

Il punto

Italia: per ora, il governo conferma l'impianto della manovra 2019, che spingerà il deficit al 2,4%. Il quadro sarà completo verosimilmente solo con la presentazione della Legge di Bilancio vera e propria (entro il 20 ottobre). Nelle prossime settimane, a mitigare eventuali turbolenze c'è il fatto che l'offerta netta di titoli a medio-lungo termine è circa nulla fino a fine novembre.

È la politica, bellezza? I negoziati su Brexit potrebbero vedere una svolta in settimana al summit europeo. Altrove in Europa il quadro politico potrebbe complicarsi. Questa domenica si tengono le elezioni per rinnovare il Parlamento lussemburghese e le amministrative in Belgio ma il focus sarà sulle elezioni in Baviera. Il voto nel più ricco Laender tedesco è visto internamente come un referendum sull'attuale coalizione di governo. Il consenso per i partiti tradizionali CDU e SPD si sta assottigliando a favore dei populistici di AfD.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il focus sarà sull'indice ZEW di ottobre che offrirà indicazioni sulle attese delle imprese per i prossimi mesi in un contesto di maggiore volatilità sui mercati; ci aspettiamo un calo a -12,3 da un precedente -10,6. Le seconde stime dovrebbero confermare l'inflazione in aumento di un decimo al 2,1% nella media area euro ma in calo all'1,5% da un precedente 1,6% in Italia. Proprio in Italia, il governo è atteso presentare il Documento Programmatico di Bilancio, e potrebbe anche anticipare la legge di bilancio vera e propria: sarà importante soprattutto verificare la credibilità delle coperture finanziarie.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini di ottobre del settore manifatturiero dovrebbero mantenersi su livelli ampiamente espansivi. Fra i dati di settembre, le vendite al dettaglio sono previste in rialzo solido, la produzione industriale in aumento modesto, mentre gli indicatori del mercato immobiliare residenziale dovrebbero essere deboli (vendite di case esistenti, cantieri e licenze). La Fed pubblica i verbali della riunione di settembre, che dovrebbero confermare il diffuso consenso per il proseguimento dei gradualisti rialzi dei tassi, ma visioni diverse riguardo ai rischi di surriscaldamento dell'economia.

12 ottobre 2018

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Il punto

Italia: per ora, il governo conferma l'impianto della manovra 2019, che spingerà il deficit al 2,4%. Il quadro sarà completo verosimilmente solo con la presentazione della Legge di Bilancio vera e propria (entro il 20 ottobre). Nelle prossime settimane, a mitigare eventuali turbolenze c'è il fatto che l'offerta netta di titoli a medio-lungo termine è circa nulla fino a fine novembre.

Nonostante un primo avvertimento dalla [Commissione Europea](#), nonché i rilievi dell'[Ufficio Parlamentare di Bilancio](#) e della [Banca d'Italia](#), il governo ha confermato l'impianto della manovra come coerente con gli obiettivi inclusi nella [Nota di Aggiornamento al DEF](#).

Secondo i dettagli forniti dal ministro Tria in commissione parlamentare congiunta, **la manovra lorda ammonta a 36,7 miliardi** (il 2% del PIL), di cui 12,5 per il blocco dell'aumento dell'IVA, 2,3 per le spese indifferibili e 21,9 miliardi per misure espansive varie: 16 per reddito di cittadinanza e anticipo pensionistico, 3,5 per investimenti pubblici, 600 milioni per la *flat tax* (destinati a salire a 1,8 mld nel 2020 e 2,3 mld nel 2021) e 1,8 mld per incentivi a investimenti e PA (che diventano 3,2 mld nel 2020 e 4,1 nel 2021). **Le coperture valgono ben 15 miliardi** per l'anno prossimo (6,9 da maggiori entrate e 8,1 da minori spese). L'effetto netto della manovra sull'indebitamento netto è di 21,7 miliardi, ovvero l'1,2% del PIL per il 2019.

Le principali criticità rilevate da UPB e Banca d'Italia riguardano il fatto che (1) **gli obiettivi non appaiono coerenti con il rispetto delle regole fiscali** europee, come peraltro già preannunciato dalla lettera della Commissione; (2) sussistono **rischi di sfioramento rispetto agli stessi obiettivi**, per via di diversi elementi:

- un eccessivo ottimismo sulla crescita del PIL (sia reale che nominale), derivante da una possibile **sovrastima degli effetti espansivi della manovra**: il governo si aspetta un impatto positivo sul PIL l'anno prossimo pari a 0,6% (0,2% dalla disattivazione dell'aumento IVA, 0,3% da reddito di cittadinanza e pensioni, 0,2% dagli investimenti pubblici, un decimo l'uno da *flat tax*, incentivi a investimenti/PA, spese indifferibili; l'impatto negativo delle coperture finanziarie è di -0,4%). La maggiore criticità deriva dagli effetti della disattivazione delle clausole, visto che, come osserva il vice direttore generale di Bankitalia Signorini, "se il mancato aumento dell'IVA fosse già stato incorporato nelle aspettative delle famiglie", ne deriverebbe un impatto nullo sul ciclo. Inoltre, i moltiplicatori applicati alle misure per la crescita, e in particolare a reddito di cittadinanza e interventi sulle pensioni (che costituiscono il grosso del pacchetto), appaiono elevati. Inoltre, le perplessità riguardano le ipotesi macroeconomiche alla base del quadro programmatico non solo per quanto riguarda la crescita del PIL reale, ma anche quella del PIL nominale: come rilevato dall'UPB, il mancato aumento dell'IVA dovrebbe comportare, rispetto allo scenario tendenziale, un deflatore del PIL più basso in misura superiore ai due decimi assunti dal governo;
- una possibile **sottostima della spesa per interessi**: rispetto al DEF di aprile, il quadro programmatico della NaDEF implica una spesa per interessi più alta di due decimi nel 2019, tre decimi nel 2020 e quattro decimi nel 2021; tuttavia, come rilevato da Signorini, agli attuali livelli dei tassi la spesa per interessi sarebbe superiore di circa lo 0,6% del PIL rispetto alle precedenti stime nell'ultimo anno dell'orizzonte di previsione (e evidentemente ancora superiore in caso di ulteriore recrudescenza delle tensioni sui mercati);
- l'incognita rappresentata dalle **restanti clausole di salvaguardia** gravanti dal 2020 in poi: in base a quanto comunicato dal ministro Tria in audizione, il governo intenderebbe disattivare gli aumenti delle imposte indirette interamente sul 2019 (per 12,5 mld) ma solo parzialmente sul 2020-21 (per 5,5 e 4 miliardi rispettivamente). Ciò significa che resterebbero in vigore clausole pari a ben lo 0,7% del PIL dal 2020 e lo 0,8% del PIL dal 2021: ovvero, l'indebitamento netto programmatico al lordo delle clausole sarebbe pari al 2,8% nel 2020 e al 2,6% nel 2021. In altri termini, il percorso di riduzione del disavanzo nominale negli anni successivi al 2019 poggerebbe

non su interventi già individuati di tagli di spesa o aumenti di entrate, ma su clausole che, alla luce dell'esperienza passata, sembrano avere poco valore alla prova dei fatti (tanto che la Commissione Europea non ne tiene conto nelle sue proiezioni);

- i rischi legati alle **coperture**: nonostante la scelta di spingere il deficit programmatico fino al 2,4%, le coperture da trovare sono comunque di entità assai significativa (il che non sorprende vista l'ampiezza degli interventi), ben 15 miliardi sul 2019. Ad oggi, non sono disponibili maggiori dettagli in merito, se non il fatto che le misure verranno per 6,9 miliardi da maggiori entrate e per 8,1 da minori spese. Occorrerà verificare se tali coperture saranno strutturali, e soprattutto credibili: sarà possibile farlo solo quando verrà diffusa la Legge di Bilancio nella sua forma completa.

Il ministro Tria ha giustificato in Commissione il mantenimento di ipotesi di crescita che si discostano dal consenso dei previsori proprio sulla base degli effetti espansivi della manovra, aggiungendo che i nuovi target sul deficit sono compatibili con un calo significativo del rapporto debito/PIL (dal 130,9% del 2018 al 130% nel 2019, fino al 126,7% nel 2021). Inoltre, il governo intende non interrompere il percorso di miglioramento del disavanzo strutturale, ma solo rimandarlo agli anni successivi al 2021.

Entro pochi giorni (lunedì 15 ottobre), il governo dovrà inviare alla Commissione Europea il **Documento Programmatico di Bilancio (DPB)**, mentre la **Legge di Bilancio** vera e propria deve essere trasmessa alle camere entro il 20 ottobre (ma secondo alcune indiscrezioni potrebbe essere approvata già il 15 in concomitanza con il DPB). Solo quando sarà diffusa la legge di bilancio (completa di decreto fiscale collegato) si avrà il quadro completo della manovra (peraltro, suscettibile di modifiche nel percorso parlamentare).

A partire dalla prossima settimana si apriranno dunque **diversi fronti**: (1) se il DPB confermasse gli obiettivi annunciati, la **Commissione** potrebbe respingere il budget italiano entro due settimane dalla ricezione dello stesso, dunque entro fine ottobre (il governo dovrebbe a quel punto presentare una nuova proposta al più presto, tendenzialmente entro tre settimane, pena il rischio di apertura di una procedura di infrazione); (2) sempre entro fine ottobre, sono attesi i pronunciamenti sul merito di credito italiano da parte di due importanti agenzie di **rating**, S&P e Moody's; (3) come sempre, la reazione più importante sarà quella dei **mercati** finanziari. Non è da escludere, in caso di turbolenza sui mercati, che il governo possa aprire a modifiche (sempre possibili entro il 31 dicembre). Peraltro, eventuali scossoni potrebbero essere attenuati dal fatto che l'offerta netta di titoli italiani (esclusi i BOT), al netto degli acquisti BCE, è sostanzialmente nulla nei mesi di ottobre e novembre.

È la politica, bellezza? I negoziati su Brexit potrebbero vedere una svolta in settimana al summit europeo. Altrove in Europa il quadro politico potrebbe complicarsi. Questa domenica si tengono le elezioni per rinnovare il Parlamento lussemburghese e le amministrative in Belgio ma il **focus sarà sulle elezioni in Baviera**. Il voto nel più ricco Laender tedesco è visto internamente come un referendum sull'attuale coalizione di governo. Il consenso per i partiti tradizionali CDU e SPD si sta assottigliando a favore dei populistici di AfD.

La Baviera è storicamente una roccaforte cristiano-democratica, alleata della CDU di Angela Merkel. Gli ultimi sondaggi indicano che per la prima volta dal 1946, i democratici potrebbero perdere la maggioranza assoluta. I consensi li danno in discesa dal 47,7% dei voti del 2013 a poco sopra il 33%. Il secondo partito preferito sono i Verdi tra il 18% e il 19%. I social democratici, SPD; che nel 2013 ottennero il 20% potrebbero fermarsi intorno all'11%. Ma la minaccia sono i populistici di destra di Alternative für Deutschland (AfD) che nei sondaggi sono dati al 12%, mentre non parteciparono al voto regionale nel 2013. La Baviera è uno dei più ricchi Laender tedeschi ospita il 16% della popolazione tedesca e contribuisce per circa il 18% alla formazione del prodotto interno lordo. Il voto bavarese è sempre un voto rilevante per la Germania federale.

Questa volta lo è ancora di più date le divisioni interne sulla gestione dei rifugiati tra Merkel e Seehofer, leader della CSU nonché Ministro dell'Interno del governo di coalizione. Da marzo scorso la strategia di Seehofer, per contrastare l'ascesa dei populistici di destra di Alternative für Deutschland AfD, è stata attaccare dall'interno le politiche di Merkel sui rifugiati. La strategia non ha però pagato e Seehofer potrebbe trovarsi a dover rassegnare le dimissioni. Un risultato vicino al 33%, come indicato dai sondaggi recenti, sarebbe una vera *debacle* per la CSU che si troverebbe costretta ad allearsi con i Verdi se non addirittura passare all'opposizione. Per Merkel la sconfitta di Seehofer potrebbe creare tensioni sulla riconferma come leader della CDU a dicembre. Un altro tassello importante per la popolarità dei partiti tradizionali e del governo di larghe intese Groko sarà il voto in Hesse il prossimo 28 ottobre. I sondaggi danno la CDU in forte calo al 28-29% dal 38,3% ottenuto nel 2013. Anche i social democratici SPD potrebbero vedere eroso il consenso fino al 23% dal 30,7%. AfD salirebbe al 13% dal 4% del 2013.

Le **elezioni legislative in Lussemburgo** non dovrebbero riservare particolari sorprese. Nel più piccolo stato dell'unione i populistici non sono ancora arrivati, ma la scena politica presenta comunque le sue peculiarità. I socialisti cristiani favoriti al 26% molto probabilmente resteranno all'opposizione come nell'ultima legislatura e il paese continuerà ad essere governato dalla coalizione di democratici (DP: 10%), socialisti (LSAP: 10%) e Verdi (7%).

I market mover della settimana

Nell'area euro, il focus sarà sull'indice ZEW di ottobre che offrirà indicazioni sulle attese delle imprese per i prossimi mesi in un contesto di maggiore volatilità sui mercati; ci aspettiamo un calo a -12,3 da un precedente -10,6. Le seconde stime dovrebbero confermare l'inflazione in aumento di un decimo al 2,1% nella media area euro ma in calo all'1,5% da un precedente 1,6% in Italia. Proprio in Italia, il governo è atteso presentare il Documento Programmatico di Bilancio, e potrebbe anche anticipare la legge di bilancio vera e propria: sarà importante soprattutto verificare la credibilità delle coperture finanziarie.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini di ottobre del settore manifatturiero dovrebbero mantenersi su livelli ampiamente espansivi. Fra i dati di settembre, le vendite al dettaglio sono previste in rialzo solido, la produzione industriale in aumento modesto, mentre gli indicatori del mercato immobiliare residenziale dovrebbero essere deboli (vendite di case esistenti, cantieri e licenze). La Fed pubblica i verbali della riunione di settembre, che dovrebbero confermare il diffuso consenso per il proseguimento dei gradualisti rialzi dei tassi, ma visioni diverse riguardo ai rischi di surriscaldamento dell'economia.

Lunedì 15 ottobre

Area euro

- **Italia.** Nella data prevista per l'invio del **Documento Programmatico di Bilancio** alla Commissione UE (e alle camere), il governo potrebbe approvare la manovra nella sua interezza, ovvero la legge di bilancio e il decreto fiscale collegato (per i quali la scadenza per l'invio al parlamento è il 20 ottobre). Come anticipato dal Ministro dell'economia, la manovra netta ammonta a 36,7 miliardi sul 2019. Il focus sarà soprattutto sulle coperture (che valgono ben 15 miliardi): sarà importante verificare se saranno strutturali, e credibili (l'unica informazione ad oggi disponibile è che verranno per 6,9 miliardi da maggiori entrate e per 8,1 da minori spese).

Stati Uniti

- L'indice **Empire** della NY Fed a ottobre è previsto in modesto rialzo a 21, da 19 di settembre. Il mese scorso l'indagine aveva ritracciato modestamente rispetto ai livelli visti fra maggio e agosto. È probabile, a ottobre, una ripresa di ordini e consegne. L'indice prezzi ricevuti ha segnato tre correzioni consecutive e sarà rilevante vedere se si manterrà su un trend discendente, con indicazioni importanti per il sentiero dell'inflazione. Nel complesso l'indagine dovrebbe confermare la continua espansione solida del settore manifatturiero.
- Le **vendite al dettaglio** a settembre sono previste in aumento di 0,6% m/m e di 0,4% m/m al netto delle auto. La benzina dovrebbe dare un contributo nullo alle vendite, con i prezzi circa invariati su base mensile. I dati potrebbero risentire degli effetti dell'uragano Florence, con variazioni più solide per beni di prima necessità, alimentari e materiali da costruzione e rallentamenti in altri comparti più voluttuari. Le vendite dovrebbero dare supporto alla previsione di una dinamica dei consumi molto solida anche nel 3° trimestre, intorno al 3,5% t/t ann.

Martedì 16 ottobre

Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** potrebbe calare nuovamente a ottobre a -12,3 da un precedente -10,6 data la correzione del mercato azionario. L'indice sulla situazione corrente è atteso in calo a 74 da un precedente 76. L'indice ZEW sulla situazione corrente rimane ancora al di sopra della media di lungo periodo e coerente con un proseguimento della fase di espansione dell'economia tedesca.

- **Italia.** La seconda stima dovrebbe confermare l'**inflazione** in calo di un decimo sulla misura nazionale all'1,5% da un precedente 1,6%, sia sulla misura nazionale che su quella armonizzata. A ottobre, l'inflazione dovrebbe risalire al 2,1% su rinnovate pressioni dall'energia e sul rialzo dei prezzi dei servizi educativi. L'inflazione dovrebbe, quindi, calare all'1,8% per fine 2018.

Stati Uniti

- La **produzione industriale** a settembre è attesa in rialzo di 0,1% m/m, con una uguale variazione nel manifatturiero. Le utility dovrebbero essere circa stabili e l'estrattivo registrare una variazione appena positiva. Le ore lavorate nel manifatturiero hanno registrato un calo e puntano a un dato debole per l'output di settembre, nonostante indicazioni molto positive dall'ISM manifatturiero nel mese.

Mercoledì 17 ottobre

Area euro

- **Area euro.** La seconda stima dovrebbe confermare l'**inflazione** euro zona in aumento al 2,1% a settembre su pressioni da alimentari ed energia. L'inflazione *core*, al netto di energia e alimentari, dovrebbe essere confermata in calo di un decimo all'1,1% da un precedente 1,2%. A ottobre, l'inflazione Eurozona dovrebbe avanzare all'1,2%, su spinta da energia e rialzo dei prezzi *core* (+0,2% m/m 1,4% a/a).

Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** a settembre dovrebbero correggere a 1,210 mln da 1,280 mln di agosto, per via del freno esercitato dall'uragano Florence sull'attività negli stati sud-orientali e per una fisiologica correzione dopo il rialzo di 9,2% m/m ad agosto. Le **licenze edilizie** dovrebbero invece aumentare a 1,270 mln da 1,249 mln dopo molti mesi su un trend in calo. L'attività di ricostruzione post-uragano nel Sud sosterrà il settore dell'edilizia residenziale in autunno, senza però invertire il trend di debolezza sottostante.
- La Fed pubblica i **verbali della riunione del FOMC di settembre**, che dovrebbero confermare il diffuso consenso per il proseguimento dei gradualisti rialzi dei tassi, ma visioni diverse riguardo ai rischi di surriscaldamento dell'economia. Dai verbali dovrebbe emergere la notevole incertezza sul livello del tasso neutrale e indicazioni di possibili future revisioni verso l'alto, in caso di accelerazione della crescita della produttività. Il giudizio sulla *stance* di politica monetaria dovrebbe restare "accomodante", anche se non compare più nel testo del comunicato perché, come detto da Powell, non è più rilevante per il messaggio del Comitato. Nel dibattito sulla comunicazione, si dovrebbe registrare la svolta verso l'abolizione della *forward guidance* e la centralità dei dati per la determinazione futura della politica monetaria. Il Comitato probabilmente ha discusso i problemi operativi del controllo del tasso effettivo dei fed funds, che si mantiene nella parte alta dell'intervallo obiettivo, nonostante la riduzione dell'intervallo per il tasso sulle riserve in eccesso. E' possibile che tale intervallo venga ulteriormente ridotto, anche fra una riunione e l'altra. I verbali non dovrebbero modificare il messaggio emerso dopo la riunione, di solida convinzione a favore dei rialzi previsti per il 2018-19.

Giovedì 18 ottobre

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a ottobre è previsto in marginale riduzione a 21, dopo il rialzo di 11 punti di settembre, a 22,9. L'indagine a settembre era stata omogeneamente molto positiva, con aumenti diffusi di tutti i sotto-indici al di sopra della media recente. A ottobre ci dovrebbe essere un moderato ritracciamento, che dovrebbe mantenere i segnali dell'indagine su livelli coerenti con espansione sempre solida nel settore.

Venerdì 19 ottobre**Stati Uniti**

- Le vendite di **case esistenti** a settembre dovrebbero essere in calo a 5,29 mln da 5,34 mln di agosto, proseguendo sul trend in declino iniziato ad aprile. I contratti di compravendita danno segnali inequivocabilmente deboli, che segnalano probabili correzioni delle vendite anche per il resto dell'autunno. La debolezza delle vendite non deriva da carenza di domanda, bensì da mancanza di offerta e da prezzi molto elevati. Nel frattempo, il continuo rialzo dei tassi sui mutui contrasterà in misura crescente la domanda sostenuta dallo stato eccellente del mercato del lavoro.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (15 – 19 ottobre)										
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	15/10	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		ago	prel 0.7	%		
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	set	0.1	%	0.5	0.6
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	set	0.3	%	0.3	0.4
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	ott	19.00		20.00	21
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ago	0.6	%	0.5	
Mar	16/10	08:00	GER	Prezzi import a/a		ago	5.0	%	5.2	
		10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		ago	2.80	%		
		10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		ago	-2.30	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ago	2.90	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ago	-1.00	%		
		10:30	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ago	4.0	%		
		10:30	GB	Retribuzioni medie		ago	2.6	%		
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		ott	76.0			74
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	ott	-10.6		-11.3	-12.3
		11:00	ITA	IPCA m/m finale	*	set	prel 1.8	%		1.8
		11:00	ITA	IPCA a/a finale		set	prel 1.6	%		1.6
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	set	prel -0.4	%		-0.4
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		set	prel 1.5	%		1.5
		12:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		ago	2.677	Mld €		
		12:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ago	5.676	Mld €		
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		set	78.1	%	78.2	
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		set	0.4	%	0.3	0.2
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		ott	67		67			
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ago	74.8	Mld \$				
Mer	17/10	10:30	GB	CPI a/a	*	set	2.7	%		
		10:30	GB	CPI m/m		set	0.7	%		
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		set	prel 1.1	%	1.1	1.1
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	set	prel 2.1	%	2.1	2.1
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	set	prel 0.5	%	0.5	0.5
		14:30	USA	Licenze edilizie		set	1.249	Mln	1.280	1.27
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	set	1.282	Mln	1.240	1.21
Gio	18/10	01:50	GIA	Bilancia commerciale		set	-438.4 (-444.6)	Mld ¥	-50.0	
		10:30	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	set	0.3	%		
		10:30	GB	Vendite al dettaglio a/a		set	3.3	%		
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	214	x1000		
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	ott	22.9		20.0	21
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		set	0.4	%	0.5	
Ven	19/10	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	set	0.9	%	1.0	
		01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	set	1.3	%		
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		set	5.34	Mln	5.34	5.29

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 (14 – 20 ottobre)				
Data	Ora	Paese	*	Evento
Dom	14/10	GER	*	Elezioni statali in Baviera
		LUX		Elezioni legislative in Lussemburgo
Lun	15/10	ITA	**	Il governo approva il Documento Programmatico di Bilancio
Mer	17/10	EUR	**	Consiglio Europeo
		15:15 GB		Discorso di Cunliffe (BoE)
		18:10 USA		Discorso di Brainard (Fed)
		18:30 EUR		Discorso di Weidmann (BCE)
		20:00 USA	*	La Fed pubblica i verbali della riunione del FOMC di settembre
Gio	18/10	EUR	*	Euro Summit
		02:30 GIA		Discorso di Kuroda (BoJ)
		10:00 AUS		Discorso di Nowotny (BCE)
		13:00 AUS		Discorso di Nowotny (BCE)
		15:05 USA		Discorso di Bullard (Fed)
		18:15 USA		Discorso di Quarles (Fed)
Ven	19/10	08:35 GIA		Discorso di Kuroda (BoJ)
		15:00 USA		Discorso di Kaplan (Fed)
		17:30 GB		Discorso di Carney (BoE)
		18:00 USA		Discorso di Bostic (Fed)
Sab	20/10	08:50 GIA		Discorso di Amamiya (BoJ)
		18:00 USA		Discorso di Bostic (Fed)

Note: (**) molto importante; (*) importante. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

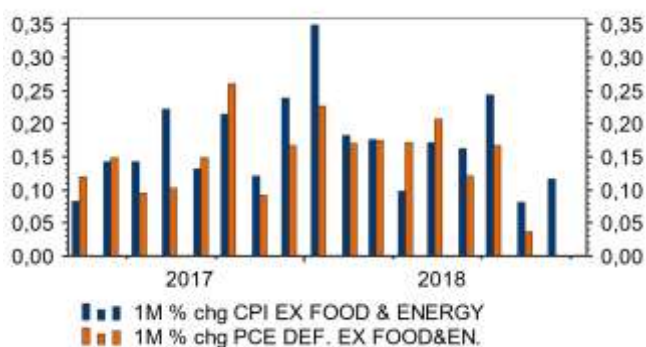
Stati Uniti					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	set	-0.1	%	0.2	+0.2
PPI m/m	set	-0.1	%	0.2	+0.2
Richieste di sussidio	settim	207	x1000	206	214
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	set	2.2	%	2.3	+2.2
CPI m/m	set	0.2	%	0.2	+0.1
CPI a/a	set	2.7	%	2.4	+2.3
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	set	0.1	%	0.2	+0.1
Prezzi all'import m/m	set	-0.6	%	0.2	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	ott	100.1		100.4	

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

Stati Uniti. Il PPI a settembre aumenta, come atteso, di 0,2% m/m (2,6% a/a). L'aumento è spinto dai servizi, con una variazione di +0,3% m/m, che più che compensa la correzione dei prezzi dei beni (-0,1% m/m, primo calo da maggio 2017). L'indice al netto di alimentari, energia e servizi commerciali aumenta invece di +0,4% m/m (2,9% a/a). Fra i servizi, le tariffe aeree rappresentano una delle voci più forti (+5,5% m/m). Fra i beni, la debolezza è da attribuire alla benzina (-3,5% m/m) e agli alimentari, mentre aumenti solidi si registrano per le auto usate e i prodotti farmaceutici. I prezzi al netto di energia, alimentari e commercio nel comparto dei consumi personali aumentano di 0,3% m/m (2,9% a/a), dando indicazioni di modeste pressioni verso l'alto sul deflatore dei consumi.

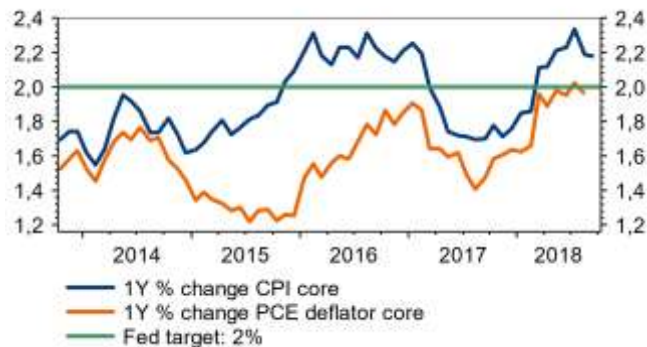
Stati Uniti. Il CPI a settembre sorprende di nuovo verso il basso, con una variazione di 0,1% m/m sia per l'indice *headline* sia per l'indice *core*. Su base annua l'inflazione *headline* scende da 2,7% a/a a 2,3% a/a e quella *core* a è stabile a 2,2% a/a. L'energia registra un calo di -0,5% m/m (benzina -0,2% m/m), mentre i prezzi degli alimentari sono invariati. I **beni core** hanno prezzi in calo di -0,3% m/m, come ad agosto, frenati dalle auto sia nuove sia usate e dai medicinali, mentre l'abbigliamento rimbalza (+0,9% m/m) dopo tre contrazioni consecutive. I **servizi ex-energia** registrano una variazione di 0,2% m/m, con aumenti di 0,2% m/m per l'abitazione e i servizi medici, e di 0,5% m/m per i trasporti (soprattutto tariffe aeree). In base alle informazioni del CPI, anche il deflatore *core* dovrebbe essere in rialzo di 0,1% m/m segnalando che anche il deflatore *core* dovrebbe aumentare di solo 0,1% m/m a settembre, mantenendo la variazione annua fra 1,9 e 2% a/a. I dati non modificano a nostro avviso il sentiero della politica monetaria, che dovrebbe proseguire con i rialzi per portare i tassi almeno in territorio neutrale.

Il CPI sorprende di nuovo verso il basso



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Per ora non si vedono pressioni inflazionistiche



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Stati Uniti. I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 6 ottobre aumentano a 214 mila, da 207 mila della settimana precedente, restando su livelli coerenti con ulteriore calo del tasso di disoccupazione.

Giappone						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Ordinativi di macchinari m/m	ago	11.0		%	-4.0	+6.8

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

Giappone. Gli **ordini di macchinari core** ad agosto sorprendono con un aumento di 6,8% m/m, dopo +11% m/m di luglio, con indicazioni di netta accelerazione rispetto al 2° trimestre. La variazione degli ordini è diffusa alla maggior parte dei settori. I dati danno supporto a una previsione di espansione degli investimenti non residenziali nella seconda metà dell'anno, pur in presenza di debolezza delle esportazioni collegata alla minor forza della crescita globale.

Regno Unito						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Bilancia commerciale (totale - GBP)	ago	-10.387	(-9.97)	Mld £	-10.90	-11.195
Bilancia commerciale (non UE - GBP)	ago	-3.142	(-2.80)	Mld £	-3.10	-4.219
Produzione industriale m/m	ago	+0.4	(0.4)	%	0.1	+0.2

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	ago	-0.8		%	0.4	1.0
FRA	Produzione industriale m/m	ago	+0.8	(0.7)	%	0.1	+0.3
FRA	CPI m/m Ex Tob	set	0.5		%		-0.2
FRA	IPCA a/a finale	set	2.5		%	2.5	2.5
FRA	IPCA m/m finale	set	0.5		%	-0.2	-0.2
GER	Produzione industriale m/m	ago	-1.3	(-1.1)	%	0.4	-0.3
GER	Bilancia commerciale destag.	ago	15.9	(15.8)	Mld €	16.4	18.3
GER	CPI (Lander) m/m finale	set	0.4		%	0.4	0.4
GER	IPCA m/m finale	set	0.4		%	0.4	0.4
GER	CPI (Lander) a/a finale	set	2.3		%	2.3	2.3
GER	IPCA a/a finale	set	2.2		%	2.2	2.2
ITA	Produzione industriale m/m	ago	-1.6	(-1.8)	%	0.8	1.7
SPA	IPCA a/a finale	set	2.2		%	2.2	2.3

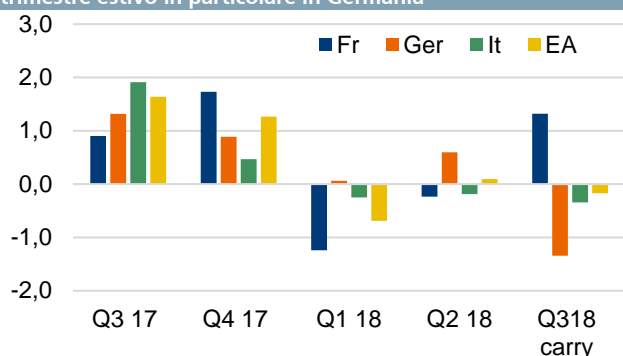
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Germania. La stima finale dai Länder conferma che a settembre i **prezzi al consumo** sono risaliti di 0,4% m/m da 0,1% m/m dell'indice nazionale e da zero di quello armonizzato. L'inflazione, quindi, è confermata in accelerazione di tre decimi al 2,3% da 2,0% sull'indice nazionale e al 2,2% da 1,9% su quello armonizzato. L'inflazione tedesca dovrebbe rallentare di alcuni decimi a cavallo d'anno.

Area euro. La produzione industriale in agosto è cresciuta più delle attese: dell'1,0% m/m, recuperando il calo del mese precedente a -0,7% m/m. La spinta è venuta dal comparto energetico ma anche dal manifatturiero (+0,9% m/m) ed in particolare dal comparto dei beni capitali (+1,4% m/m dopo +1,0% m/m). L'output è cresciuto anche nel comparto dei beni di consumo durevoli (+1,5% m/m) e non durevoli (+1,4% m/m). L'aumento della produzione in agosto riflette una forte crescita in Italia (+1,7% m/m; si veda sotto per maggiori dettagli), una dinamica discreta in Francia (+0,3% m/m) e in paesi minori (Portogallo, Irlanda e Olanda) che hanno così compensato l'andamento deludente in Germania (-0,3% m/m a fronte di previsioni di consenso di aumento di +0,4% m/m). **La dinamica della produzione industriale nella media area euro è compromessa** (0,0% t/t dopo il +0,1% t/t del 2° trimestre) dall'andamento debole registrato in giugno e luglio.

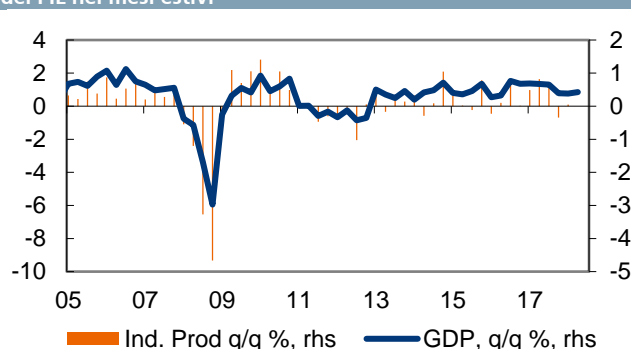
In Germania, la produzione è in rotta per un calo di 1,3% t/t che potrebbe frenare la crescita del PIL a 0,35% t/t dopo il +0,5% t/t del trimestre primaverile. In Francia la produzione è attesa in aumento nel trimestre estivo di 1,4% t/t nel terzo trimestre, da -0,2% t/t del secondo. In Italia, la produzione potrebbe segnare un calo di -0,1% t/t. Il rallentamento della produzione industriale nei mesi estivi in Germania è da ricondursi in parte a fattori temporanei, ciò detto la crescita di fondo è sicuramente più debole che nei primi mesi dell'anno, per effetto della moderazione della domanda estera.

Trascinamento negativo per la produzione industriale nel trimestre estivo in particolare in Germania



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

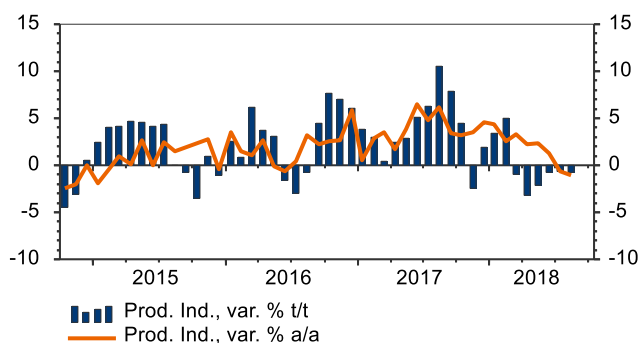
La produzione industriale non ha contribuito alla formazione del PIL nei mesi estivi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

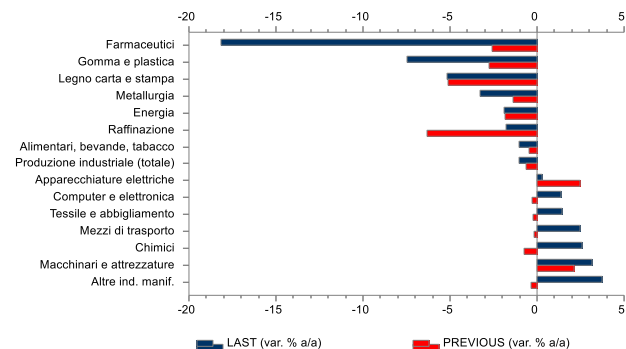
Italia. La produzione industriale è rimbalzata più del previsto ad agosto, di +1,7% m/m dopo il -1,6% m/m di luglio (rivisto al rialzo di due decimi). Il dato è risultato superiore all'aspettativa nostra e di consenso. **L'aumento su base congiunturale riguarda in primo luogo i beni strumentali** (+3,6% da -2% m/m precedente) e **i beni di consumo durevoli** (+5,8% da -4,7% m/m). Beni di consumo non durevoli e beni intermedi risultano invece poco variati (dopo essere calati entrambi di -1,2% m/m il mese precedente). Anche l'energia ha contribuito, con un +2,8% m/m. La produzione manifatturiera (al netto di energia e attività estrattive) è salita poco meno dell'indice generale (+1,5% m/m). La tendenza annua (corretta per gli effetti di calendario) è rimasta in territorio negativo per il secondo mese, a -0,8% da un precedente -1,3% (corretto per gli effetti di calendario). **È il primo bimestre di calo dopo due anni di espansione ininterrotta** (la più lunga da oltre 10 anni). **L'andamento per settore è misto. Sulla variazione sia congiunturale che tendenziale pesa il vistoso calo del volatile comparto farmaceutico** (-9,8% m/m, -18,9% a/a). Gli altri settori in netto calo su base annua sono gomma e plastica (-7,7% a/a) e legno, carta e stampa (-7,1% a/a). Viceversa, diverse industrie mantengono un discreto incremento tendenziale (tra +3% e +6%) ovvero macchinari e attrezzature, mezzi di trasporto, chimici, computer ed elettronica, tessile, altre industrie manifatturiere. **In sintesi, il rimbalzo di agosto, in pratica, cancella il calo di luglio: la produzione industriale è risultata sostanzialmente invariata negli ultimi due mesi.** I dati estivi sono spesso molto volatili su base congiunturale. Tuttavia, il trend per l'attività economica nell'industria resta in chiaro rallentamento, in coerenza con le indicazioni giunte dalle indagini (nonostante il lieve rimbalzo dell'indice Istat sul settore manifatturiero a settembre). Dopo il recupero di agosto, **la produzione industriale potrebbe evitare un calo nel trimestre estivo**: in caso di stabilità a settembre, l'output è in rotta per una variazione di -0,1% t/t nel trimestre (dopo il -0,2% t/t dei mesi estivi). In ogni caso, ciò significa che **il settore difficilmente contribuirà alla crescita del valore aggiunto nel trimestre** (come peraltro già accaduto nella prima metà dell'anno). Per il momento, manteniamo una previsione di PIL in crescita di 0,2% t/t nel 3° trimestre, in linea con quanto visto nei tre mesi precedenti; tuttavia, riteniamo che i rischi su tale stima restino verso il basso. **Anche per l'intero 2018 e per il 2019 manteniamo le nostre attuali previsioni di crescita del PIL, di 1,1% e 0,9% rispettivamente.** Tuttavia, a nostro avviso i rischi su queste stime sono più verso il basso che verso l'alto.

Italia – La tendenza della produzione industriale mostra un chiaro rallentamento negli ultimi mesi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – La tendenza su base annua è distorta dal vistoso calo dei farmaceutici



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

BCE: i verbali della riunione di settembre confermano la volontà del Consiglio di dare avvio ad un prudente ciclo di rialzi. I verbali della riunione BCE confermano la valutazione positiva dello scenario macroeconomico e una maggiore fiducia in un ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo a medio termine, considerato che "le pressioni sui costi interni si stavano rafforzando e ampliando, sostenute dall'espansione economica in corso, dagli elevati livelli di utilizzo della capacità produttiva e aumento delle tensioni sul mercato del lavoro e la conseguente accelerazione dei salari". I verbali chiariscono che, per il momento, i segnali di rallentamento dell'economia euro zona non hanno alterato la *view* del Consiglio sul ciclo né la valutazione dei rischi per lo scenario che sono stati confermati come circa bilanciati. Tuttavia, emerge che il Consiglio riteneva che vi fossero gli estremi per rivedere al ribasso la valutazione dei rischi data la crescente incertezza sul quadro internazionale, e aumento della volatilità sui mercati. Tuttavia, il Consiglio ha convenuto di mantenere una valutazione bilanciata dal momento che si riteneva che la domanda interna ed il momento di fondo del ciclo euro zona potessero attenuare i rischi derivanti dall'esterno. È stato, inoltre, preso in considerazione l'eventuale impatto negativo dei rischi al ribasso per la crescita sulla dinamica inflazionistica. Si è discusso se l'effetto di spinta sui prezzi derivanti dalle misure protezionistiche potesse essere controbilanciato dall'effetto disinflazionistico di un calo di domanda generato dall'aumento dell'incertezza. Le conclusioni non erano univoche.

Per quanto riguarda l'orientamento della politica monetaria, i membri hanno ampiamente condiviso l'idea che fosse ancora necessario uno stimolo significativo per sostenere l'ulteriore accumulo di pressioni sui prezzi interni e il ritorno dell'inflazione al target nel medio periodo. Mentre i dati e le informazioni disponibili dall'inizio di giugno hanno confermato la decisione di ridimensionare ulteriormente gli acquisti nell'ambito dell'APP, per poi chiudere il programma entro la fine dell'anno, i membri concordavano che tutti gli altri elementi relativi ai tassi di interesse e alla politica di reinvestimento dovessero essere riaffermati.

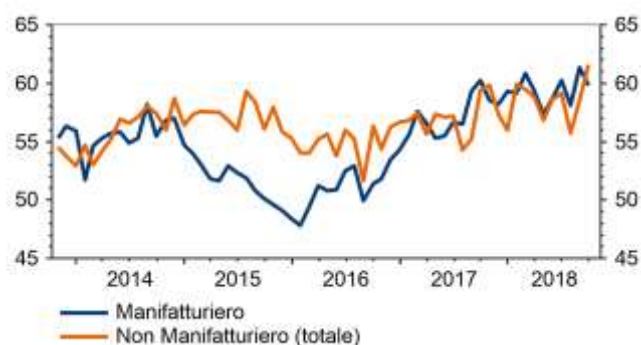
I verbali suggeriscono che il Consiglio ha discusso la situazione italiana, ma alla riunione di settembre i membri non erano particolarmente preoccupati per il rischio di contagio. I membri BCE erano, però, generalmente concordi sulla **necessità di richiamare i governi ad una maggiore disciplina fiscale in questa fase ciclica positiva in modo da costruire dei buffer per il futuro.**

I verbali confermano la nostra aspettativa che il Consiglio proseguirà con il processo di normalizzazione della politica monetaria e tenderà di archiviare i tassi negativi entro la fine del 2019. **Pensiamo che se l'inflazione *core* muoverà verso l'1,5% nei prossimi sei/nove mesi, il Consiglio si potrebbe muovere anche più rapidamente rispetto a quanto sconta il mercato (tre rialzi entro fine 2020).** Dal momento che il Consiglio ritiene appropriato mantenere un approccio prudente alla normalizzazione della politica monetaria, **non ci aspettiamo cambiamenti alla**

guidance sui tassi come del resto indicato da più membri del Consiglio negli ultimi giorni, ultimo **Hansson, ieri**. La BCE è incline a mantenere una formulazione della *guidance* che lega il sentiero dei tassi alla dinamica inflazionistica, piuttosto che fornire indicazioni puntuali sul livello dei tassi stessi. Per quanto riguarda i riacquisti è possibile che emerga qualche novità sui criteri di implementazione alla prossima riunione del 25 ottobre. Riteniamo tuttavia poco probabile che il Consiglio annunci un'operazione *twist* a breve.

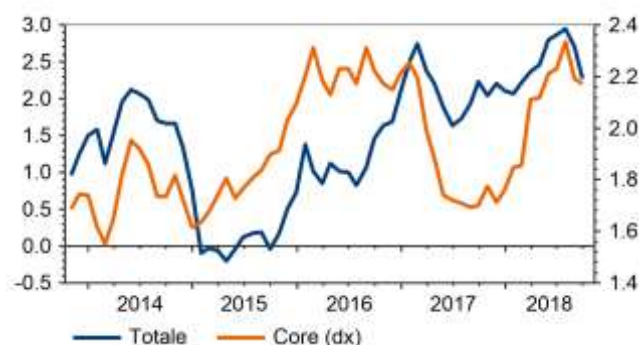
Stati Uniti

Indagini ISM



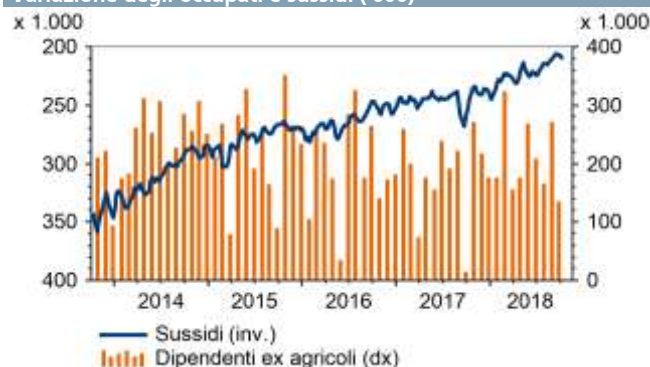
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI – Var. % a/a



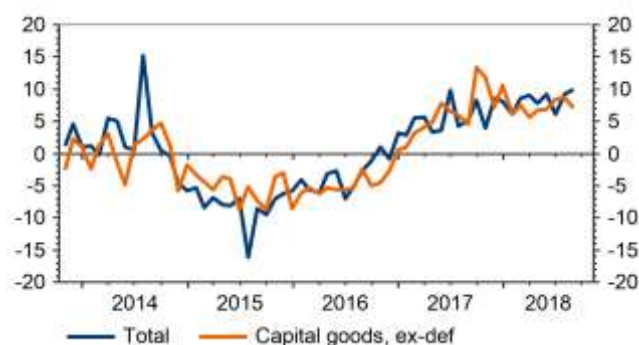
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

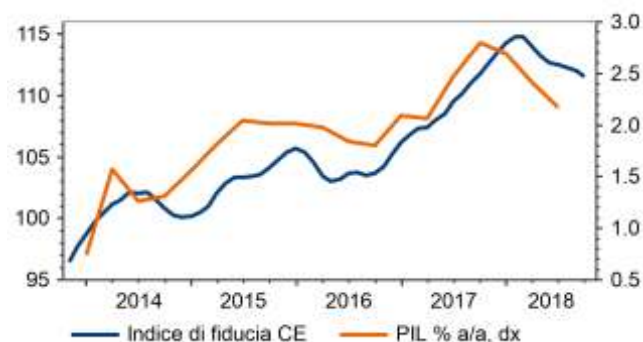
Previsioni

	2017	2018p	2019p	2017		2018				2019	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	2.9	2.6	2.3	2.5	2.6	2.9	3.0	3.1	3.1	2.6
- trim./trim. annualizzato				2.8	2.3	2.2	4.2	3.4	2.7	2.0	2.5
Consumi privati	2.5	2.7	2.7	2.2	3.9	0.5	3.8	3.7	2.8	2.5	2.4
IFL - privati non residenziali	5.3	7.0	4.8	3.4	4.8	11.5	8.7	4.0	4.1	5.0	5.0
IFL - privati residenziali	3.3	0.4	1.0	-0.5	11.1	-3.4	-1.3	-1.1	2.0	1.5	1.2
Consumi e inv. pubblici	-0.1	1.5	1.9	-1.0	2.4	1.5	2.5	1.7	2.0	2.1	2.0
Esportazioni	3.0	5.0	2.7	3.5	6.6	3.6	9.3	2.5	2.7	1.8	2.4
Importazioni	4.6	4.4	3.5	2.8	11.8	3.0	-0.6	7.5	2.9	3.8	3.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.0	0.0	1.2	-1.1	0.3	-1.5	2.1	-0.1	-0.4	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.3	-2.5								
Deficit Pubblico (% PIL)	-3.5	-5.6	-5.9								
Debito pubblico (% PIL)	124.2	125.3	126.0								
CPI (a/a)	2.1	2.5	1.8	2.0	2.1	2.2	2.7	2.6	2.5	1.9	1.7
Produzione Industriale	1.6	3.7	2.7	-0.4	1.9	0.6	1.3	0.7	0.7	0.7	0.5
Disoccupazione (%)	4.4	3.9	3.6	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6

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

Area euro

PIL



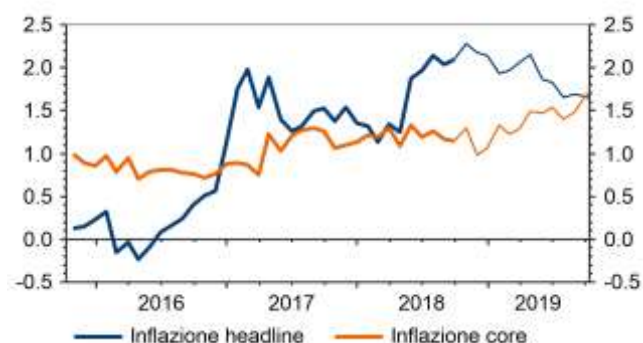
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

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

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

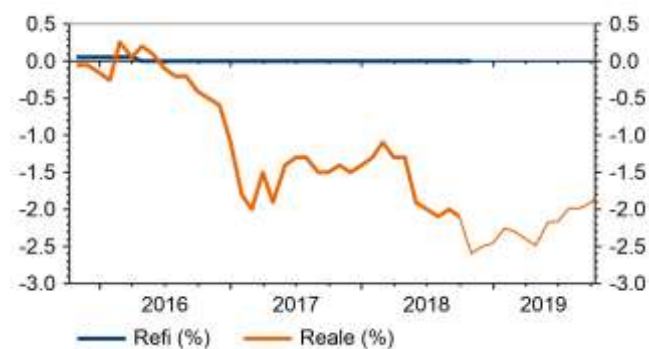
	2017	2018	2019p	2017		2018				2019	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.0	1.7	2.8	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6	1.6	1.7
- t/t				0.7	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.7	1.4	1.5	0.4	0.2	0.5	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.8	3.2	3.0	-0.1	1.4	0.3	1.2	0.6	0.8	0.8	0.7
Consumi pubblici	1.2	1.1	1.2	0.4	0.2	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	5.5	2.6	2.8	1.3	2.1	-0.7	0.6	0.4	0.9	0.9	0.5
Importazioni	4.1	2.6	3.3	0.6	1.3	-0.3	1.1	0.8	0.5	1.2	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.2	0.3	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	3.3	3.5	3.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-0.9	-0.7	-0.6								
Debito pubblico (% PIL)	88.8	86.5	84.1								
Prezzi al consumo (a/a)	1.5	1.8	1.8	1.5	1.4	1.3	1.7	2.1	2.2	2.0	1.9
Produzione industriale (a/a)	3.0	1.0	1.3	4.1	4.1	3.2	2.2	-0.3	-1.1	0.2	0.9
Disoccupazione (%)	9.1	8.2	7.9	9.0	8.7	8.5	8.3	8.1	8.0	8.0	7.9
Euribor 3 mesi	-0.33	-0.32	0.11	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33

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

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona								
	mar	giu	set	11/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.33
Euribor 3m	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.25

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	mar	giu	set	11/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50	2.75	2.75	3.00
Libor USD 3m	2.31	2.34	2.40	2.43	2.55	2.85	3.05	3.32

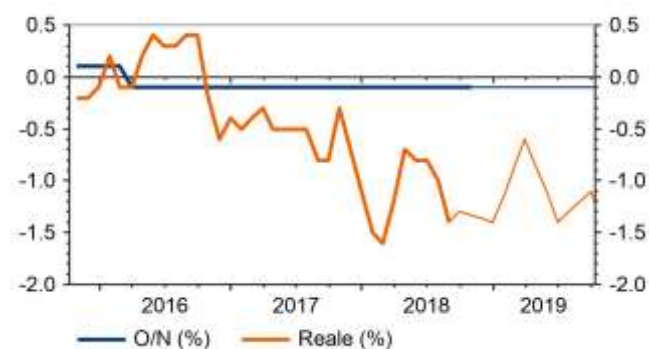
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	mar	giu	set	11/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.05	-0.05	-0.08	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02

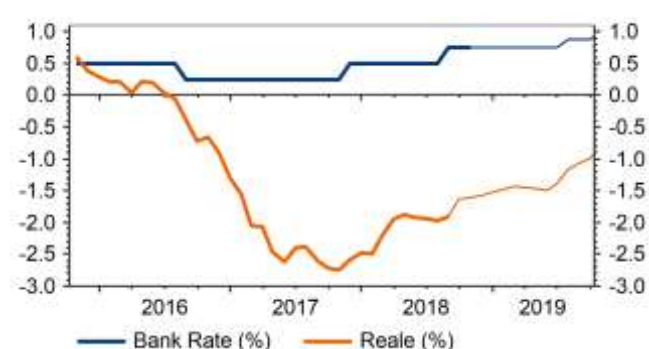
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	mar	giu	set	11/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.88
Libor GBP 3m	0.71	0.67	0.80	0.80	0.85	0.85	0.85	0.98

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio											
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	12/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.19	1.23	1.17	1.16	1.1585	1.16	1.15	1.18	1.18	1.24
USD/JPY	104	112	107	112	111	112.25	113	113	114	115	113
GBP/USD	1.22	1.32	1.42	1.32	1.30	1.3217	1.30	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.09	1.16	1.19	1.16	1.13	1.1477	1.14	1.15	1.18	1.20	1.20
EUR/JPY	115	133	132	131	129	130.05	131	130	135	136	140
EUR/GBP	0.90	0.90	0.87	0.88	0.89	0.8765	0.89	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.intesasanpaolo.com).

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

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

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

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

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

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

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

Metodologia di valutazione

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

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, 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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità con la normativa applicabile.

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

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

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