

## Il punto

Escluso qualsiasi intervento sui tassi ufficiali, alla prossima riunione la **BCE** dovrebbe anche confermare la *guidance* su tassi e investimenti. L'annuncio di nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine potrebbe arrivare più avanti, ma già a questa riunione potrebbe essere annunciata l'estensione del *full allotment* alle operazioni di rifinanziamento. La BCE dovrà riconoscere che i rischi negativi per lo scenario sono in aumento, anche se potrebbe essere riluttante a riconoscere che sono prevalenti.

**Brexit:** come atteso, il Parlamento britannico ha bocciato il trattato di recesso firmato dal governo britannico, che ha sprecato un altro mese senza motivo. Entro martedì 29 sapremo qual è il piano B del Governo, che resta in carica, e il Parlamento potrebbe saggiare il sostegno di cui godono le diverse possibili alternative.

## I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà sulla riunione BCE che potrebbe introdurre qualche novità sulle operazioni a medio lungo termine. Inoltre è probabile che il Consiglio si soffermi sul rallentamento in atto nella zona euro e che sottolinei i crescenti rischi verso il basso. Tuttavia, è difficile che riveda la *guidance* sui tassi e sui reinvestimenti, dal momento che per ora il rallentamento segnalato dai dati di fiducia e produzione industriale a fine 2018 riflette ancora in parte fattori transitori. Uno sguardo allo stato di salute dell'economia euro zona si avrà con la pubblicazione delle indagini di fiducia di gennaio. L'indice ZEW sulle attese è previsto circa stabile a -17,5. L'IFO è atteso stabile a 101 dopo quattro mesi di cali. Altresì ci aspettiamo un recupero del PMI composito a 51,8 da 51,1. In Francia, la fiducia presso le imprese manifatturiere è attesa in calo a 103 da 104.

La pubblicazione dei dati economici degli **Stati Uniti** è sempre più offuscata dal perdurare della chiusura parziale degli uffici federali. Le vendite di case esistenti di dicembre dovrebbero correggere dopo due mesi di moderati recuperi, anche se il trend resta debole. Gli ordini di beni durevoli e le vendite di case nuove di dicembre potrebbero non essere pubblicati per lo *shutdown* e in ogni caso sono mancanti i dati corrispondenti del mese precedente, che dovevano essere pubblicati a fine dicembre.

18 gennaio 2019

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Luca Mezzomo  
Responsabile

Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi  
Economista - Area euro

Paolo Mameli  
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni  
Economista - Area Euro

## Il Punto

Escluso qualsiasi intervento sui tassi ufficiali, alla prossima riunione la BCE dovrebbe anche confermare la *guidance* su tassi e investimenti. L'annuncio di nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine potrebbe arrivare più avanti, ma già a questa riunione potrebbe essere annunciata l'estensione del *full allotment* alle operazioni di rifinanziamento. La BCE dovrà riconoscere che i rischi negativi per lo scenario sono in aumento, anche se potrebbe essere riluttante a riconoscere che sono prevalenti.

- Alla riunione del Consiglio direttivo della prossima settimana, la BCE dovrebbe confermare la *guidance* sui tassi e sui reinvestimenti, lasciandosi il massimo grado di flessibilità implicito nella formulazione attuale della comunicazione. Come sottolineato nei verbali della riunione di dicembre, la decisione di legare la riduzione dei riacquisti a dopo l'avvio del ciclo di rialzi è un modo per segnalare che la *guidance* sui tassi della BCE è il principale strumento del Consiglio per comunicare l'orientamento di politica monetaria.
- I mercati sono sempre meno fiduciosi sull'avvio di un ciclo di rialzi BCE da fine 2019; tuttavia, rimaniamo dell'idea che il Consiglio cercherà di disfarsi dei tassi negativi. Se fino a dicembre prevedevamo due rialzi nel 2019, ci sembra più probabile che i tassi siano portati a zero entro marzo 2020. L'incertezza sul ciclo e sulla dinamica inflazionistica peseranno più sulle mosse successive che non sulla decisione di disfarsi del regime di tassi negativi. Con una crescita reale tra l'1,0% e l'1,3% e l'inflazione core in aumento all'1,4% la politica monetaria resterebbe ampiamente accomodante anche con un tasso sui depositi a zero o marginalmente positivo per giugno 2020. Le stime di tasso naturale per la zona euro sono particolarmente incerte. Holston, Laubach, and Williams (2017)<sup>1</sup> mostrano il tasso di interesse naturale a 0,3%. In base alle stime citate, la BCE volesse tornare alla neutralità dovrebbe aver già alzato i tassi di circa 200 punti base dal momento che i tassi di policy reali (Euribor deflazionato con il tasso di inflazione al 4° trimestre 2018) sono intorno a -1,7%. La BCE nella formulazione della *guidance state contingent* ha scelto di non indicare una previsione puntuale per il tasso di politica monetaria, ma di legare le future mosse di politica monetaria all'evoluzione dello scenario macro. Quello che conta per le prossime mosse BCE è, quindi, se la crescita ri-accelererà dalla primavera e l'inflazione core salirà nella prima metà del 2019.
- Pensiamo che la BCE potrebbe voler riserarsi di comunicare a marzo se lanciare o meno una nuova operazione di rifinanziamento entro giugno e a quali condizioni. La BCE potrebbe voler riserarsi di fissare le condizioni delle aste in base all'evoluzione del ciclo. In ogni caso, le condizioni premianti delle TLTRO II difficilmente saranno replicate. Come per le altre misure straordinarie, pensiamo che la BCE cercherà di seguire l'approccio di graduale normalizzazione.
- Già alla riunione della prossima settimana potrebbe emergere qualche novità sulla gestione della liquidità. I verbali della riunione di ottobre indicavano che i membri del Consiglio hanno discusso gli effetti della progressiva riduzione di *duration* dei fondi assegnata con le TLTRO II sulla posizione di liquidità delle banche. È noto che, con il ridursi della vita residua al di sotto dell'anno della prima asta TLTRO II, l'effetto sul NSFR (*net stable funding ratio*) potrebbe non essere trascurabile e con potenziali ripercussioni sulla capacità delle banche di erogare nuovo credito.
- Riteniamo probabile che la prossima settimana la BCE estenda l'assegnazione piena nelle aste di rifinanziamento fino all'ultimo periodo di mantenimento di riserva 2021. Ci aspettavamo annunci a riguardo già a dicembre. Come abbiamo già argomentato, (v. focus del

<sup>1</sup> "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants" *Journal of International Economics* 108, supplement 1 (May): S39–S75

06/12/2018) per la BCE è pressoché impossibile riappropriarsi del controllo del corridoio dei tassi fin quando non comincerà a ridurre i reinvestimenti del portafoglio APP. L'eccesso di liquidità sistemico resterà superiore ai 500 miliardi di euro (soglia oltre la quale l'EONIA scambia al tasso sui depositi) anche nell'ipotesi che la BCE lasci scadere le TLTRO II senza offrire alle banche la possibilità di un'ultima asta ponte. L'eccesso di liquidità sistemico non è legato, difatti, solo alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine ma anche all'eccesso di riserve creato con gli acquisti APP.

- La BCE dovrà riconoscere che i rischi verso il basso sono aumentati. Tuttavia, potrebbe mantenere ancora una valutazione bilanciata, riservandosi di aspettare fino a marzo per un riesame più approfondito. La BCE ribadirà forse che un rallentamento temporaneo della crescita non dovrebbe interferire con un rialzo dell'inflazione core nel medio periodo, dato anche il miglioramento del mercato del lavoro e l'accelerazione dei salari nel 3° trimestre (2,5% a/a da 1,8% a/a del 3° trimestre 2017).
- Un commento più approfondito sulle prospettive della politica monetaria in Europa è stato pubblicato il 17 gennaio nella collana Focus.

**Brexit:** come atteso, il Parlamento britannico ha bocciato il trattato di recesso firmato dal governo britannico, che ha sprecato un altro mese senza motivo. Entro martedì 29 sapremo qual è il piano B del Governo, che resta in carica, e il Parlamento potrebbe saggiare il sostegno di cui godono le diverse possibili alternative.

- Il voto significativo del Parlamento britannico sul trattato di recesso concordato nel novembre 2018 si è concluso con una ampia sconfitta del Governo. Una successiva mozione di sfiducia delle opposizioni è stata bocciata, sicché il governo May resta in carica.
- In base a quanto è emerso giovedì 17, il Governo presenterà prossimamente il suo piano B, che la Camera dei Comuni esaminerà e voterà il 29 gennaio. La commissione Brexit della Camera dei Comuni ha riassunto in un rapporto ([Response to the vote on the Withdrawal Agreement and Political Declaration: Options for Parliament](#)) le opzioni che ora ha il Parlamento:
  1. rivotare l'accordo di recesso così com'è;
  2. lasciare l'UE il 29 marzo, senza accordo e senza periodo di transizione;
  3. chiedere al Governo di rinegoziare l'accordo. Vengono prospettati 3 obiettivi diversi fra i quali scegliere: (a) modifiche ai *backstop arrangements* sul confine irlandese, (b) ripiegare su un accordo di libero scambio tipo Canada, (c) al contrario, prospettare di unirsi alla EEA per rimanere in unione doganale con l'UE;
  4. deliberare di organizzare un secondo referendum perché il popolo scelga se rimanere nell'UE, o, in caso negativo, quale tipo di Brexit preferisce.
- Preoccupata per il rischio di spaccatura del partito conservatore, la Premier ha ribadito la contrarietà sia a ipotesi che prevedano la permanenza in un'unione doganale con l'UE, sia a un secondo referendum, mentre non ha escluso la possibilità di uscita senza accordo (che, invece, il ministro delle finanze Hammond aveva affermato sarebbe stata esclusa fra le opzioni nel volgere di qualche giorno). Lo spazio per negoziati con l'opposizione appare limitato, in quanto il leader laburista Corbyn rifiuta di trattare fino a quando May non dichiarerà che un'uscita senza accordo è esclusa. Fallito il tentativo di sfiduciare il Governo, il Partito Laburista punta sulla opzione 3, e in particolare sulla richiesta di negoziare un ingresso permanente nell'unione doganale UE (ipotesi che, però, a prima vista sembra incompatibile con le linee rosse dell'UE). L'appoggio a un secondo referendum resta in *stand-by*.
- La posizione ufficiale della Commissione Europea è che l'accordo approvato dal Consiglio Europeo lo scorso novembre resta il migliore possibile, e che sono improbabili modifiche

significative. Un'estensione "tecnica" del negoziato non viene esclusa, ma la sua proroga oltre la data di insediamento del nuovo Parlamento europeo appare molto problematica, e giustificabile soltanto se nel Regno Unito maturassero sviluppi molto significativi. Nonostante l'ottimismo dei mercati, un'uscita senza accordo non può essere esclusa: infatti, non basta che il Parlamento sia contrario perché sia evitata, ma è necessario che ci sia il sostegno per una soluzione alternativa. In caso contrario, l'estensione di qualche mese del periodo negoziale servirebbe soltanto a rinviare un poco il problema.

## I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà sulla riunione BCE che potrebbe introdurre qualche novità sulle operazioni a medio lungo termine. Inoltre è probabile che il Consiglio si soffermi sul rallentamento in atto nella zona euro e che sottolinei i crescenti rischi verso il basso. Tuttavia, è difficile che riveda la *guidance* sui tassi e sui reinvestimenti, dal momento che per ora il rallentamento segnalato dai dati di fiducia e produzione industriale a fine 2018 riflette ancora in parte fattori transitori. Uno sguardo allo stato di salute dell'economia euro zona si avrà con la pubblicazione delle indagini di fiducia di gennaio. L'indice ZEW sulle attese è previsto circa stabile a -17,5. L'IFO è atteso stabile a 101 dopo quattro mesi di cali. Altresì ci aspettiamo un recupero del PMI composito a 51,8 da 51,1. In Francia, la fiducia presso le imprese manifatturiere è attesa in calo a 103 da 104.

La pubblicazione dei dati economici degli **Stati Uniti** è sempre più offuscata dal perdurare della chiusura parziale degli uffici federali. Le vendite di case esistenti di dicembre dovrebbero correggere dopo due mesi di moderati recuperi, anche se il trend resta debole. Gli ordini di beni durevoli e le vendite di case nuove di dicembre potrebbero non essere pubblicati per lo *shutdown* e in ogni caso sono mancanti i dati corrispondenti del mese precedente, che dovevano essere pubblicati a fine dicembre.

### Lunedì 21 gennaio

#### Stati Uniti

- **Mercati chiusi** per festività (Martin Luther King Day).

### Martedì 22 gennaio

#### Area euro

- **Germania.** L'indice di **ZEW** sulle attese per i prossimi mesi è atteso rimanere stabile a gennaio a -17,5, dopo il rimbalzo di dicembre. Se l'azionario è risalito nelle ultime settimane le notizie di pesante contrazione della produzione industriale potrebbero aver pesato sulla fiducia degli analisti. L'indice sulla situazione corrente è atteso peggiorare ancora a 41 da 45,3, rimanendo ancora al di sopra della media di lungo termine.

#### Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a dicembre dovrebbero essere in calo a 5,25 mln di unità ann. da 5,32 mln del mese precedente, sulla scia del persistente trend verso il basso dei contratti di compravendita, che risente della scarsità di offerta, dei prezzi elevati e dei tassi sui mutui in rialzo in autunno. A ottobre e novembre le vendite avevano recuperato dopo il crollo di settembre, senza però modificare la tendenza verso il basso in atto da fine 2017.

### Mercoledì 23 gennaio

#### Area euro

- **Francia.** L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** elaborato dall'INSEE è atteso in calo nuovamente a gennaio, stimiamo a 103 da 104 di dicembre. Secondo le indagini di Banque de France, l'attività nell'industria dovrebbe essere in recupero a dicembre, dopo il crollo di novembre, per poi rallentare nuovamente a gennaio. I dati di produzione industriale a cavallo d'anno saranno cruciali per valutare come l'*output* evolverà nel 2019.

- **Area euro.** La **fiducia delle famiglie** è attesa recuperare a gennaio e risalire a -5,2 da -6,2, dopo cinque mesi di cali consecutivi. La fiducia rimane in ogni caso al di sopra della media di lungo periodo. Il minor ottimismo delle famiglie è spiegato dal peggioramento del quadro economico generale, tuttavia il miglioramento del mercato del lavoro dovrebbe sostenere la fiducia.

#### Giovedì 24 gennaio

##### Area euro

- La **riunione della BCE** potrebbe introdurre alcune novità rispetto a dicembre scorso sullo scenario macro e sulle operazioni di rifinanziamento a lungo termine. La valutazione dei rischi potrebbe essere ancora bilanciata ma è assai probabile che il Consiglio voglia segnalare i crescenti rischi verso il basso. Draghi durante l'intervento al Parlamento europeo, in occasione del 20° anniversario della moneta unica, ha dichiarato che il rallentamento in atto non condurrà ad una recessione nella zona euro perché ancora in parte legato a fattori transitori che hanno affondato la produzione industriale ed in particolare il comparto auto. Draghi ha sottolineato che i fondamentali per consumi e investimenti restano solidi, che il mercato del lavoro continua a migliorare. Tuttavia, Draghi ha riconosciuto che il trend di fondo è stato più debole delle attese per un periodo esteso di tempo. In ogni caso la politica monetaria rimane ancora accomodante. Non ci aspettiamo novità sulla *guidance* sui tassi e i reinvestimenti, ma pensiamo che la BCE aprirà ad un'altra operazione di rifinanziamento a medio lungo termine per allungare la vita residua dei fondi assegnati con le TLTRO II del 2016. La BCE potrebbe voler rinviare a marzo la comunicazione dei dettagli tecnici.
- **Area euro.** La stima preliminare dovrebbe mostrare il **PMI composito** in recupero a gennaio a 51,8 dopo il tonfo a 51,1 di dicembre spiegato dal netto peggioramento di morale nei servizi francesi, molto probabilmente dovuto alle continue proteste dei gilet gialli. L'indice per i **servizi** è visto risalire a 51,9 da 51,4, il recupero dovrebbe essere trainato per lo più dalla Germania (52,5 da 51,8) dove pure, inspiegabilmente, a dicembre si era visto un peggioramento marcato. In Francia, altresì il PMI servizi è visto stabile (49) sui livelli depressi del mese scorso dato il perdurare dei disordini. L'indice per il **manifatturiero** è atteso poco variato a 51,7 da 51,4.

#### Venerdì 25 gennaio

##### Area euro

- **BCE** pubblica la *survey dei professional forecasters* che fornirà stime aggiornate su crescita e inflazione a cinque anni, ma soprattutto sulla valutazione dei rischi.
- **Belgio.** L'indice di **fiducia della banca del Belgio** è visto recuperare parte del calo del mese di dicembre e risalire a 0 da -0,9, livello ancora al di sopra della media di lungo termine e coerente con una modesta espansione del PIL nei primi mesi del 2019.
- **Germania.** L'indice **IFO** è atteso circa stabile a gennaio a 101 dopo i quattro mesi in calo. L'indice sulla situazione corrente potrebbe scivolare di mezzo punto a 104,2 mentre l'indice sulle attese è visto stabile a 97,3. L'indice IFO e la valutazione sulla situazione corrente restano al di sopra della media di lungo termine, mentre le attese sono tornate al di sotto della norma storica. Sarà importante verificare l'andamento degli ordini nel manifatturiero per valutare se la debolezza del comparto stia rientrando almeno in parte.

##### Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a dicembre (prel.) sono previsti in aumento di 1,5% m/m; al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero essere in rialzo modesto, +0,1% m/m, alla luce della debolezza delle indagini di settore. Il dato finale di novembre non è ancora stato pubblicato ma dovrebbe confermare una variazione positiva (+0,8% m/m).

- Le **vendite di case nuove** di novembre non sono state pubblicate per via della chiusura degli uffici federali e mancano quindi informazioni essenziali per la previsione delle vendite di dicembre. Il trend è in calo da fine 2017, ma l'indagine dei costruttori di case ha segnato un modesto recupero a gennaio, a 58 da 56, probabilmente sulla scia della correzione dei tassi sui mutui degli ultimi mesi. Pertanto anche le altre variabili del settore immobiliare residenziale potrebbero stabilizzarsi nel 1° trimestre del 2019.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (21 – 25 gennaio)										
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	21/1	08:00	GER	PPI a/a		dic	3.3	%	2.9	
		08:00	GER	PPI m/m		dic	0.1	%	-0.2	
Mar	22/1	00:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		gen	52.6			
		10:30	GB	Tasso di disoccupazione ILO		nov	4.1	%	4.1	
		10:30	GB	Retribuzioni medie		nov	3.3	%	3.3	
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		gen	45.3		42.8	41
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	gen	-17.5		-17.4	-17.5
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		dic	5.32	Mln	5.28	5.25
Mer	23/1	00:50	GIA	Bilancia commerciale		dic	-737.7	Mld ¥	-29.5	
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	gen	104		103	103
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		nov	0.3	%		
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	gen	-6.2		-6.5	-5.2
Gio	24/1	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	gen	49.7		49.8	50
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	gen	49.0		51.0	49
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	gen	51.8		52.0	52.5
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	gen	51.5		51.4	51.6
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	gen	51.1		51.5	51.8
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	gen	51.4		51.4	51.7
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	gen	51.2		51.6	51.9
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		dic	3.35	Mld €		
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	213	x1000		
		15:45	USA	Markit PMI prelim		gen	53.9			
Ven	25/1	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		dic	0.2	%	0.0	
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		gen	104.7		104.4	104.2
		10:00	GER	IFO (attese)		gen	97.3		97.1	97.3
		10:00	GER	IFO	**	gen	101.0		100.7	101
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	dic	-0.4	%	0.3	0.1
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	dic	0.8	%	2.3	1.5
15:00	BEL	Indice ciclico BNB		gen	-0.9					

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 (21 – 25 gennaio)					
Data	Ora	Paese	*	Evento	
Lun	21/1	-	USA	*	USA: mercati chiusi per festività
		-	EUR	*	Riunione Eurogruppo
Mar	22/1	-	EUR	*	Riunione Ecofin
Mer	23/1	-	GIA	*	BoJ annuncio tassi (previsione Intesa Sanpaolo: tasso overnight invariato a -0.10%)
		-	GIA		Pubblicazione dello scenario macroeconomico
Gio	24/1	13:45	EUR	*	BCE annuncio tassi (previsione Intesa Sanpaolo: refi invariato a 0.0%)
		14:30	EUR	**	Conferenza stampa di Draghi (BCE)
Ven	25/1	10:00	EUR		La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

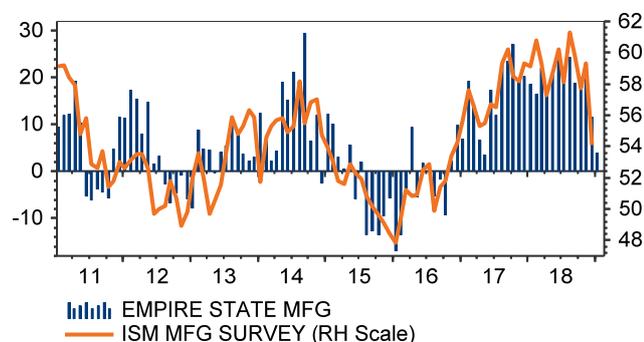
Stati Uniti					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale prelim.	nov	-76.98		Mld \$	
Vendite di nuove case (mln ann.)	nov	0.544		Mln	0.567
Spesa in costruzioni	nov	-0.1		%	0.2
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	nov	0.8		%	
Ordini beni durevoli ex-trasp. m/m finale	nov	-0.3		%	
Ordinativi industriali m/m	nov	-2.1		%	0.2
Bilancia commerciale	nov	-55.5		Mld \$	-54.0
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	dic	0.3		%	-0.1
PPI m/m	dic	0.1		%	-0.2
Indice Empire Manufacturing	gen	11.5	(10.90)		10.75
Prezzi all'import m/m	dic	-1.9	(-1.6)	%	-1.3
Indice Mercato Immobiliare NAHB	gen	56			56
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	nov	31.3		Mld \$	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	dic	0.2		%	0.1
Vendite al dettaglio m/m	dic	0.2		%	0.2
Licenze edilizie	dic			Mln	1.290
Nuovi cantieri residenziali	dic	1.256		Mln	1.254
Richieste di sussidio	settim	216		x1000	220
Indice Philadelphia Fed	gen	9.1	(9.4)		10.0
Scorte delle imprese m/m	nov	0.6		%	0.3
Impiego capacità produttiva	dic	78.5		%	78.5
Produzione industriale m/m	dic	0.6		%	0.2
Fiducia famiglie (Michigan) prelim.	gen	98.3			97.0

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

**Stati Uniti.** Il PPI a dicembre cala di -0,2% m/m (+2,5% a/a). L'indice *core* corregge di -0,1% m/m e quello al netto di energia, alimentari e commercio è invariato su base mensile (+2,8% a/a). Il comparto dei beni è in calo di -0,4% m/m, con una correzione di -5,4% m/m dell'energia e un aumento di +2,6% m/m degli alimentari. I beni *core* vedono un rialzo di +0,1% m/m. I servizi hanno prezzi in calo di -0,1% m/m, con il commercio in flessione di -0,3% m/m. La riduzione dei prezzi a dicembre è guidata dall'energia, ma si registra anche un trend debole nei servizi, inclusi quelli ai consumi, con indicazioni di un andamento contenuto di questa componente del CPI nei prossimi mesi. I dati non modificano il quadro di pressioni inflazionistiche estremamente contenute, coerenti con la pausa attesa nel sentiero dei rialzi della Fed.

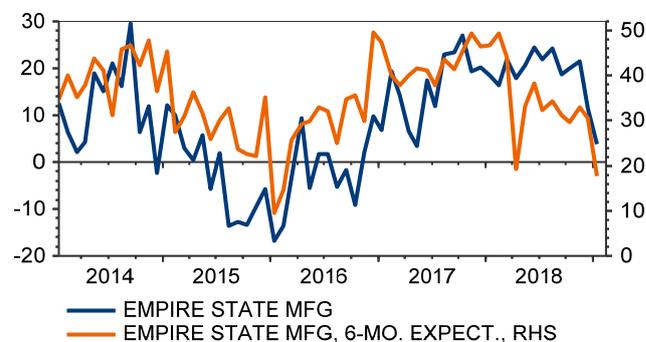
**Stati Uniti.** L'indice **Empire della NY Fed** a gennaio corregge a 3,9 da 11,5 di dicembre (rivisto da 10,9), toccando il minimo da maggio 2017. L'indagine mostra un'espansione dell'attività solo marginalmente positiva a inizio anno. Nello spaccato dell'indagine, si indeboliscono gli ordini (a 3,5 da 13,4), gli ordini inevasi (a -7,6 da -5,1), le consegne (a 17,9 da 20,3), gli occupati (a 7,4 da 17,5). Sul fronte dei prezzi, i prezzi pagati correggono a 35,9 da 39,7, mentre quelli ricevuti aumentano marginalmente, a 13,1 da 12,8. Gli indicatori a sei mesi restano in territorio moderatamente espansivo, ma su livelli più contenuti: indice di attività a 17,8 da 30,6, nuovi ordini a 19,5 da 34,8, occupati a 8,5 da 18,6, spesa in conto capitale a 17,9 da 31,2. Per i prezzi, le imprese hanno aspettative circa in linea con quelle di dicembre. L'indagine quindi segnala ulteriore rallentamento della crescita nella prima parte del 2019, senza però vedere un costante deterioramento, ma piuttosto una moderata ripresa nella parte centrale dell'anno. Nella fase attuale pesa l'accumularsi di incertezza da diverse fonti (dazi, chiusura degli uffici federali, indebolimento della crescita mondiale), anche se le imprese continuano a prevedere prosecuzione della ripresa, se pure a ritmi più modesti.

Empire e ISM: ancora debolezza nel breve...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

...e nel medio termine

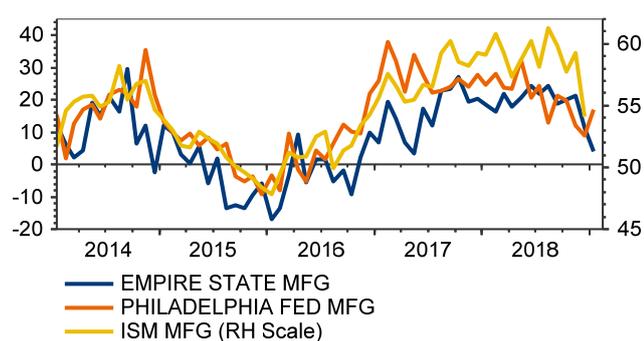


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Stati Uniti.** I prezzi all'import a dicembre calano di -1% m/m, dopo -1,9% m/m (rivisto da -1,6% m/m). Al netto del petrolio i prezzi sono in aumento di 0,3% m/m, dopo un risultato stabile a novembre (rivisto da -0,3% m/m).

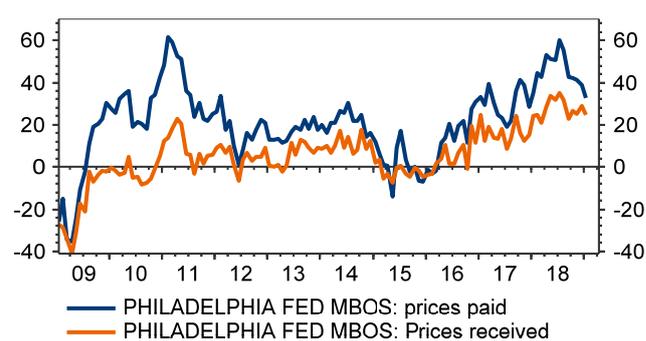
**Stati Uniti.** L'indice della Philadelphia Fed a gennaio sorprende verso l'alto, con un rimbalzo a 17 da 9,1 di dicembre. Lo spaccato dell'indagine è positivo: ordini a 21,3 da 13,3, consegne a 11,4 da 12,4, tempi di consegna a 13,4 da 5,5; gli occupati calano a 9,6 da 19,1, unica correzione di rilievo negli indicatori di attività. Gli indici di prezzo, sia pagati sia ricevuti, sono in modesta flessione. Tutti gli indici a 6 mesi sono poco variati e confermano i livelli elevati degli ultimi trimestri. Le uniche correzioni si registrano per gli indici di prezzo, che si riportano su valori più moderati dopo molti mesi su livelli storicamente alti. Le domande speciali del mese riguardano le condizioni di domanda e i piani di produzione del trimestre scorso e del 1° trimestre del 2019. La maggior parte delle imprese riporta un aumento della domanda e più del 65% prevede produzione in rialzo nel trimestre corrente, con la necessità di aumentare anche l'occupazione. Nel complesso, l'indagine riduce i timori di rallentamento eccessivo a inizio anno.

Il manifatturiero è in rallentamento, ma non eccessivo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Gli indici di prezzo restano moderati



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Stati Uniti.** I nuovi sussidi di disoccupazione nella settimana conclusa il 12 gennaio calano marginalmente a 213 mila, da 216 mila della settimana precedente, nonostante il persistere della chiusura degli uffici governativi. I dati disaggregati per tipologia sono pubblicati con una settimana di ritardo: per la settimana conclusa il 5 gennaio i dipendenti federali che hanno fatto richiesta di sussidio sono aumentati a 10.454, da 4.760 della settimana precedente e da 929 della settimana conclusa il 22 dicembre, subito prima dell'inizio dello *shutdown*. Nelle prossime settimane è probabile che i sussidi richiesti dai dipendenti federali aumentino ancora.

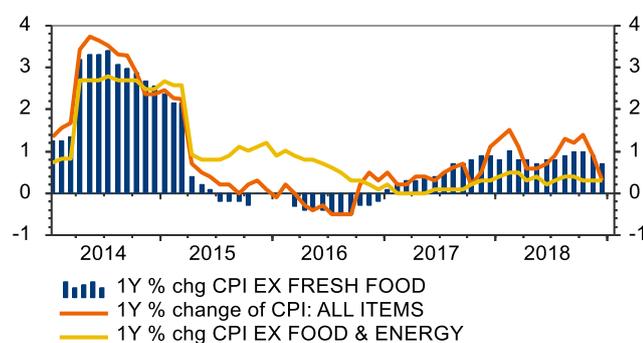
Nonostante ciò, il livello dei sussidi aggregati resta in linea con un mercato del lavoro sotto pressione.

Giappone					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	nov	7.6	%	3.5	-0.0
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	dic	0.9	%	0.8	+0.7
CPI (naz.) a/a	dic	0.8	%		+0.3
Produzione industriale m/m finale	nov	-1.1	%		-1.0

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

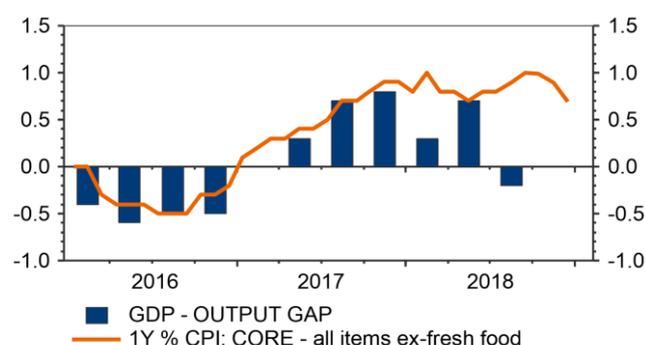
**Giappone.** Il CPI nazionale al netto degli alimentari freschi a dicembre rallenta ancora, segnando una variazione di 0,7% a/a, da 0,9% a/a di novembre, sulla scia della debolezza dell'energia. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia segna una variazione di 0,3% a/a, in linea con il dato di novembre. I prezzi dei beni *core* mantengono una dinamica pressoché nulla, frenati anche dalla forza dello yen. Per quanto riguarda i servizi ex-energia, la crescita dei prezzi è appena positiva (0,2% a/a) e rischia di rallentare ulteriormente in primavera, quando è prevista una nuova riduzione delle tariffe della telefonia mobile. Fino ad allora il sentiero dell'inflazione *core* dovrebbe essere poco variato, a meno di nuovi shock al prezzo del petrolio e al cambio. Notizie di stampa hanno riportato che la BoJ intende modificare le previsioni di inflazione alla prossima riunione (22-23 gennaio), quando verranno pubblicate le revisioni all'Outlook for Activity and Prices. La revisione verso il basso delle previsioni di inflazione è diventata un'attività quasi regolare per la BoJ: in realtà, sulla base delle previsioni attuali, una nuova revisione alle previsioni potrebbe anche essere posposta ad aprile, ma non oltre. In ogni caso, l'andamento dei prezzi non permetterà alla BoJ di modificare la politica monetaria fino almeno a 2020 avanzato.

#### Il 2% di inflazione resta un miraggio



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

#### Il rallentamento dell'inflazione è associato a un minore output gap



Fonte: Thomson Reuters-Datastream, Cabinet Office

Regno Unito						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	dic	0.2	%	0.2	+0.2	
CPI a/a	dic	2.3	%	2.1	+2.1	
Vendite al dettaglio a/a	dic	+3.4	( <del>3.6</del> )	%	3.6	+3.0
Vendite al dettaglio m/m	dic	+1.3	( <del>1.4</del> )	%	-0.8	-0.9

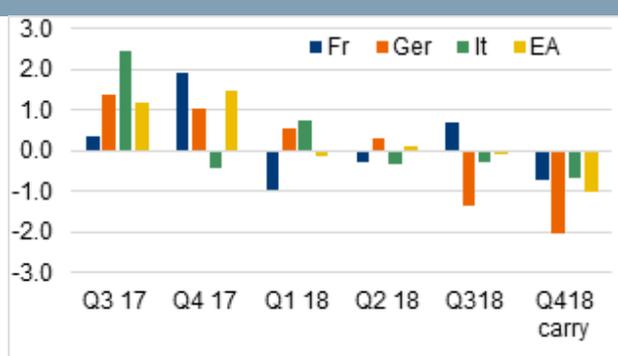
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Bloomberg

Area euro							
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	nov	0.1	(0.2)	%	-1.5	-1.7
EUR	CPI a/a finale	dic	1.6		%	1.6	1.6
EUR	CPI m/m finale	dic	-0.2		%	0.0	0.0
FRA	IPCA m/m finale	dic	0.1		%	0.1	+0.1
GER	PIL annuale	2018	2.2		%	1.5	1.5
GER	CPI (Lander) m/m finale	dic	0.1		%	0.1	+0.1
GER	IPCA a/a finale	dic	1.7		%	1.7	+1.7
GER	CPI (Lander) a/a finale	dic	1.7		%	1.7	+1.7
ITA	Ordini all'industria a/a	nov	1.8	(2.0)	%		-2.0
ITA	Fatturato industriale a/a	nov	2.0		%		0.6
ITA	IPCA a/a finale	dic	1.2		%	1.2	1.2
ITA	IPCA m/m finale	dic	-0.1		%	-0.1	-0.1
ITA	Bilancia commerciale (EU)	nov	0.744		Mld €		0.513
ITA	Bilancia commerciale (totale)	nov	3.784		Mld €		3.843

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

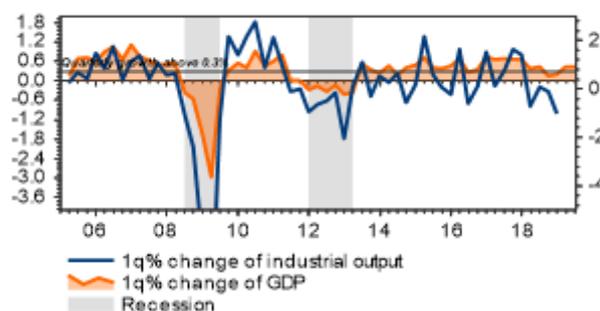
**Eurozona. La produzione industriale europea è calata più di quanto non avessero suggerito i dati nazionali, già assai deludenti, da Germania, Italia, Francia e Spagna.** A novembre la produzione si è contratta di **-1,7% m/m** dopo la semi-stagnazione del mese precedente. Il calo è in larga misura spiegato dal comparto dei beni capitali, ovvero dal segmento auto e componentistica, dove la produzione è crollata del 2,3% m/m. Ma i cali sono diffusi anche agli altri settori: -1,7% m/m la discesa nei beni durevoli; -1,0% m/m nei beni non durevoli e -1,2% m/m negli intermedi. La debolezza del comparto auto è da ricondursi alle difficoltà di adattare le linee di produzione, in particolare in Germania, alle nuove regolamentazioni sui diesel. Dovrebbe, quindi, trattarsi di una contrazione temporanea, ma sul comparto industriale peserà nei prossimi mesi il rallentamento del commercio mondiale. Il dato di novembre lascia la produzione in rotta per un calo dell'1,0% t/t a fine anno, ben peggio dell'andamento quasi stagnante dei sei mesi precedenti. **Anche assumendo un rimbalzo a dicembre della produzione, nel 4° trimestre 2018 il contributo della produzione alla formazione del PIL è stato sicuramente negativo.** Ci aspettiamo che la crescita del prodotto interno sia stata allo stesso livello dei mesi estivi (0,2% t/t).

Produzione industriale: chiusura d'anno in rosso ovunque



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La dinamica della produzione non promette bene per la crescita del PIL area euro a fine 2018



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

**Germania.** La seconda stima per il mese di dicembre conferma **l'inflazione** in calo all'1,7% da 2,2% sulla misura nazionale e da 2,3% su quella armonizzata.

**Germania.** I **conti annuali** mostrano una crescita media del PIL tedesco di 1,5%. Si tratta di un netto rallentamento rispetto al 2,2% dei due anni precedenti ma ancora un ritmo superiore alla media degli ultimi dieci anni (1,2%). La stima media annua è coerente con un tasso di crescita del PIL tedesco marginalmente positivo a fine 2018 dopo il -0,2% t/t dei mesi estivi. Anche assumendo un recupero dell'attività, in particolare nell'industria, a inizio 2019 la crescita per

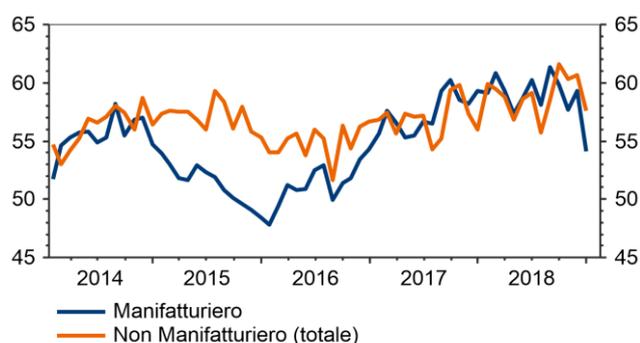
l'anno in corso potrebbe assestarsi a 1,2%. Lo scorso anno la crescita è stata sostenuta in particolare dagli investimenti fissi (0,6%) e dai consumi privati (0,5%), anche se in minor misura rispetto ai due anni precedenti nel caso della spesa delle famiglie. Per la prima volta nel 2018 la crescita del valore aggiunto nell'industria è stata inferiore rispetto ai servizi. La dinamica delle retribuzioni è accelerata in media al 4,7% dal 4,5% del 2017. La Germania sta attraversando, come abbiamo sottolineato, una fase di rallentamento dovuta anche a fattori transitori, in particolare l'impatto della nuova normativa EU sulle auto diesel su produzione e immatricolazioni. Il grosso dell'aggiustamento dovrebbe essere alle spalle, ma si attendono ancora segnali di svolta. Anche se il Paese dovesse assestarsi su di un tasso di crescita dell'1,2%, leggermente inferiore al trend, ci sembra assai improbabile che una recessione possa verificarsi nel prossimo anno. Ricordiamo che tra i paesi avanzati la Germania è l'unica che può far leva sulla politica fiscale. I dati annuali mostrano un netto aumento del surplus di bilancio a 1,7% del PIL dall'1,0% del 2017.

**Italia.** A novembre, sia il **fatturato** che gli **ordini industriali** sono risultati poco variati su base congiunturale (+0,1% e -0,2% m/m rispettivamente), ma hanno fatto segnare un deciso rallentamento su base annua (fatturato da 2% a 0,6% a/a, ordinativi da 1,8% a -2%). La tendenza negativa è dovuta al mercato interno. Da notare che al netto dell'energia anche il fatturato sarebbe in territorio negativo, sia sul mese che sull'anno (-0,2% m/m, -0,3% a/a); l'unico altro gruppo a salvarsi è quello dei beni strumentali (+1,9% m/m, +0,1% a/a). L'unico settore a mostrare un incremento tendenziale sia del fatturato che degli ordini è quello tessile, mentre si nota il netto calo dei farmaceutici e dei mezzi di trasporto (in entrambi i casi la flessione degli ordinativi è a due cifre).

**Italia.** La seconda stima ha confermato l'inflazione in calo a 1,1% a/a (1,2% secondo l'indice armonizzato), da 1,6% di novembre. Nel mese i prezzi al consumo sono risultati in calo di un decimo su entrambi gli indici, come già nella prima lettura. C'è stata una lieve riletture al ribasso (di un decimo) di alimentari, bevande alcoliche/tabacco e comunicazioni, ma non sufficiente a spostare l'indice generale. Le maggiori pressioni al ribasso nel mese sono venute dai carburanti. Anche l'inflazione core è stata confermata in calo, per quanto marginale (a 0,6% da 0,7%). In prospettiva, sembra iniziato un trend al ribasso per il CPI, che potrebbe caratterizzare buona parte del 2019. Tale trend è dovuto principalmente all'energia, ma non ci sono segnali di risalita nemmeno delle componenti di fondo.

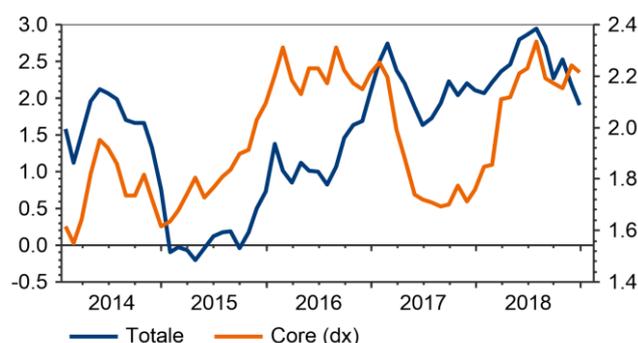
## Stati Uniti

### Indagini ISM



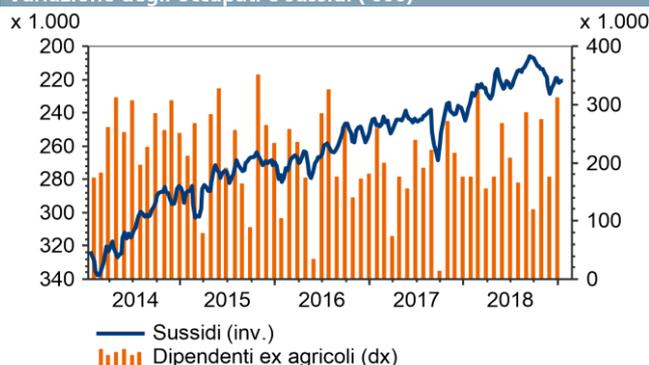
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### CPI – Var. % a/a



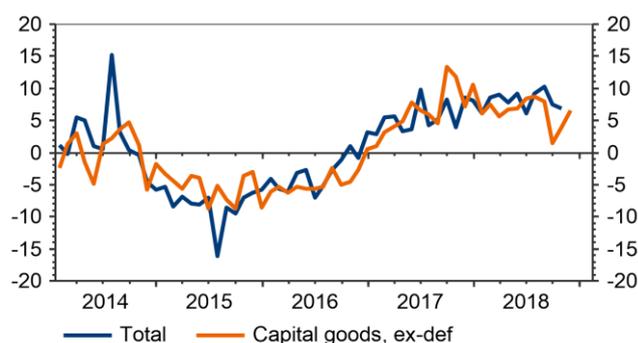
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### 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

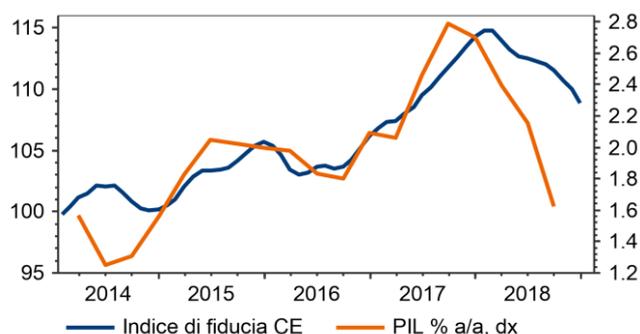
### Previsioni

	2017	2018p	2019p	2017	2018				2019		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	2.9	2.5	2.5	2.6	2.9	3.0	3.0	3.0	2.6	2.3
- trim./trim. annualizzato				2.3	2.2	4.2	3.5	2.2	2.1	2.4	2.3
Consumi privati	2.5	2.7	2.8	3.9	0.5	3.8	3.6	3.6	2.4	2.4	2.3
IFL - privati non residenziali	5.3	6.8	4.2	4.8	11.5	8.7	2.5	3.8	4.2	4.5	4.2
IFL - privati residenziali	3.3	0.0	-0.6	11.1	-3.4	-1.3	-2.6	-1.8	-1.0	0.8	1.3
Consumi e inv. pubblici	-0.1	1.6	2.0	2.4	1.5	2.5	2.6	2.0	1.8	2.0	1.8
Esportazioni	3.0	4.2	2.2	6.6	3.6	9.3	-4.4	4.3	2.1	2.4	2.3
Importazioni	4.6	4.7	3.9	11.8	3.0	-0.6	9.2	4.8	3.2	3.1	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	0.2	-1.1	0.3	-1.5	2.7	0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.3	-2.5								
Deficit Pubblico (% PIL)	-4.1	-6.4	-6.4								
Debito pubblico (% PIL)	135.9	135.5	136.4								
CPI (a/a)	2.1	2.4	1.7	2.1	2.2	2.7	2.6	2.2	1.7	1.6	1.7
Produzione Industriale	1.6	3.9	2.8	1.9	0.6	1.3	1.2	0.5	0.6	0.5	0.6
Disoccupazione (%)	4.4	3.9	3.5	4.1	4.1	3.9	3.8	3.8	3.6	3.5	3.4

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

## Area euro

### PIL



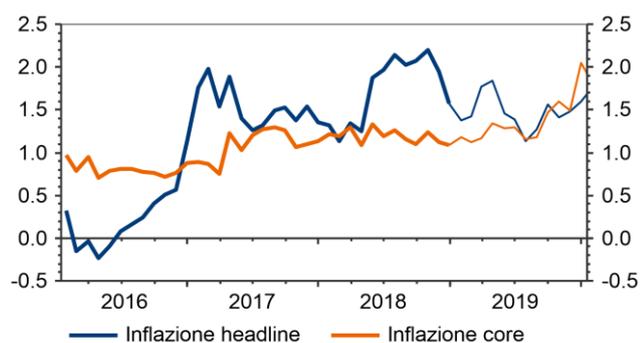
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

### Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni inflazione

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

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

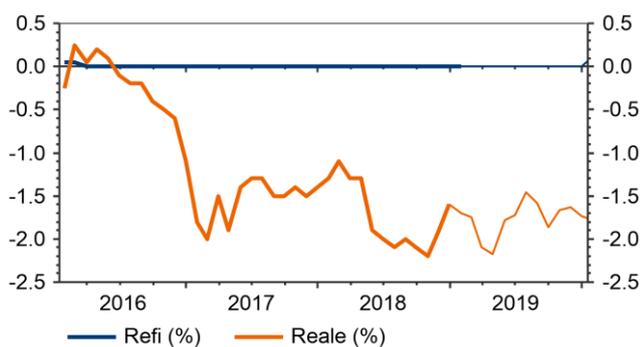
	2017	2018p	2019p	2017	2018	2019					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	1.8	1.4	2.7	2.4	2.2	1.6	1.2	1.2	1.2	1.5
- t/t				0.7	0.4	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.7	1.3	1.3	0.2	0.5	0.2	0.1	0.1	0.5	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.9	2.9	2.3	1.2	0.1	1.5	0.2	0.3	0.7	0.6	0.7
Consumi pubblici	1.2	1.0	1.2	0.2	0.0	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	5.4	2.7	2.3	2.2	-0.7	1.0	-0.1	0.6	0.7	0.7	0.7
Importazioni	4.0	2.4	2.9	1.6	-0.5	1.1	0.5	0.4	1.0	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	3.9	3.8	3.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-0.6	-0.8	-1.0								
Debito pubblico (% PIL)	88.9	86.9	85.2								
Prezzi al consumo (a/a)	1.5	1.7	1.5	1.4	1.3	1.7	2.1	1.9	1.5	1.6	1.3
Produzione industriale (a/a)	2.9	1.3	0.5	4.2	3.1	2.4	0.8	-0.9	-0.2	0.1	0.5
Disoccupazione (%)	9.1	8.2	7.7	8.7	8.5	8.3	8.0	7.9	7.9	7.8	7.7
Euribor 3 mesi	-0.33	-0.32	-0.29	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.32

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								
	giu	set	dic	17/1	mar	giu	set	dic
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	-0.37	<b>-0.37</b>	-0.37	-0.37	-0.34	-0.20
Euribor 3m	-0.32	-0.32	-0.31	<b>-0.31</b>	-0.33	-0.33	-0.30	-0.14

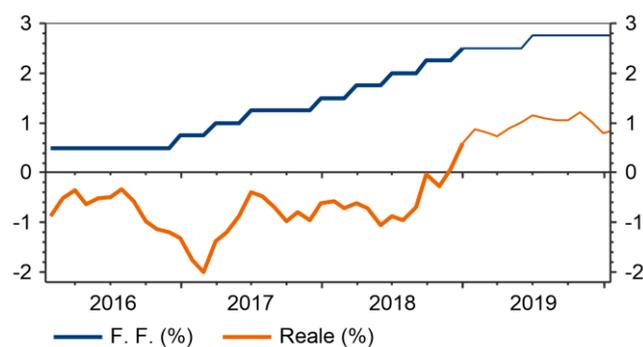
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	giu	set	dic	17/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	2.00	2.25	2.50	<b>2.50</b>	2.50	2.75	2.75	2.75
Libor USD 3m	2.34	2.40	2.81	<b>2.78</b>	2.77	2.91	3.01	2.97

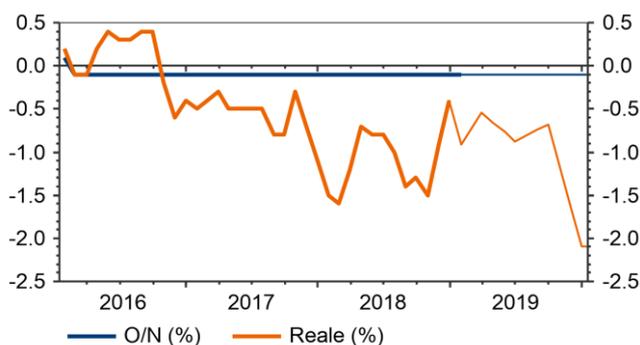
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	giu	set	dic	17/1	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.05	-0.07	<b>-0.08</b>	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02

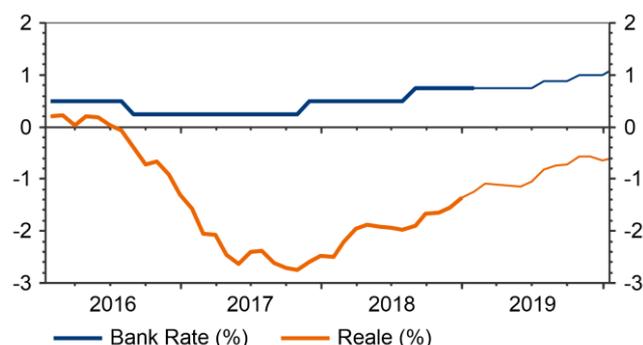
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	giu	set	dic	17/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.50	0.75	0.75	<b>0.75</b>	0.75	0.75	0.88	1.00
Libor GBP 3m	0.67	0.80	0.91	<b>0.92</b>	0.92	0.95	1.00	1.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio											
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	18/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.07	1.22	1.16	1.15	1.14	<b>1.1397</b>	1.14	1.14	1.16	1.17	1.24
USD/JPY	113	111	113	113	113	<b>109.56</b>	109	110	111	114	113
GBP/USD	1.23	1.39	1.30	1.31	1.26	<b>1.2942</b>	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.07	1.17	1.16	1.15	1.13	<b>1.1331</b>	1.13	1.14	1.12	1.20	1.20
EUR/JPY	121	136	131	129	128	<b>124.86</b>	124	125	129	133	140
EUR/GBP	0.87	0.88	0.89	0.88	0.90	<b>0.8803</b>	0.91	0.90	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
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

## 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.intesasnpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all’indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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.intesasnpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/script/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.