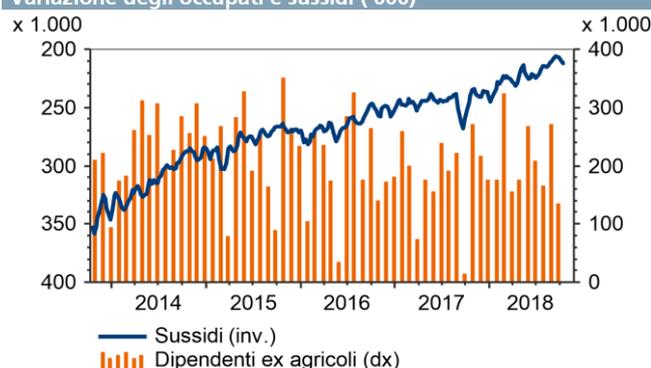
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### CPI – Var. % a/a



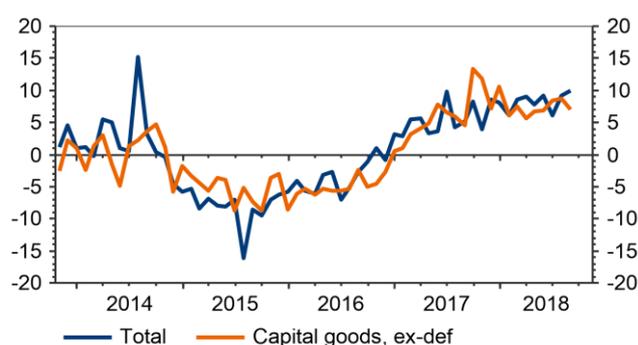
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

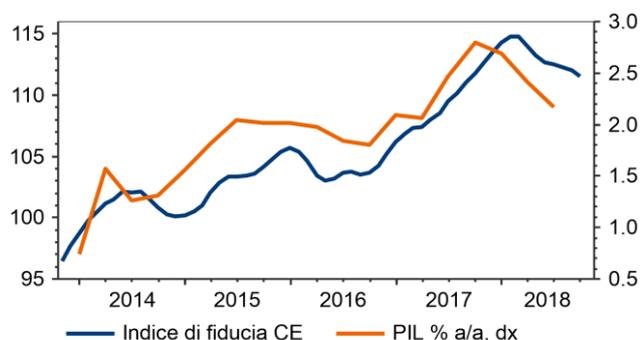
### Previsioni

	2017	2018p	2019p	2017		2018				2019	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	2.9	2.6	2.3	2.5	2.6	2.9	3.0	3.1	3.1	2.7
- trim./trim. annualizzato				2.8	2.3	2.2	4.2	3.3	2.8	2.2	2.5
Consumi privati	2.5	2.6	2.8	2.2	3.9	0.5	3.8	3.4	3.1	2.7	2.4
IFL - privati non residenziali	5.3	7.1	4.6	3.4	4.8	11.5	8.7	4.3	4.1	4.2	5.0
IFL - privati residenziali	3.3	0.4	0.7	-0.5	11.1	-3.4	-1.3	-1.5	2.0	0.6	1.2
Consumi e inv. pubblici	-0.1	1.6	2.0	-1.0	2.4	1.5	2.5	2.2	2.0	2.1	2.0
Esportazioni	3.0	5.0	2.7	3.5	6.6	3.6	9.3	2.5	2.7	1.8	2.4
Importazioni	4.6	4.3	3.4	2.8	11.8	3.0	-0.6	6.9	2.9	3.8	3.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	0.1	1.2	-1.1	0.3	-1.5	2.0	-0.2	-0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.3	-2.5								
Deficit Pubblico (% PIL)	-4.1	-6.3	-6.4								
Debito pubblico (% PIL)	135.8	135.3	135.8								
CPI (a/a)	2.1	2.5	1.8	2.0	2.1	2.2	2.7	2.6	2.5	1.9	1.7
Produzione Industriale	1.6	3.7	2.8	-0.4	1.9	0.6	1.3	0.8	0.7	0.7	0.5
Disoccupazione (%)	4.4	3.9	3.6	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6

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

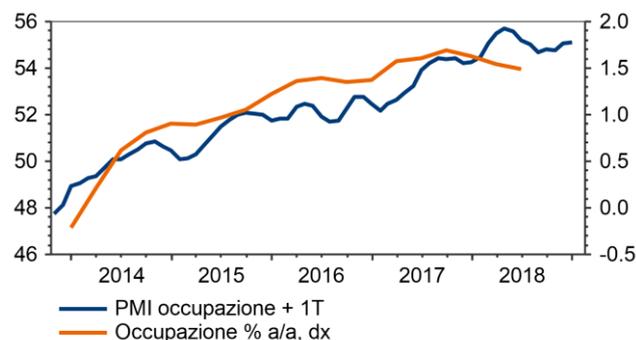
## Area euro

### PIL



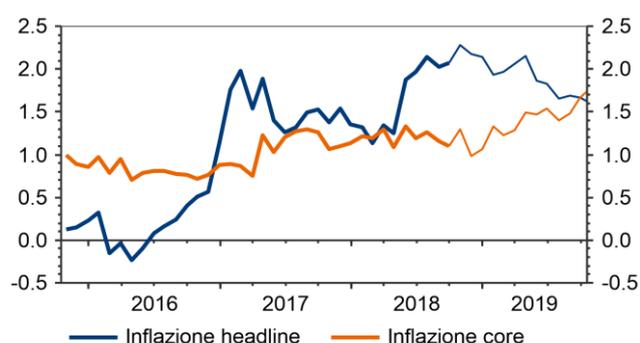
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

### Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni inflazione

%	2017	2018	2019
gennaio	1.8	1.3	1.9
febbraio	2.0	1.1	2.0
marzo	1.5	1.3	2.1
aprile	1.9	1.3	2.2
maggio	1.4	1.9	1.9
giugno	1.2	2.0	1.8
luglio	1.3	2.1	1.7
agosto	1.5	2.0	1.7
settembre	1.6	2.1	1.7
ottobre	1.4	2.3	1.6
novembre	1.5	2.2	1.6
dicembre	1.4	2.1	1.6

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

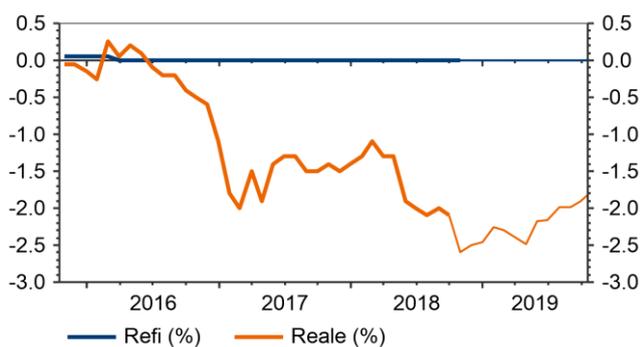
	2017	2018	2019p	2017			2018				2019	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.0	1.7	2.8	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6	1.6	1.7	
- t/t				0.7	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.7	1.4	1.5	0.4	0.2	0.5	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4	
Investimenti fissi	2.8	3.2	3.0	-0.1	1.4	0.3	1.2	0.6	0.8	0.8	0.7	
Consumi pubblici	1.2	1.1	1.2	0.4	0.2	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	
Esportazioni	5.5	2.6	2.8	1.3	2.1	-0.7	0.6	0.4	0.9	0.9	0.5	
Importazioni	4.1	2.6	3.3	0.6	1.3	-0.3	1.1	0.8	0.5	1.2	0.7	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.2	0.3	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.1	
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.5	3.4									
Deficit pubblico (% PIL)	-0.9	-0.7	-0.6									
Debito pubblico (% PIL)	88.8	86.5	84.1									
Prezzi al consumo (a/a)	1.5	1.8	1.8	1.5	1.4	1.3	1.7	2.1	2.2	2.0	1.9	
Produzione industriale (a/a)	2.9	1.5	2.0	4.0	4.1	3.2	2.4	0.7	0.0	1.3	1.8	
Disoccupazione (%)	9.1	8.2	7.9	9.0	8.7	8.5	8.3	8.1	8.0	8.0	7.9	
Euribor 3 mesi	-0.33	-0.32	0.11	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33

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	18/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.38	-0.38	-0.38	<b>-0.37</b>	-0.37	-0.37	-0.36	-0.33
Euribor 3m	-0.33	-0.32	-0.32	<b>-0.32</b>	-0.32	-0.33	-0.33	-0.25

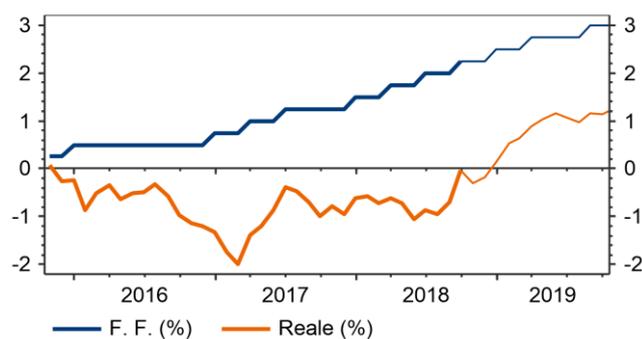
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	mar	giu	set	18/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	1.75	2.00	2.25	<b>2.25</b>	2.50	2.75	2.75	3.00
Libor USD 3m	2.31	2.34	2.40	<b>2.45</b>	2.55	2.85	3.05	3.32

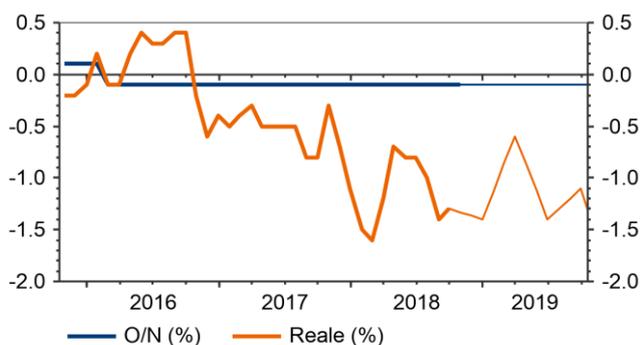
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	mar	giu	set	18/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.05	-0.05	<b>-0.08</b>	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02

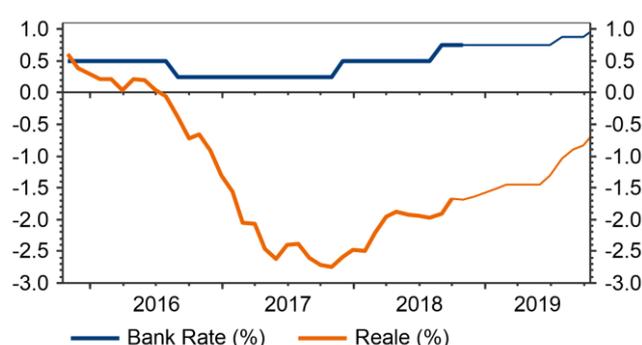
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	mar	giu	set	18/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.50	0.50	0.75	<b>0.75</b>	0.75	0.75	0.75	0.88
Libor GBP 3m	0.71	0.67	0.80	<b>0.80</b>	0.85	0.85	0.85	0.98

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio												
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	19/10	1m	3m	6m	12m	24m	
EUR/USD	1.10	1.18	1.24	1.16	1.17	<b>1.1459</b>	1.15	1.15	1.17	1.18	1.24	
USD/JPY	103	113	107	113	112	<b>112.35</b>	113	113	114	115	113	
GBP/USD	1.23	1.32	1.42	1.30	1.32	<b>1.3029</b>	1.30	1.27	1.29	1.30	1.32	
EUR/CHF	1.09	1.15	1.20	1.16	1.13	<b>1.1407</b>	1.14	1.15	1.18	1.20	1.20	
EUR/JPY	113	133	133	131	131	<b>128.77</b>	130	130	133	136	140	
EUR/GBP	0.89	0.90	0.87	0.89	0.89	<b>0.8794</b>	0.88	0.91	0.92	0.91	0.94	

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
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
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
<b> Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche:

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tali Regole può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

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

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

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

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

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

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

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/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 dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità con la normativa applicabile.

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

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

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