

Il punto

Anche se risultasse impossibile raggiungere un accordo fra UE e Regno Unito sulla relazione a regime, ci sono almeno due strade per evitare che una *no-deal Brexit* abbia conseguenze drammatiche, e che non sarebbero nell'interesse di nessuno.

Il consiglio direttivo BCE si riunisce il 13 settembre per discutere di politica monetaria. Non ci aspettiamo alcuna novità. Le stime di crescita potrebbero essere limare, ma quelle di inflazione dovrebbero essere confermate.

Italia: svolta nella comunicazione del Governo sugli obiettivi di bilancio 2019. Ora i leader dei partiti di governo parlano di rispetto delle regole europee, pur confermando l'intenzione di voler avviare l'attuazione delle misure previste dal contratto di governo. La reazione è stata molto favorevole, anche se restano alcuni nodi da sciogliere.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il focus dovrebbe essere sulla riunione BCE che dovrebbe rivelarsi interlocutoria. Le nuove stime dello staff dovrebbero confermare lo scenario di espansione moderata e graduale aumento dei prezzi, con marginali revisioni al ribasso rispetto alle stime di crescita 2018-2019. Il QE è storia, il focus è sui tassi di policy e su quanto rapidamente potranno salire dopo l'estate del 2019. Per ora non si avranno indicazioni. Sul fronte dei dati, l'indice ZEW sulle attese potrebbe ritracciare parte del forte aumento del mese precedente e calare a -20 da -13,7, data la correzione dell'azionario. La produzione industriale a luglio dovrebbe recuperare parte del calo del mese precedente nell'eurozona e viceversa correggere dopo gli incrementi dei due mesi precedenti in Italia. Le seconde stime dovrebbero confermare l'inflazione sulla misura armonizzata stabile in Germania (al 2,1%), in Francia (2,6%) ma in calo di un decimo in Italia all'1,7% e in Spagna al 2,2%.

La settimana ha molti dati importanti in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sui prezzi di agosto: mentre il PPI e i prezzi all'import dovrebbero mostrare una dinamica moderata, il CPI dovrebbe mostrare una variazione di 0,3% m/m per l'indice *headline* e una compresa fra 0,2 e 0,3% m/m per quello *core*, confermando un trend positivo per l'inflazione mensile. Sempre per agosto, la produzione industriale dovrebbe essere in rialzo solido; anche le vendite al dettaglio dovrebbero segnare un aumento soddisfacente, in parte però gonfiato dai prezzi. Il Beige Book dovrebbe confermare il quadro di espansione diffusa e mercato del lavoro al pieno impiego.

7 settembre 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

Il Punto

Anche se risultasse impossibile raggiungere un accordo fra UE e Regno Unito sulla relazione a regime, ci sono almeno due strade per evitare che una *no-deal Brexit* abbia conseguenze drammatiche, e che non sarebbero nell'interesse di nessuno.

- **La proposta May per la relazione con l'UE dopo il periodo transitorio è stata affondata in modo pressoché definitivo da Barnier**, che l'ha definita semplicemente "illegale" alla luce dei vincoli posti dal Consiglio Europeo fin dall'avvio del processo. Barnier ha quindi ricordato che l'unica soluzione possibile risiede in trattato di libero scambio come quello sottoscritto dal Canada, rinforzato per tenere conto di alcune specificità della relazione fra UE e Regno Unito (Canada-Plus). Curiosamente, tale posizione potrebbe risultare più appetibile ai conservatori euro-sceettici rispetto al compromesso proposto da May, che viene visto come una prosecuzione della sudditanza all'UE. Ciò detto, anche in tale contesto **non si intravede ancora una soluzione al problema del confine irlandese**, un nodo che fa temere la **possibilità di fallimento dei negoziati e di *no-deal Brexit*, senza il tempo per prepararsi alle conseguenze.**
- **La nostra idea, però, è che un esito catastrofico sia improbabile ed evitabile.** Primo, non è nell'interesse di nessuno arrivare alla paralisi dell'interscambio commerciale con il Regno Unito, anche ipotizzando intenti punitivi nei confronti di chi ha promosso il processo di Brexit. Secondo, esistono **due possibili vie di uscita** che possono consentire di guadagnare il tempo necessario a completare i preparativi necessari, una volta assodato che un accordo non può essere raggiunto in tempo.
- **La prima è quella di estendere il periodo negoziale** con il consenso di tutte le parti per il tempo necessario a mettere in piedi l'infrastruttura necessaria a gestire le pratiche doganali e a sistemare le questioni normative o contrattuali che potrebbero essere messe a rischio. Questa opzione implica però che vi sia una *no-deal Brexit* alla fine dell'estensione, e quindi che i rapporti fra UK ed UE siano in regime WTO.
- **La seconda opzione consiste nel rinviare la definizione degli aspetti più controversi del rapporto fra UE e UK post-periodo transitorio**, approvando comunque il trattato di recesso e consentendo l'avvio di tale periodo transitorio dal 29 marzo 2019 al 31 dicembre 2020. Nel periodo transitorio, il Regno Unito sarebbe formalmente già fuori dall'UE, ma dal punto di vista pratico tutti gli effetti del recesso sono sospesi. In tal modo, vi sarebbe più tempo per risolvere i nodi controversi, anche se l'uscita formale del Regno Unito dall'UE diverrebbe irrevocabile alla data prevista. Se durante il periodo transitorio fosse chiara l'impossibilità di sciogliere i nodi rimasti (per esempio, riguardo al confine irlandese), l'esito finale potrebbe ugualmente essere una *no-deal Brexit*, ma rinviata al 1° gennaio 2021.

Il consiglio direttivo BCE si riunisce il 13 settembre per discutere di politica monetaria. Non ci aspettiamo alcuna novità. Le stime di crescita potrebbero essere limare, ma quelle di inflazione dovrebbero essere confermate.

- La riunione del consiglio direttivo BCE del 13 settembre non crea nessuna particolare attesa sui mercati. Nessuno si attende modifiche al quadro di politica monetaria, dopo che gli annunci di giugno hanno fornito una tabella di marcia che arriva fino a dopo l'estate 2019, anche perché gli sviluppi degli ultimi mesi sono stati abbastanza in linea con lo scenario prospettato dalla Banca centrale a giugno.
- Le uniche novità potrebbero riguardare le previsioni dello staff, dalle quali potrebbe emergere una limatura delle stime di crescita 2018 al 2%, conseguenza di un 2° trimestre più debole del previsto. Però le stime di inflazione potrebbero non risentirne, in quanto l'accelerazione dei salari nel 1° trimestre di quest'anno e l'andamento recente delle attese di prezzo offrono supporto alla previsione BCE di rialzo dell'inflazione core verso l'1,6% in media nel 2019.

- Rinviamo alla nota *BCE: mano ferma sul pilota automatico* pubblicata il 6 settembre per una analisi più dettagliata della politica monetaria europea.

Italia: svolta nella comunicazione del Governo sugli obiettivi di bilancio 2019. Ora i leader dei partiti di governo parlano di rispetto delle regole europee, pur confermando l'intenzione di voler avviare l'attuazione delle misure previste dal contratto di governo. La reazione è stata molto favorevole, anche se restano alcuni nodi da sciogliere.

- Dopo che Fitch ha annunciato che il rating BBB assegnato all'Italia è soggetto a prospettive negative, e con la curva governativa italiana sotto pressione, **i leader dei due partiti di governo hanno radicalmente mutato la strategia di comunicazione sulla politica di bilancio**. Il primo passo è stata una dichiarazione del leader della Lega, che ha parlato di deficit inferiore al 3%. Poi, dopo il vertice della Lega sulla manovra, lo stesso Salvini ha prospettato "il rispetto dei vincoli e delle regole esterne imposte, di non sforare alcunché". Infine, mercoledì il leader del Movimento Cinque Stelle ha sostenuto che il Governo rassicurerà i mercati e le famiglie, mentre il primo ministro Conte ha dichiarato che la manovra "terrà i conti in ordine e consentirà il rilancio sul piano economico e sociale"¹.
- La disciplina ritrovata nella comunicazione sui conti pubblici, finalmente concorde con gli sforzi del ministro dell'economia, ha dato i suoi frutti: **i rendimenti dei titoli di stato sono calati su tutte le scadenze**: -31pb sull'anno, addirittura -60pb sulla scadenza triennale, -37pb su quella decennale. Se questa disciplina fosse stata imposta e mantenuta fin dal primo giorno, il budget 2019 avrebbe avuto qualche miliardo di spesa per interessi in meno da coprire, con benefici anche in termini di saldo strutturale prospettico, e la platea degli investitori nel debito pubblico italiano non sarebbe stata falciata dall'incremento abnorme delle volatilità. Comunque, meglio tardi che mai.
- A questo punto, **è possibile che la nota di aggiornamento al DEF attesa per fine settembre parta con un obiettivo di 1,7-1,8% per il deficit 2019**. Per i mercati ciò sarebbe rassicurante, essendo compatibile con una riduzione non marginale del rapporto debito/PIL. Nell'immediato, ciò dovrebbe consentire agli spread di sostare nella parte bassa dell'intervallo di oscillazione recente, sotto 250pb sulla scadenza decennale, e forse potrebbe consentire di ridurre la volatilità. **Non tutti i nodi sarebbero risolti, però.**
- **Primo**: ci pare che ciò implichi uno **sforzo strutturale sostanzialmente nullo**, e quindi molto lontano dallo 0,6% richiesto dalla Commissione Europea. Perciò, sulla base delle regole fiscali, la Commissione potrebbe bocciare la bozza di legge di bilancio e aprire una procedura di infrazione. Il contrasto con la Commissione Europea non ha conseguenze negative immediate, ma potrebbe rendere gli investitori comunque più cauti sul Paese. Questo è il primo punto che andrà monitorato, e le risposte potrebbero in parte venire già dal DEF.
- **Secondo**: **non è indifferente quali saranno le coperture proposte per raggiungere tale obiettivo**. Per la persistenza della reazione positiva dei mercati conterà se saranno credibili, e se saranno strutturali o una tantum. La risposta a questi ultimi dubbi arriverà probabilmente soltanto con la proposta di legge di bilancio, nella seconda metà di ottobre. Al momento, riconciliare gli obiettivi sui saldi con le richieste dei partiti appare un'impresa dall'esito tutt'altro che scontato.
- **Terzo**, se alla fine fosse impossibile trovare coperture sufficienti per attuare le misure, anche in forma parziale, e rispettare gli obiettivi di deficit, **la pressione politica per innalzare l'asticella a 2,2-2,3% potrebbe tornare a salire**. I quotidiani di oggi, in effetti, riferiscono di una partita tutt'altro che chiusa al riguardo, considerando che paiono servire 9 miliardi per la prima fase del reddito di cittadinanza e forse altrettanti per i vari tagli di imposte.

¹ "'Rispetteremo i vincoli'. E lo spread scende" di Mario Sensini, *Corriere della Sera* del 6 settembre 2018, p. 5.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il focus dovrebbe essere sulla riunione BCE che dovrebbe rivelarsi interlocutoria. Le nuove stime dello staff dovrebbero confermare lo scenario di espansione moderata e graduale aumento dei prezzi, con marginali revisioni al ribasso rispetto alle stime di crescita 2018-2019. Il QE è storia, il focus è sui tassi di policy e su quanto rapidamente potranno salire dopo l'estate del 2019. Per ora non si avranno indicazioni. Sul fronte dei dati, l'indice ZEW sulle attese potrebbe ritracciare parte del forte aumento del mese precedente e calare a -20 da -13,7, data la correzione dell'azionario. La produzione industriale a luglio dovrebbe recuperare parte del calo del mese precedente nell'eurozona e viceversa correggere dopo gli incrementi dei due mesi precedenti in Italia. Le seconde stime dovrebbero confermare l'inflazione sulla misura armonizzata stabile in Germania (al 2,1%), in Francia (2,6%) ma in calo di un decimo in Italia all'1,7% e in Spagna al 2,2%.

La settimana ha molti dati importanti in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sui prezzi di agosto: mentre il PPI i prezzi all'import dovrebbero mostrare una dinamica moderata, il CPI dovrebbe mostrare una variazione di 0,3% m/m per l'indice *headline* e una compresa fra 0,2 e 0,3% m/m per quello core, confermando un trend positivo per l'inflazione mensile. Sempre per agosto, la produzione industriale dovrebbe essere in rialzo solido; anche le vendite al dettaglio dovrebbero segnare un aumento soddisfacente, in parte però gonfiato dai prezzi. Il Beige Book dovrebbe confermare il quadro di espansione diffusa e mercato del lavoro al pieno impiego.

Lunedì 10 settembre

- Nessun evento

Martedì 11 settembre

Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** sulle attese potrebbe ritracciare parte del forte aumento del mese precedente e calare a -20 da -13,7, data la correzione dell'azionario. L'indice sulla situazione corrente potrebbe risalire marginalmente a 75 da 72,6. L'indice sulla situazione corrente rimane al di sopra della media di lungo termine e coerente con il proseguimento dell'espansione dell'economia tedesca.

Mercoledì 12 settembre

Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe essere cresciuta di 0,3% m/m a luglio dopo il calo di 0,7% m/m del mese precedente. Se confermato il dato lascerebbe la produzione in rotta per un aumento di 0,4% t/t a settembre dopo il -0,2% t/t di giugno.
- **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe correggere a luglio dopo due mesi di aumento, stimiamo di -0,1% dopo il +0,5% m/m di giugno. La tendenza annua accelererebbe a 4,9% in termini grezzi, ma resterebbe invariata a 1,7% se rettificata per gli effetti di calendario. In ogni caso, nel 3° trimestre l'output dovrebbe tornare a crescere dopo la stagnazione della prima metà dell'anno: l'industria è attesa tornare a contribuire al valore aggiunto. Tuttavia, gli indici anticipatori, e in particolare l'indagine PMI, hanno segnalato che è in corso un trend di chiaro rallentamento nel settore, anche sulla scia di un minor traino dall'export.

- **Italia.** Il tasso di **disoccupazione** dovrebbe risultare pari al 10,8% nel 2° trimestre, in calo dall'11,1% dei due trimestri precedenti. Nei mesi primaverili si è registrata una robusta crescita occupazionale, superiore all'espansione delle forze di lavoro. A luglio, il tasso dei senza-lavoro è calato ulteriormente più del previsto a 10,4%, sia pure sulla scia di un aumento degli inattivi. Stimiamo una disoccupazione in media al 10,7% quest'anno e al 10,1% l'anno prossimo.
- **Spagna.** La seconda stima dovrebbe confermare l'**inflazione** stabile sulla misura nazionale al 2,2% ma in calo di due decimi sempre al 2,2% sull'indice armonizzato. L'inflazione spagnola continuerà a salire nei prossimi mesi fino al 2,9% nella prossima primavera su spinta della dinamica sottostante che è attesa accelerare all'1,6% dal recente 0,9%.

Stati Uniti

- Il **PPI** ad agosto è previsto in rialzo di 0,3% m/m, dopo un dato stabile a luglio. L'aumento della componente energia dovrebbe essere controbilanciato dalla debolezza degli alimentari. Anche l'indice core e quello al netto di alimentari, energia e commercio dovrebbero essere in rialzo di 0,3% m/m, in linea con il trend.
- La Fed pubblica il **Beige Book**, in preparazione per la riunione del FOMC del 25-26 settembre. Il rapporto dovrebbe mostrare espansione diffusa a tutti i comparti e le aree geografiche. Le imprese dovrebbero riportare come di consueto difficoltà a reperire manodopera e qualche segnale di accelerazione salariale e dei prezzi di vendita. Questo mese sarà rilevante vedere eventuali nuovi commenti e preoccupazioni sulla politica commerciale, con riferimento non solo ai dazi, ma anche ai negoziati sul NAFTA.

Giovedì 13 settembre

Area euro

- La **riunione della BCE** dovrebbe rivelarsi interlocutoria. Le nuove stime dello staff dovrebbero confermare lo scenario di espansione moderata e graduale aumento dei prezzi, con marginali revisioni al ribasso alle stime di crescita 2018-2019. Il QE è storia, il focus è sui tassi di policy e su quanto rapidamente potranno salire dopo l'estate del 2019. Per ora non si avranno indicazioni.
- **Germania.** La seconda stima dovrebbe confermare l'**inflazione** in aumento di un decimo sulla misura nazionale al 2,1%, ma stabile sull'indice armonizzato al 2,0%. Sul mese, i prezzi al consumo sono cresciuti di 0,2% m/m, il contributo dall'energia è stato risibile mentre le pressioni al rialzo sono venute da prezzi interni e alimentari freschi. Nei prossimi mesi l'inflazione tedesca dovrebbe mantenersi sui livelli recenti.

Stati Uniti

- Il **CPI** ad agosto dovrebbe aumentare di 0,3% m/m (2,8% a/a), dopo +0,2% m/m a luglio. L'energia dovrebbe dare un contributo positivo all'indice *headline*, anche grazie alla stagionalità. Il CPI core è previsto in rialzo di 0,2% m/m (2,4% a/a), come a luglio, ma con rischi per una variazione che, con l'arrotondamento, porti a una lettura di 0,3% m/m. A luglio l'indice core era aumentato di 0,24% m/m, quindi agosto sarebbe il secondo mese consecutivo con una variazione superiore, anche se di poco, a 0,2% m/m. L'indice core dovrebbe registrare un rimbalzo nei settori abbigliamento e sanità. Il trend dell'inflazione core dovrebbe mantenersi vicino al 2%, fluttuando anche al di sopra dell'obiettivo della Fed, dando supporto al sentiero di rialzi della Fed.

Venerdì 14 settembre

Area euro

- **Area euro.** Eurostat pubblica i dati sulla dinamica del **costo del lavoro** nei mesi primaverili. Nel 1° trimestre il costo del lavoro è accelerato al 2,0% da un precedente 1,8%. La BCE ha sottolineato che l'aumento più sostenuto di salari e stipendi contribuisce ad aumentare il grado di fiducia del Consiglio in un graduale aumento dei prezzi interni. Sarà pertanto da verificare la tendenza nei mesi primaverili.
- **Italia.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di agosto dovrebbe confermare la stima preliminare di un'inflazione annua in salita da 1,5% a 1,7% sull'indice nazionale e in calo da 1,8% a 1,7% sull'indice armonizzato. Nel mese i listini sono cresciuti di mezzo punto sul NIC mentre sono rimasti invariati sull'IPCA. I maggiori rincari dovrebbero essere confermati nei trasporti e nelle spese per il tempo libero. In prospettiva, l'inflazione è attesa salire ancora di qualche decimo da qui a fine anno: si potrebbe superare la soglia del 2% negli ultimi mesi del 2018. È attesa poi una moderazione nel corso del 2019.

Stati Uniti

- I **prezzi all'import** ad agosto dovrebbero essere in rialzo di 0,1% m/m, dopo una variazione nulla a luglio. Il petrolio è stato poco variato nel mese e l'apprezzamento del dollaro dovrebbe contribuire a mantenere contenuti i prezzi all'import, anche se gradualmente potrebbero iniziare ad apparire gli effetti dei nuovi dazi.
- Le **vendite al dettaglio** ad agosto sono attese in aumento di 0,4% m/m, da 0,5% m/m a luglio. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero crescere di 0,5% m/m (0,6 m/m a luglio). Le immatricolazioni di auto hanno subito una battuta d'arresto ad agosto, proseguendo sul trend in calo iniziato nell'autunno 2017, che ha probabilmente segnato il picco ciclico del settore. A sostegno delle vendite nominali di autoveicoli c'è il continuo spostamento della domanda verso i SUV, a discapito delle berline, più economiche, con un rialzo costante del prezzo medio e mediano di vendita. I materiali da costruzione e la benzina dovrebbero registrare variazioni marginali. Fra gli altri segmenti, ci dovrebbe essere una ripresa dei pochi comparti deboli a luglio, mentre l'abbigliamento dovrebbe rallentare dopo la forte variazione di luglio. Le vendite al netto di auto, benzina, materiali da costruzioni e alimentari dovrebbero segnare un rallentamento dopo +0,6% m/m di luglio, soprattutto in termini reali, ma le prospettive per i consumi in estate restano solide: la stima *nowcasting* dell'Atlanta Fed per i consumi ora è a 3,6% t/t ann.
- La **produzione industriale** ad agosto dovrebbe aumentare di 0,4% m/m dopo +0,1% m/m di luglio. La componente produzione dell'ISM manifatturiero ha segnato un ampio incremento ad agosto, a 63,3, indicando un ritmo più rapido di espansione dell'attività. Il settore delle utilities dovrebbe essere spinto dal clima e l'estrattivo dovrebbe segnare un moderato incremento.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a settembre (prel.) è prevista in aumento a 96,6.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (10-14 settembre)									
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 10/9	01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T2	prel 1.9	%	2.6	
	01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.5	%	0.7	
	10:30	GB	Produzione industriale m/m	*	lug	0.4	%	0.2	
	10:30	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		lug	-2.94	Mld £		
	10:30	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		lug	-11.38	Mld £	-11.80	
Mar 11/9	10:30	GB	Tasso di disoccupazione ILO		lug	4.0	%	4.0	
	10:30	GB	Retribuzioni medie		lug	2.4	%	2.5	
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		set	72.6		72.0	75
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	set	-13.7		-13.0	-20
Mer 12/9	09:00	SPA	IPCA a/a finale		ago	prel 2.2	%		2.2
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	lug	0.5	%	-0.4	-0.1
	11:00	EUR	Occupazione t/t		T2	0.4	%		
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	lug	-0.7	%	-0.1	0.3
	14:30	USA	PPI m/m		ago	0.0	%	0.2	0.3
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ago	0.1	%	0.2	0.3
Gio 13/9	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		lug	-8.8	%	5.7	
	08:00	GER	IPCA a/a finale		ago	prel 1.9	%	1.9	2
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.0	%	0.0	0.2
	08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	ago	prel 0.1	%	0.1	0.2
	08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		ago	prel 2.0	%	2.0	2.1
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		ago	prel 2.6	%		
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ago	-0.1	%		
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.6	%		
	14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	203	x1000		
	14:30	USA	CPI m/m	*	ago	0.2	%	0.2	.0.3
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ago	2.4	%	2.4	2.4
	14:30	USA	CPI a/a		ago	2.9	%	2.8	2.8
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ago	0.2	%	0.2	0.2
Ven 14/9	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		lug	prel -0.1	%		
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.0	%		0
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		ago	prel 1.7	%		1.7
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	ago	prel 0.5	%		0.5
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		ago	prel 1.7	%		1.7
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T2	2.0	%		
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ago	0.5	%	0.4	0.4
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ago	0.6	%	0.5	0.5
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		ago	0.0	%	0.0	0.1
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		ago	78.1	%	78.2	
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		ago	0.1	%	0.3	0.4
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		lug	0.1	%	0.3	
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		set	96.2		96.5	96.6

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 (10-14 settembre)				
Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun 10/9	18:00	USA		Discorso di Bostic (Fed)
Mar 11/9	14:00	EUR		Discorso di Nouy (BCE)
Mer 12/9	15:30	USA		Discorso di Bullard (Fed)
	20:00	USA	*	La Fed pubblica il Beige Book
Gio 13/9	13:00	GB	*	Riunione della Bank of England
	13:00	GB		Summary of Business conditions della Bank of England
	13:45	EUR	*	BCE: annuncio tassi (prev. Intesa Sanpaolo: tassi invariati)
	14:30	EUR	**	Conferenza stampa di Draghi (BCE)
	15:30	EUR	*	La BCE pubblica le proiezioni macroeconomiche
	19:15	USA		Discorso di Bostic (Fed)
Ven 14/9	12:00	GB		Discorso di Carney (BoE)
	16:00	USA		Discorso di Rosengren (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

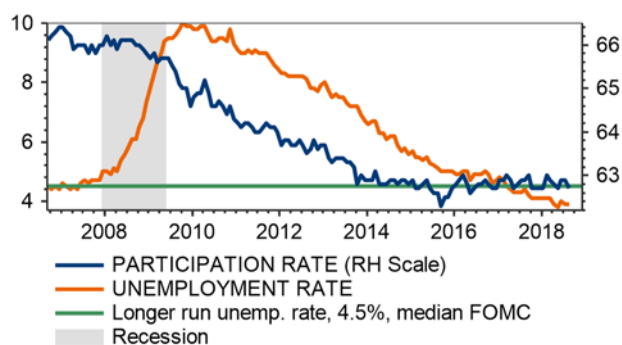
Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti						
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Indice ISM manifatturiero	ago	58.1			57.7	61.3
Spesa in costruzioni	lug	-0.8	(-1.1)	%	0.5	+0.1
Vendite di autoveicoli	ago	16.77		Mln	16.80	16.72
Bilancia commerciale	lug	-45.7	(-46.3)	Mld \$	-50.3	-50.1
Nuovi occupati: stima ADP	ago	217	(219)	x1000	190	163
Richieste di sussidio	settim	213		x1000	214	203
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T2	2.9		%	3.0	2.9
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T2	-0.9		%	-0.9	-1.0
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	lug	-1.7		%		-1.7
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	lug	0.2		%		0.1
Ordinativi industriali m/m	lug	+0.6	(0.7)	%	-0.6	-0.8
Indice ISM non manifatturiero composito	ago	55.7			56.8	58.5
Tasso di disoccupazione	ago	3.9		%	3.8	3.9
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ago	147	157	x1000	191	201
Salari orari m/m	ago	0.3		%	0.2	0.4

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

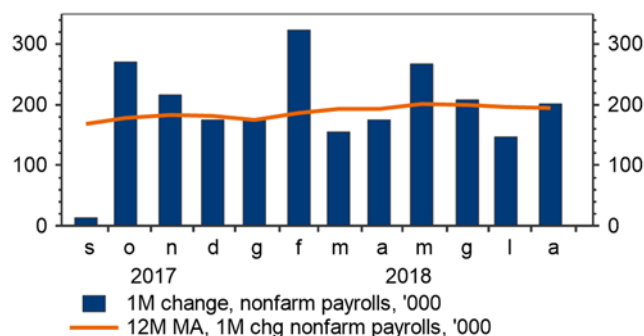
L'employment report ad agosto riporta un aumento di **occupati non agricoli** di 201 mila, dopo +147 mila di luglio (media a 3 mesi: 185 mila). La dinamica occupazionale è, come sempre, diffusa fra settori, anche se si registra un'inusuale correzione nel manifatturiero (-3 mila): +23 mila nelle costruzioni, +6 mila nell'estrazione, +173 mila nei servizi privati (particolarmente solida nei servizi sanitari, nei trasporti e nei servizi alle imprese. Nel settore pubblico gli occupati calano per il secondo mese consecutivo (-3 mila). Gli occupati rilevati con l'indagine presso le famiglie, una misura molto volatile, cala di 423 mila e la forza lavoro, altrettanto volatile, corregge di -469 mila. Il **tasso di partecipazione** scende a 62,7%, da 62,9% di luglio. Il **tasso di disoccupazione** è stabile a 3,9%. La misura della disoccupazione allargata individui scoraggiati e occupati part-time per motivi economici cala ancora a 7,4% da 7,5%. Le **ore lavorate** crescono di 0,2 % m/m e puntano a un incremento della produzione industriale. **La vera notizia è l'accelerazione della dinamica salariale**: i **salari orari** sono in rialzo di 0,4% m/m, con un balzo della variazione annua a 2,9% a/a, e un segnale di aumenti più solidi rispetto a quanto visto finora. Nel complesso, i dati sono positivi e descrivono un mercato del lavoro in cui le risorse inutilizzate continuano a diminuire, anche se la dinamica salariale resta contenuta, nonostante l'accelerazione vista in estate. In termini reali, i salari sono appena positivi su base annua. Le informazioni sui salari e l'andamento di occupati e disoccupazione danno sostegno al mantenimento di un sentiero di rialzi dei tassi gradualisti da parte della Fed. Il mercato del lavoro è "caldo", ma non si sta (ancora) surriscaldando: perciò lo scenario di due rialzi nel resto del 2018 è per ora confermato.

Tasso di disoccupazione al 3,9%



Fonte: Thomson Reuters Datastream

La dinamica occupazionale rimane solida, in linea con la media dell'ultimo anno



Fonte: Thomson Reuters Datastream

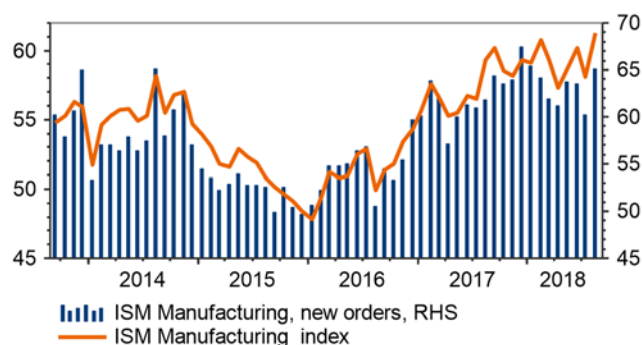
La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** ad agosto è di 163 mila, al di sotto delle aspettative di consenso (200 mila), ma sempre su livelli elevati. La stima ADP rivela comunque un ampio aumento sia nell'industria (manifatturiero: 19 mila, costruzioni: 5 mila), sia nei servizi (139 mila). I dati potrebbero suggerire un moderato rallentamento della dinamica occupazionale rispetto ai mesi precedenti, ma la volatilità della serie per ora non permette di trarre inferenze sul futuro. In ogni caso, variazioni di occupati anche mediamente intorno a 150-160 mila resterebbero superiori alla crescita strutturale della forza lavoro e non fermerebbero il calo del tasso di disoccupazione.

I **nuovi sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 1° settembre calano ancora, a 203 mila da 213 mila della settimana precedente, toccando il minimo da dicembre 1969 e confermando la situazione di eccesso di domanda sul mercato del lavoro.

L'indice composito **ISM non manifatturiero** ad agosto aumenta a 58,5 da 55,7 di luglio, con indicazioni positive per la crescita. L'indagine riporta aumenti degli indici di attività (60,7 da 56,5), nuovi ordini (60,4 da 57), occupazione (56,7 da 56,1). La componente prezzi corregge a 62,8 da 63,4. Le imprese restano ottimiste riguardo allo scenario economico, anche in alcuni settori si riportano effetti negativi dei dazi, sia di quelli già in vigore, sia di quelli annunciati, con incrementi dei costi di produzione. Secondo l'Institute of Supply Management, la relazione storica fra ISM non manifatturiero e PIL farebbe prevedere una crescita di 3,5% t/t ann. La stima GDP nowcasting dell'Atlanta Fed per il 3° trimestre è a 4,4% t/t ann.

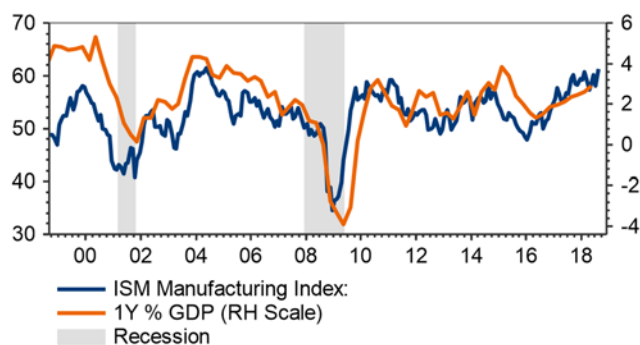
L'**ISM manifatturiero** ad agosto aumenta a sorpresa a 61,3 (massimo da maggio 2004), da 58,1 di luglio. Lo spaccato dell'indagine è molto positivo, con incrementi di produzione (a 63,3 da 58,5), nuovi ordini a 65,1 da 60,2, ordini inevasi a 57,5 da 54,7, occupazione a 58,5 da 56,5. Gli ordini all'export sono poco variati, a 55,2 da 55,3 e i prezzi pagati correggono a 72,1 da 73,2. Le imprese riportano domanda solida e pressioni elevate, ma stabili sui prezzi. Resta predominante la preoccupazione per i dazi e le possibili implicazioni sul fatturato e sull'ubicazione della produzione. Per ora sembra che la clientela estera non sappia come rispondere ai nuovi dazi e mantenga elevati gli ordini in attesa di nuove informazioni. L'aspettativa di aumenti dei costi di produzione, anche legata alla politica commerciale, è incorporata da molti nei budget per il 2019. Secondo l'Institute of Supply Management, la relazione storica fra l'indice composito e il PIL farebbe prevedere una crescita di 5,6% t/t ann. L'indagine ISM di agosto dà indicazioni di continua crescita molto sostenuta e contribuisce a supportare la previsione di crescita compresa fra 3 e 3,5% t/t ann. in estate, dopo +4,2% t/t ann. della primavera.

ISM manifatturiero: è sempre boom



Fonte: Thomson Reuters Datastream

La crescita resterà solida ancora per diversi trimestri



Fonte: Thomson Reuters Datastream

La **spesa in costruzioni** a luglio aumenta di 0,1% m/m, al di sotto del consenso (0,4% m/m), ma i dati di giugno sono rivisti verso l'alto di 3 decimi, a -0,8% m/m. Nel settore privato, la spesa residenziale rimbalza (+0,6% m/m) dopo due mesi di contrazioni, mentre quella non residenziale rimane debole, con una correzione di -0,1% m/m, dopo tre rialzi consecutivi. Gli investimenti residenziali resteranno negativi nel 3° trimestre, anche la componente strutture dovrebbe essere in calo in estate, ma le altre componenti degli investimenti fissi delle imprese più che compenseranno con aumenti solidi.

Le **vendite di autoveicoli** ad agosto calano a 16,6 mln, da 16,7 mln di luglio, confermando il trend di modesto, ma persistente, calo in vigore da ottobre 2017. Nonostante la solidità della ripresa economica, il settore auto ha probabilmente toccato il picco ciclico nel 2017 e, dopo una corsa iniziata nel 2009, è in rallentamento già dal 2018.

La **bilancia commerciale** a luglio registra un deficit di -50,1 mld di dollari, da -45,3 mld (rivisto da -46,3 mld) di giugno. Le esportazioni calano di -1% m/m, segnando la seconda contrazione consecutiva, confermando gli effetti dei dazi cinesi, che hanno causato enorme volatilità nel comparto delle materie prime agricole dalla primavera in poi. Nel 2° trimestre si è visto un balzo delle esportazioni agricole, seguito da una stabilizzazione a giugno e una forte flessione a luglio (-6,3% m/m). Le importazioni segnano un ampio aumento (+0,9% m/m), terzo rialzo consecutivo, spinto non solo dal petrolio, ma anche da tutti i comparti, tranne quello dei beni di consumo che corregge di -1,5% m/m. I dati danno supporto alla previsione di un'inversione di segno del contributo delle esportazioni nette alla crescita nel 3° trimestre. Il canale estero aveva contribuito per 1,2pp alla variazione del PIL in primavera.

Giappone					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	ago	52.5			52.5
Consumi delle famiglie a/a	lug	-1.2	%	-0.9	+0.1

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

Il **PMI dei servizi** aumenta a 51,5 ad agosto, da 51,3. Il PMI composito aumenta a 52 ad agosto, confermando il proseguimento della ripresa. A settembre i dati potrebbero essere più deboli per via degli effetti dell'uragano che ha colpito il Giappone a inizio mese.

Regno Unito					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero	ago	53.8	(54.0)	53.8	52.8
PMI servizi	ago	53.5		53.9	54.3

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

Area euro						
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	ago	54.6		54.6	54.6
EUR	PPI a/a	lug	3.6	%	3.9	4.0
EUR	PMI servizi finale	ago	54.4		54.4	54.4
EUR	PMI composito finale	ago	54.4		54.4	54.5
EUR	Vendite al dettaglio m/m	lug	0.3	%	-0.2	-0.2
EUR	PIL a/a finale	T2	2.2	%	2.2	2.1
EUR	PIL t/t finale	T2	0.4	%	0.4	0.4
FRA	PMI manifatturiero finale	ago	53.7		53.7	53.5
FRA	PMI servizi finale	ago	55.7		55.7	55.4
FRA	Produzione industriale m/m	lug	0.7	(0.6) %	0.2	0.7
GER	PMI manifatturiero finale	ago	56.1		56.1	55.9
GER	PMI servizi finale	ago	55.2		55.2	55.0
GER	Ordini all'industria m/m	lug	-3.9	(-4.0) %	1.8	-0.9
GER	Produzione industriale m/m	lug	-0.7	(-0.9) %	0.2	-1.1
GER	Bilancia commerciale destag.	lug	19.3	Mld €	19.0	15.8
ITA	PMI manifatturiero	ago	51.5		51.1	50.1
ITA	PMI servizi	ago	54.0		53.1	52.6
ITA	Vendite al dettaglio a/a	lug	1.4	(1.50) %		-0.6
SPA	Produzione industriale a/a	lug	0.5	%	1.6	0.5

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

Area euro. La seconda stima ha confermato il **PMI manifatturiero** in flessione a 54,6 da un precedente 55,1. In Germania il PMI manifatturiero è calato di un punto ma a 55,9 rimane coerente con un'espansione dell'attività industriale. Il quadro è finanche migliorato in Francia dove il PMI è stato confermato in aumento a 55,7 da 54,9. **In Italia, il PMI è calato di 1,4 punti e a 50,1 è ormai al limite del livello coerente con una stagnazione dell'attività nel comparto**, gli ordini domestici sono scesi a 48,7 da un precedente 50,2; gli ordini all'export sono calati meno (-0,4 punti) a 50,2. In Spagna, il PMI è rimasto circa invariato a 52,9 da un precedente 53. Il PMI manifatturiero indica che il comparto risente delle tensioni sulle politiche commerciali.

Area Euro. La seconda stima ha rivisto il **PMI composito** ad agosto a 54,5 da una precedente stima di 54,4. L'indice risulta, quindi, in lieve aumento rispetto al mese precedente (54,3). La revisione è spiegata dal recupero del PMI servizi a 54,4 da 54,2, altresì il PMI manifatturiero è calato in agosto a 54,6 da 55,1. Il PMI composito è salito in Germania e Francia (rispettivamente a 55,6 da 55 e a 54,9 da 54,4). Altresì l'indice composito è calato in Italia a 51,7 da 53,0 su di un peggioramento dell'indice per il manifatturiero a 50,1 da 51,1 ma anche dell'indice per i servizi a 52,6 da 54. In Spagna, l'indice PMI composito è salito a 52 da 51,6.

Area euro. Le **vendite al dettaglio** sono calate a luglio di 0,2% m/m dopo il +0,3% m/m del mese precedente. Il dato lascia le vendite in rotta per una stagnazione nei mesi estivi dopo il +0,6% t/t dei mesi primaverili. Le indicazioni sono di tenuta dei consumi delle famiglie nei prossimi mesi, grazie alla crescita ancora solida degli occupati, una graduale accelerazione dei salari, condizioni al credito ancora ampiamente espansive.

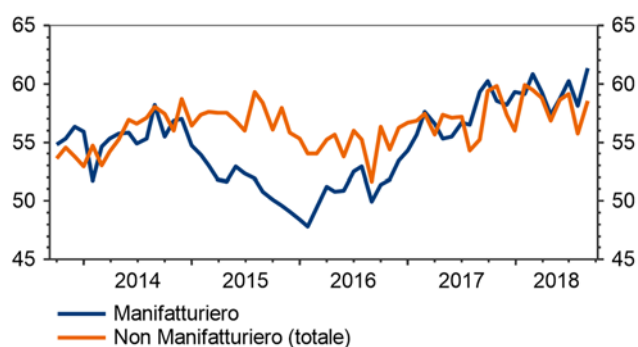
Germania. Gli **ordini all'industria** sono calati di 0,9% m/m a luglio, ben più deboli delle attese, che li davano in recupero dopo il brusco calo di giugno (-4,0 m/m). A calare è la domanda estera che cede -3,4% m/m dopo il -4,8% m/m del mese precedente. La domanda interna recupera con un aumento del 2,4% m/m parte della debolezza di giugno (-2,6% m/m). Il dettaglio mostra una forte debolezza degli ordini extra Euro zona nel comparto dei beni capitali. L'andamento degli ordini dall'estero fa temere un rallentamento dell'export e produzione e ragionevolmente riflette le tensioni in tema di politiche commerciali. Il tracollo degli ordini non è coerente con le indicazioni dall'indagine IFO e PMI manifatturiero che indicavano un andamento ancora solido della domanda.

La **produzione industriale** a luglio è calata in **Germania** di 1,1% m/m dopo il calo di -1,3% m/m di giugno (rivisto da -0,9%). La produzione era balzata del 2,4% m/m, era quindi possibile che si verificasse una normalizzazione nei mesi estivi. Il dato di luglio lascia la dinamica della produzione in rotta per un -1,0% t/t a settembre dopo lo 0,4% t/t di giugno e sarebbe coerente con una crescita del PIL di 0,3% t/t dopo 0,5% t/t dei mesi estivi. In **Francia**, la produzione industriale è cresciuta di 0,7% m/m per il 2° mese consecutivo., il dato lascia la produzione in rotta per un aumento a settembre di 0,9% t/t dopo la contrazione di 0,4% t/t a giugno. In **Spagna**, la produzione industriale è cresciuta di 0,5% m/m dopo lo stallo dei due mesi precedenti. Il dato di luglio lascia la produzione in rotta per un aumento di 0,5% t/t a settembre dopo la contrazione media di 0,9% t/t dei due trimestri precedenti.

Germania. Il **saldo di bilancia commerciale** è calato a luglio a 15,8 miliardi da un precedente 19,3. Le esportazioni sono calate di 0,9% m/m dopo lo stallo del mese precedente, mentre le importazioni sono balzate di 2,8% m/m.

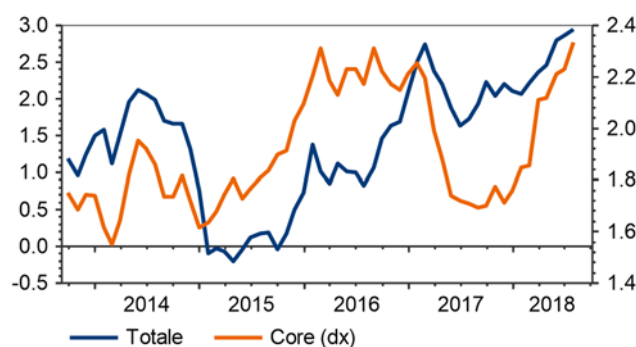
Stati Uniti

Indagini ISM



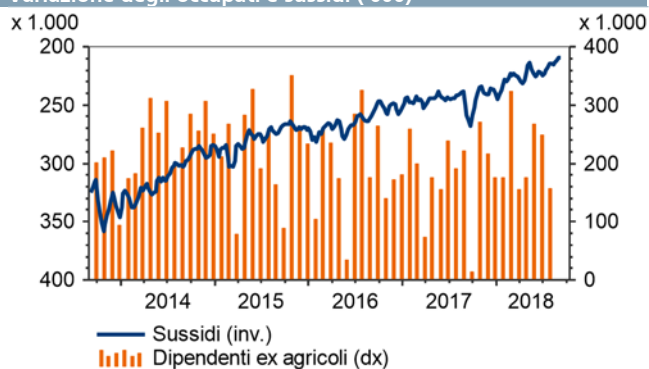
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI – Var. % a/a



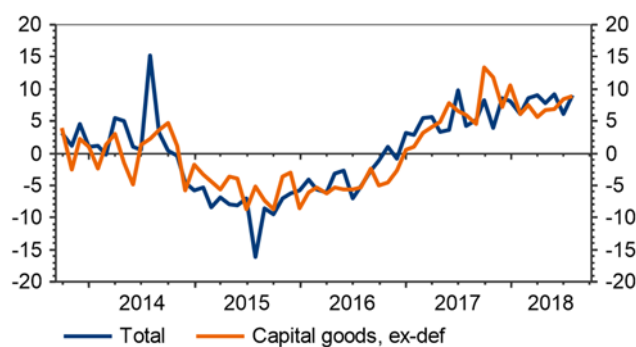
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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

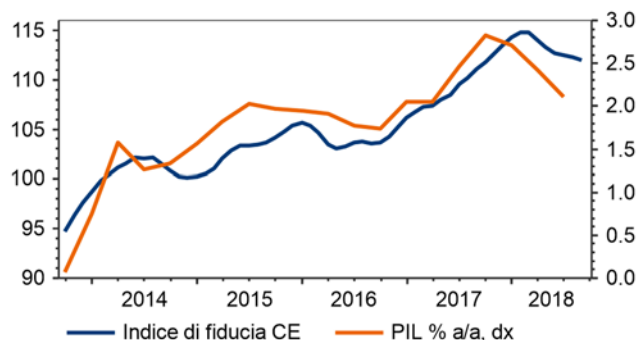
Previsioni

	2017	2018p	2019p	2017			2018			2019	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	2.8	2.6	2.1	2.3	2.5	2.6	2.9	2.9	3.0	3.0
- trim./trim. annualizzato				3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	3.0	2.5	2.3
Consumi privati	2.5	2.6	2.6	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	3.0	2.6	2.5
IFL - privati non residenziali	5.3	7.1	4.9	7.3	3.4	4.8	11.5	8.5	4.5	4.1	5.0
IFL - privati residenziali	3.3	0.4	1.0	-5.5	-0.5	11.1	-3.4	-1.6	-1.0	2.0	1.5
Consumi e inv. pubblici	-0.1	1.5	2.0	0.0	-1.0	2.4	1.5	2.4	1.9	2.0	2.1
Esportazioni	3.0	5.1	2.8	3.6	3.5	6.6	3.6	9.1	3.8	2.5	1.8
Importazioni	4.6	3.9	3.1	2.5	2.8	11.8	3.0	-0.4	3.2	2.9	3.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	0.0	0.3	1.2	-1.1	0.3	-1.3	1.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.4	-2.6								
Deficit Pubblico (% PIL)	-3.5	-5.9	-6.3								
Debito pubblico (% PIL)	124.2	125.7	126.9								
CPI (a/a)	2.1	2.5	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.7	2.7	2.5	1.9
Produzione Industriale	1.6	3.8	3.0	1.2	-0.4	1.9	0.6	1.5	0.5	1.0	0.8
Disoccupazione (%)	4.4	3.9	3.6	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7

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

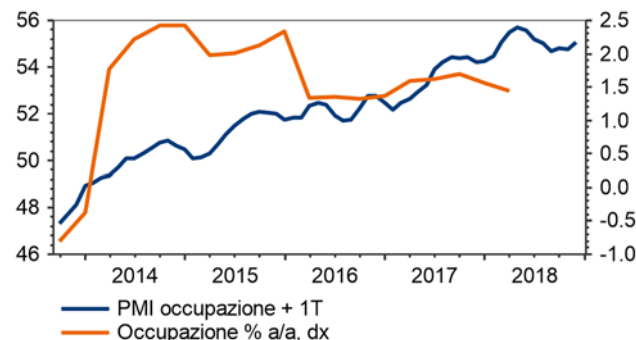
Area euro

PIL



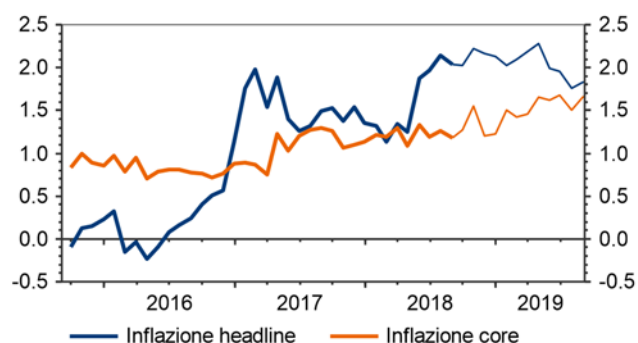
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

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

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

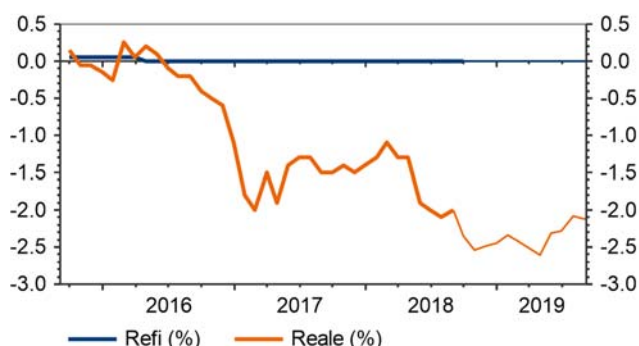
	2017	2018	2019p	2017	2018	2019
				T2	T3	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.0	1.7	2.5	2.8	2.4
- t/t	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4
Consumi privati	1.7	1.5	1.5	0.5	0.4	0.2
Investimenti fissi	2.8	2.9	3.4	1.9	-0.1	0.3
Consumi pubblici	1.2	1.1	1.2	0.4	0.4	0.1
Esportazioni	5.5	2.8	4.1	1.1	1.3	-0.7
Importazioni	4.1	3.2	4.3	1.1	0.6	1.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.4	-0.1	-0.1	0.0	0.3
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	1.9	1.5	1.5	1.4
Produzione industriale (a/a)	3.0	1.9	1.9	2.5	4.1	3.1
Disoccupazione (%)	9.1	8.2	7.8	9.1	9.0	8.6
Euribor 3 mesi	-0.33	-0.32	0.11	-0.33	-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								
	dic	mar	giu	6/9	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36
Euribor 3m	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33

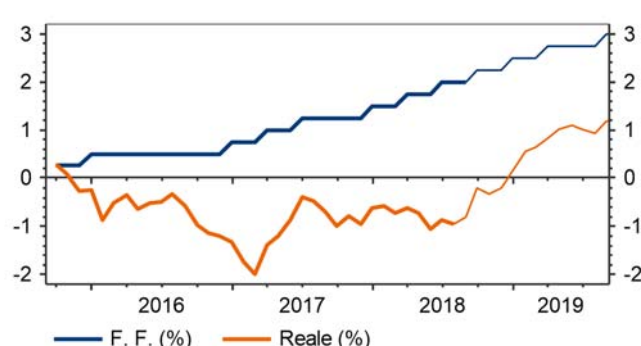
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	dic	mar	giu	6/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	1.50	1.75	2.00	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75
Libor USD 3m	1.69	2.31	2.34	2.32	2.33	2.55	2.85	3.05

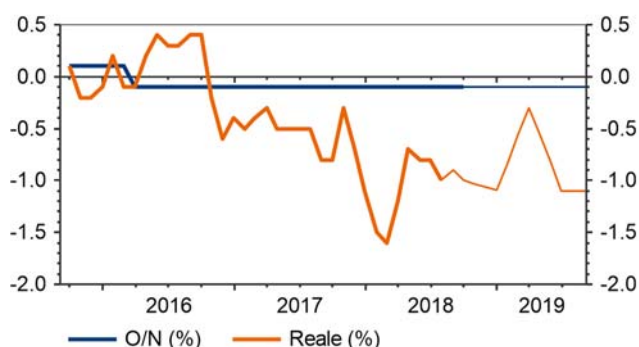
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	dic	mar	giu	6/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.02	-0.03	-0.05	-0.04	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02

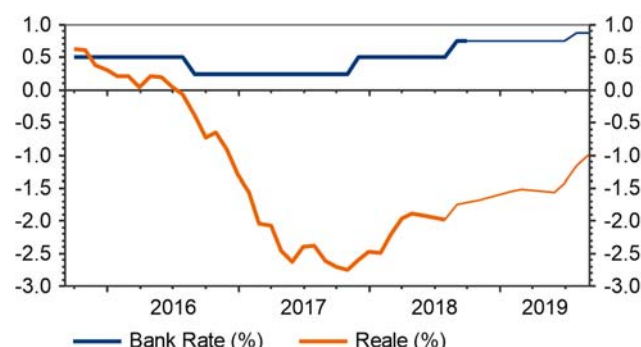
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	dic	mar	giu	6/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Libor GBP 3m	0.52	0.71	0.67	0.80	0.89	0.85	0.85	0.85

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio											
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	7/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.20	1.24	1.18	1.16	1.1631	1.15	1.15	1.18	1.18	1.24
USD/JPY	102	108	106	110	111	110.75	112	113	114	115	113
GBP/USD	1.33	1.31	1.39	1.34	1.30	1.2960	1.28	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.09	1.14	1.17	1.16	1.15	1.1227	1.14	1.15	1.18	1.20	1.20
EUR/JPY	114	130	131	130	129	128.82	128	130	135	136	140
EUR/GBP	0.84	0.91	0.90	0.88	0.89	0.8972	0.90	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
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.intesasnpaolo.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/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all’indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione 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/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.