

Il punto

Come prevedibile, la **manovra di bilancio italiana** è andata incontro a una prima “bocciatura” da parte della Commissione Europea. I tempi di una eventuale procedura sono lenti. Nel frattempo, il fronte più “caldo” sarà quello del confronto con i mercati finanziari, e con le agenzie di rating. Aiuterà il fatto che l’offerta netta di titoli di Stato è particolarmente leggera fino a fine anno.

Come da attese, la **riunione del consiglio direttivo BCE** del 25 ottobre è stata del tutto interlocutoria. Non sono emerse novità né sulla politica dei reinvestimenti, né su una eventuale estensione della piena allocazione. Anche il giudizio sui rischi per la previsione è immutato, nonostante i dati negativi e le tensioni sul debito italiano.

I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà sulle stime di crescita del PIL nei mesi estivi. Le indicazioni dai dati sono state miste con indagini di fiducia ancora su livelli elevati ma ordini e produzione deboli. Ci aspettiamo una crescita del PIL Eurozona di 0,4% t/t, in linea col trimestre primaverile. L’attività economica dovrebbe accelerare a 0,5% t/t in Francia, rallentare a 0,1% t/t in Italia e rimanere stabile a 0,6% t/t in Spagna. Le indagini della Commissione UE e da Francia e Italia completeranno il quadro sullo stato di salute dell’economia Eurozona: pensiamo che indicheranno un ulteriore modesto rallentamento. Le stime di ottobre dovrebbero mostrare un aumento dell’inflazione di due decimi nella media area euro (al 2,2%), di un decimo in Germania (al 2,4%) e in Francia (al 2,6%) e di mezzo punto in Italia (al 2%), mentre è attesa una stabilità in Spagna (al 2,3%). La spesa per consumi potrebbe calare di -0,3% m/m a settembre in Francia, mentre ci aspettiamo un rimbalzo delle vendite in Germania dell’1,2% m/m dopo i cali dei mesi estivi.

La settimana è densa di dati negli **Stati Uniti**, che dovrebbero confermare l’ottimo stato di salute dell’economia, senza significative pressioni inflazionistiche. Fra i dati di ottobre, il focus sarà sull’*employment report* che dovrebbe mostrare una crescita di occupati intorno a 185 mila e un rialzo del tasso di disoccupazione a 3,8%, da 3,7% di settembre. La fiducia dei consumatori è attesa in modesto calo, ma sempre sui massimi da fine 2000. I dati di settembre dovrebbero mostrare la spesa in costruzioni stabile su base mensile, la spesa e il reddito personale in rialzo di 0,4% m/m ciascuno. Il deflatore *core* di settembre dovrebbe registrare una variazione di 0,1% m/m e 2% a/a, mantenendo in vigore la fase di crescita forte e scarse pressioni dai prezzi.

26 ottobre 2018

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 26.10.2018

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

Il punto

Come prevedibile, la **manovra di bilancio italiana** è andata incontro a una prima “bocciatura” da parte della Commissione Europea. I tempi di una eventuale procedura sono lenti. Nel frattempo, il fronte più “caldo” sarà quello del confronto con i mercati finanziari, e con le agenzie di rating. Aiuterà il fatto che l’offerta netta di titoli di Stato è particolarmente leggera fino a fine anno.

Come ampiamente prevedibile, la [risposta](#) del governo italiano alle osservazioni sulla manovra del vice presidente Dombrovskis e del Commissario agli Affari Economici Moscovici non ha soddisfatto la Commissione. Nella missiva, di lunedì 22 ottobre, il ministro Tria osservava che:

- per quanto riguarda il sentiero del **saldo strutturale**, l’esecutivo riconosce di aver scelto un’impostazione non in linea con le norme applicative del Patto di Stabilità e Crescita, con l’obiettivo di riportare quanto prima il PIL ai livelli pre-crisi; il Governo si impegna a riprendere un sentiero di miglioramento del saldo a partire dal 2022 (anticipando tale percorso in caso di ritorno del PIL ai livelli pre-crisi prima del previsto);
- in merito alla “**regola del debito**”, il Governo conta su un calo significativo del rapporto debito/PIL proprio grazie a un denominatore più dinamico;
- infine, per ciò che concerne la **mancata validazione** delle previsioni macroeconomiche programmatiche da parte dell’Ufficio Parlamentare di Bilancio, il Governo nota che la normativa italiana (sinora non contestata dalla Commissione) prevede che l’esecutivo sia tenuto o ad adeguarsi alle previsioni dell’UPB o a spiegare le ragioni che lo inducono a tale scostamento, come fatto in Parlamento.

Inoltre, la lettera precisava che:

- la valutazione dell’impatto della manovra sulla crescita è in linea con le stime usuali dei **moltiplicatori di bilancio** (circa 0,5);
- il programma di rilancio degli **investimenti pubblici** avverrà non soltanto tramite un aumento della dotazione finanziaria, ma anche attraverso l’istituzione di una centrale di supporto alla progettazione, e la semplificazione del Codice degli appalti;
- in merito ai rischi al rialzo sulla **spesa per interessi**, il Governo fa notare come il quadro programmatico proietti un livello dei rendimenti sui titoli di Stato più elevato rispetto allo scenario tendenziale validato dall’UPB.

Infine, il Governo, qualora i rapporti debito/PIL e deficit/PIL non dovessero evolvere in linea con quanto programmato, si impegna a “intervenire adottando tutte le necessarie misure affinché gli obiettivi indicato siano rigorosamente rispettati”.

A stretto giro di posta (il giorno successivo), la **Commissione** europea ha pubblicato il suo [parere formale](#) sul Documento Programmatico di Bilancio inviato dall’Italia, accompagnato da una conferenza-stampa del vice presidente Dombrovskis e del Commissario agli Affari Economici Moscovici. La decisione (senza precedenti nella storia del Patto di Stabilità e Crescita) è una sostanziale “bocciatura” della manovra, ovvero la **richiesta di presentare una nuova versione del DPB entro tre settimane**. Le argomentazioni sono quelle già più volte ricordate nel fitto carteggio recente intervenuto tra Bruxelles e Roma: agli “sforamenti” su regola dell’aggiustamento strutturale, della spesa e del debito relativamente al 2019 (oltre alla mancata validazione del quadro macroeconomico programmatico da parte dell’UPB), si aggiunge il non pieno rispetto delle deliberazioni del Consiglio anche con riferimento all’anno in corso. Il documento ha ricordato inoltre l’ampia flessibilità concessa all’Italia negli ultimi anni (30 miliardi nel periodo 2015-18), e che il nostro Paese è il secondo maggior beneficiario del “Piano Juncker”, nonché dei fondi strutturali europei.

Come detto, il Governo ha tempo tre settimane per presentare una nuova versione del DPB (dunque, entro il 13 novembre). Nel frattempo, arriveranno l'8 novembre le nuove stime macroeconomiche della Commissione. Il 21 novembre è in calendario la riunione del collegio dei commissari che precede la diffusione del parere formale sulle manovre di bilancio di tutti i Paesi dell'Unione, che dovrà poi essere discusso dai ministri delle Finanze nell'Eurogruppo del 3-4 dicembre. Nel caso in cui il Governo confermasse l'impianto della manovra, e dal percorso parlamentare non emergano sostanziali modifiche, **non è da escludere l'apertura di una procedura formale di infrazione, verosimilmente per debito eccessivo** (anche in questo caso, sarebbe una decisione senza precedenti). La procedura prevede che la Commissione prima prepari un nuovo rapporto sull'evoluzione del debito ex articolo 126.3 dei Trattati, poi invii una raccomandazione al Consiglio; quest'ultimo chiederebbe successivamente all'Italia misure di aggiustamento da adottare nel giro di sei mesi. Nel caso in cui anche questa ultima richiesta di cambiamento non venisse colta, l'ultimo passo potrebbe essere la richiesta di sanzioni da parte della Commissione, che sarebbe approvata dal Consiglio automaticamente salvo la presenza contraria di una maggioranza dei Paesi membri. I tempi dell'intera procedura dipendono dalla volontà politica da parte non solo della Commissione ma anche del Consiglio. In teoria, la tempistica "tecnica" permetterebbe di aprire una procedura anche entro fine anno, o nei primi mesi del 2019. In pratica, i tempi potrebbero essere più lunghi: **una eventuale procedura potrebbe essere aperta verosimilmente nella prossima primavera, e concludersi solo nell'autunno 2019.**

Nel frattempo, il fronte più "caldo" sarà quello del confronto con i mercati finanziari, e con le agenzie di rating. Nel brevissimo termine, aiuterà il fatto che l'offerta netta di titoli di Stato è particolarmente leggera fino a fine anno (stimiamo emissioni nette di titoli a medio/lungo termine, al netto degli acquisti BCE, sostanzialmente nulle a novembre e negative a dicembre).

La manovra 2019: il dettaglio di interventi e coperture (impatto netto sull'indebitamento, in % del PIL e in miliardi di euro)						
Interventi/coperture (impatto netto)	% PIL			Miliardi		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
INTERVENTI	-1,78	-1,74	-1,64	-32,444	-32,834	-31,919
Disattivazione clausole di salvaguardia	-0,68	-0,29	-0,21	-12,394	-5,472	-4,087
Pensionamenti anticipati (quota 100)	-0,37	-0,37	-0,36	-6,744	-6,982	-7,007
Reddito e pensioni di cittadinanza	-0,37	-0,36	-0,35	-6,744	-6,793	-6,812
Rilancio investimenti pubblici	-0,19	-0,30	-0,33	-3,463	-5,661	-6,423
Flat tax	-0,03	-0,10	-0,07	-547	-1,887	-1,362
Pubblico impiego	-0,03	-0,04	-0,04	-547	-755	-779
Ulteriore proroga detrazioni fiscali (eco- bonus)	0,00	-0,02	-0,05	0	-377	-973
Ulteriore proroga Super- e Iper-ammortamento	0,00	-0,02	-0,04	0	-377	-779
Ristoro risparmiatori danneggiati dalle crisi bancarie	0,00	-0,02	-0,02	0	-377	-389
Spese a politiche invariate	-0,07	-0,17	-0,15	-1,276	-3,208	-2,919
Altro	-0,04	-0,05	-0,02	-729	-944	-389
COPERTURE	0,58	0,32	0,32	10,572	6,038	6,228
Aumenti di imposte per banche e assicurazioni	0,23	0,04	0,04	4,192	755	779
Razionalizzazione e riprogrammazione spesa centrale	0,20	0,06	0,06	3,645	1,132	1,168
Abrogazione dell'imposta sul reddito imprenditoriale (IRI)	0,11	0,07	0,06	2,005	1,321	1,168
Rafforzamento della fatturazione elettronica tra privati	0,02	0,06	0,10	365	1,132	1,946
Rottamazione cartelle esattoriali e altre misure di pace fiscale	0,01	0,07	0,08	182	1,321	1,557
Tassazione agevolata degli utili reinvestiti per le imprese	0,01	0,02	-0,02	182	377	-389
TOTALE	-1,20	-1,42	-1,32	-21,872	-26,795	-25,691

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF (DPB 2019)

Come da attese, la **riunione del consiglio direttivo BCE** del 25 ottobre è stata del tutto interlocutoria. Non sono emerse novità né sulla politica dei reinvestimenti, né su una eventuale estensione della piena allocazione. Anche il giudizio sui rischi per la previsione è immutato, nonostante i dati negativi e le tensioni sul debito italiano.

Dalla riunione del 25 ottobre del consiglio direttivo BCE non sono emerse né decisioni né indicazioni di rilievo. La comunicazione sui tassi e reinvestimenti è stata confermata nella formulazione di settembre scorso. Il comunicato ribadisce, inoltre, che l'APP verrà concluso a fine anno e, durante la conferenza stampa, Draghi ha sottolineato che non è mai stata ipotizzata una possibile estensione. Nessuna novità nemmeno sulla politica di reinvestimento, né sulla durata dei riacquisti dopo il primo rialzo dei tassi.

Al centro del dibattito vi è stato sicuramente l'andamento in parte più debole delle attese dei dati economici. Tuttavia, **il Consiglio non ha rivisto la valutazione circa bilanciata dei rischi** per lo scenario di moderata espansione e graduale ritorno dei prezzi al target nel medio periodo. Draghi ha spiegato che l'andamento dei dati potrebbe essere in parte distorto da fattori idiosincratici quali il rallentamento delle vendite di auto in Germania (per effetto dell'entrata in vigore di una nuova normativa sui gas di scarico). Restano, inoltre, incertezze sul quadro globale e su possibili aumenti indesiderati della volatilità sui mercati. Ma la BCE deciderà a dicembre con le nuove previsioni alla mano e più informazioni dai dati se rivedere la valutazione dei rischi. Draghi ha però sottolineato che se anche il rallentamento recente dovesse essere confermato si tratterebbe solo di un ritorno della crescita al potenziale (più rapidamente del previsto) dopo diversi trimestri di espansione assai solida. L'impressione è che il Consiglio non voglia modificare il processo di normalizzazione e che spera ancora di poter avviare un ciclo di rialzi moderato da settembre prossimo.

L'**Italia** è stata oggetto di molte domande dei giornalisti. Draghi ha detto di essere personalmente convinto "che un accordo sarà trovato. Tuttavia, ha anche sottolineato che il differenziale fra Grecia e Italia si è ristretto nonostante la BCE stia comprando soltanto titoli italiani, e che questo dipende dall'offerta netta relativa. Inoltre, il Presidente della BCE ha detto che la strada migliore per evitare che insorgano problemi nel sistema bancario italiano include due elementi: "prima di tutto, abbassare i toni e non mettere in discussione il quadro fondativo dell'euro; in secondo luogo, ridurre lo spread, cioè adottare politiche che riducano lo spread". Infine, ha ricordato che ci sono misure a disposizione di singoli paesi che la BCE può attivare, nello specifico le OMT, ma che esse richiedono un programma ESM e un giudizio del consiglio direttivo che il programma non comprometta la stabilità monetaria dell'Eurozona nel suo complesso. Quindi, di nuovo, politiche coerenti con le regole europee.

I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà sulle stime di crescita del PIL nei mesi estivi. Le indicazioni dai dati sono state miste con indagini di fiducia ancora su livelli elevati ma ordini e produzione deboli. Ci aspettiamo una crescita del PIL Eurozona di 0,4% t/t, in linea col trimestre primaverile. L'attività economica dovrebbe accelerare a 0,5% t/t in Francia, rallentare a 0,1% t/t in Italia e rimanere stabile a 0,6% t/t in Spagna. Le indagini della Commissione UE e da Francia e Italia completeranno il quadro sullo stato di salute dell'economia Eurozona: pensiamo che indicheranno un ulteriore modesto rallentamento. Le stime di ottobre dovrebbero mostrare un aumento dell'inflazione di due decimi nella media area euro (al 2,2%), di un decimo in Germania (al 2,4%) e in Francia (al 2,6%) e di mezzo punto in Italia (al 2%), mentre è attesa una stabilità in Spagna (al 2,3%). La spesa per consumi potrebbe calare di -0,3% m/m a settembre in Francia, mentre ci aspettiamo un rimbalzo delle vendite in Germania dell'1,2% m/m dopo i cali dei mesi estivi.

La settimana è densa di dati negli **Stati Uniti**, che dovrebbero confermare l'ottimo stato di salute dell'economia, senza significative pressioni inflazionistiche. Fra i dati di ottobre, il focus sarà sull'*employment report* che dovrebbe mostrare una crescita di occupati intorno a 185 mila e un rialzo del tasso di disoccupazione a 3,8%, da 3,7% di settembre. La fiducia dei consumatori è attesa in modesto calo, ma sempre sui massimi da fine 2000. I dati di settembre dovrebbero mostrare la spesa in costruzioni stabile su base mensile, la spesa e il reddito personale in rialzo di 0,4% m/m ciascuno. Il deflatore *core* di settembre dovrebbe registrare una variazione di 0,1% m/m e 2% a/a, mantenendo in vigore la fase di crescita forte e scarse pressioni dai prezzi.

Lunedì 29 ottobre

Stati Uniti

- La **spesa personale** a settembre è prevista in aumento di 0,4% m/m, dopo 0,3% m/m. Le vendite al dettaglio di settembre sono state moderate in termini reali, sostenute soprattutto dai beni durevoli (auto). I servizi dovrebbero mostrare una variazione in linea con il trend. La crescita dei consumi resta solida, grazie al mercato del lavoro e al livello elevato del tasso di risparmio. Il **reddito personale** dovrebbe essere in aumento di 0,4% m/m, grazie al reddito da lavoro spinto dai salari e a miglioramenti del reddito da interessi. Il **deflatore dei consumi** dovrebbe registrare variazioni contenute, di 0,1% m/m, sia per l'indice totale sia per quello *core*, come visto con il CPI del mese scorso. L'inflazione *core* dovrebbe restare stabile al 2% a/a, dando supporto all'opinione della Fed di modeste pressioni dai prezzi nonostante la continua riduzione delle risorse inutilizzate.

Martedì 30 ottobre

Area euro

- **Germania.** Ad ottobre la **disoccupazione** tedesca dovrebbe essere rimasta ferma al 5,1%, ai minimi storici (record ormai battuto mese dopo mese da due anni in qua). In media annua la disoccupazione è attesa calare nel 2018 a 5,2% da 5,7% del 2017. Il mercato del lavoro tedesco è giunto al pieno impiego e il tasso di partecipazione è ai massimi storici.
- **Germania.** La stima flash dai Länder dovrebbe indicare che a ottobre i **prezzi al consumo** sono cresciuti dello 0,1% m/m sia sulla misura nazionale che su quella armonizzata. L'inflazione è attesa accelerare di due decimi sulla misura nazionale al 2,4% e di un decimo sulla misura armonizzata sempre al 2,4%. Nei prossimi mesi, l'inflazione tedesca dovrebbe stabilizzarsi sui livelli recenti.

- **Area euro.** A ottobre l'indice di **fiducia economica ESI** elaborato dalla **Commissione Europea** è atteso in calo a 110,2 da 110,9 su scia di un diffuso peggioramento di morale. L'indice per l'industria è visto in discesa a 4,0 da 4,7, in linea con indagini nazionali e PMI nel mese, mentre l'indice per i servizi potrebbe scendere a 14,0 da 14,6. La seconda stima dell'indice di fiducia dei consumatori dell'Eurozona è atteso confermare la lettura preliminare a -2,7 da -2,9 di settembre.
- **Area euro.** La stima preliminare dovrebbe mostrare una crescita del **PIL** dello 0,4% t/t nel trimestre estivo, come nei mesi primaverili. La tendenza annua è attesa rallentare all'1,8% da un precedente 2,1%. In **Francia**, il PIL dovrebbe aver recuperato la debolezza del trimestre precedente, accelerando a 0,5% t/t (da 0,2%), con una crescita annua comunque un rallentamento a 1,5% da 1,7%. Il principale contributo dovrebbe essere venuto dai consumi privati. Anche il canale estero dovrebbe aver dato un apporto positivo. In **Italia**, la stima preliminare del PIL relativa al 3° trimestre dovrebbe mostrare un rallentamento sia su base congiunturale (a 0,1% da 0,2% t/t) che tendenziale (a 0,9% da 1,2% a/a). La crescita dovrebbe essere venuta dai servizi, in presenza di un apporto circa nullo da industria e costruzioni. Come già accaduto nella prima metà dell'anno, il commercio estero dovrebbe aver frenato il PIL. Dunque l'espansione continuerà a venire dalla domanda interna, ma ancora una volta potrebbero aver giocato un ruolo non secondario le scorte. I rischi sull'orizzonte di crescita, e sulla nostra stima per l'intero 2018 (1,1%), sono a nostro avviso verso il basso.
- **Francia.** La **spesa per consumi** a settembre potrebbe correggere di -0,3% m/m, dopo il +0,8% m/m di agosto. Nel mese le immatricolazioni di veicoli sono crollate dopo la fiammata di agosto e dovrebbero pertanto aver dato un contributo decisamente negativo. La variazione annua passerebbe a 0,3% da 1,3%. I consumi risulterebbero comunque in aumento dell'1,0% t/t nel terzo trimestre da -0,3% t/t del secondo (il dato più forte da cinque trimestri).
- **Italia.** La **fiducia di imprese e famiglie** potrebbe essere tornata a calare a ottobre dopo il recupero di settembre. L'indice composito diffuso dall'Istat è visto a 103,3 da 103,7 precedente. Nel manifatturiero, l'indice dovrebbe calare a 105 da 105,7 di settembre. La fiducia dei consumatori è attesa a 115 da 116 precedente. Sul morale potrebbe aver pesato la recrudescenza delle tensioni sui mercati finanziari.
- **Spagna.** La stima flash dovrebbe mostrare l'**inflazione** stabile al 2,3% a ottobre. Nel mese il rialzo dei prezzi dovrebbe essere guidato dal rimbalzo dei prezzi *core*. Nei prossimi mesi l'inflazione spagnola dovrebbe assestarsi sui livelli recenti per poi calare all'1,9% a inizio anno al venir meno dell'effetto base positivo dall'energia, solo in parte compensato dal rialzo dei prezzi *core*.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a ottobre è attesa in calo a 136 da 138,4 di settembre. Nonostante il continuo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, gli indici di fiducia dovrebbero risentire della volatilità dei mercati e del rialzo dei tassi. L'indice del Conference Board è sui massimi dall'autunno del 2000, sulla scia di un continuo rialzo dell'indice delle condizioni correnti, e ha seguito un trend molto più forte dell'indice dell'Univ. of Michigan. Nei prossimi mesi si dovrebbe vedere una stabilizzazione su livelli sempre elevati, ma più contenuti.

Mercoledì 31 ottobre

Area euro

- **Germania.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero tornare ad aumentare a settembre, dell'1,2% m/m dopo i cali dei due mesi precedenti. I fondamentali per i consumi tedeschi restano più che solidi dato l'andamento di salari e occupazione. La debolezza del trimestre estivo dovrebbe essere legata a fattori temporanei.

- **Area euro.** La **disoccupazione** a settembre potrebbe calare all'8%, da 8,1% di agosto. Il tasso dei senza-lavoro è diminuito di mezzo punto percentuale da inizio anno e si trova ora ai minimi da dicembre 2008. Nei prossimi mesi il livello dovrebbe stabilizzarsi all'8%, per un calo in media annua di quasi un punto percentuale nel 2018 dal 9,1% del 2017.
- **Area euro.** La stima flash dovrebbe mostrare l'**inflazione** in aumento di due decimi al 2,2% dal 2% di settembre, su spinta della componente *core*, vista in rialzo all'1,3% da un precedente 1,1% (dopo che il calo del mese scorso era legato a fattori idiosincratichi e temporanei). Nei mesi finali dell'anno l'inflazione dovrebbe stabilizzarsi attorno al 2,2%.
- **Francia.** La stima preliminare dovrebbe indicare che a ottobre i **prezzi al consumo** sono cresciuti di un decimo sull'indice nazionale e di due decimi su quello armonizzato, dopo essere calati di -0,2% m/m su entrambe le misure. L'inflazione annua risulterebbe stabile al 2,2% in termini nazionali, e in salita di un decimo al 2,6% sull'indice armonizzato. L'inflazione viaggia sinora a una media di 1,8% nell'anno: stimiamo un consuntivo 2018 a 1,9%.
- **Italia.** Il tasso di **disoccupazione** potrebbe tornare ad aumentare a settembre, a 9,9% dopo il deciso calo a 9,7% ad agosto. I dati estivi sono molto volatili, e una parte rilevante del calo dei disoccupati negli ultimi due mesi era dovuta a un aumento degli inattivi. In ogni caso, al netto della volatilità su base mensile, pensiamo che la disoccupazione possa mantenere un trend al ribasso nei prossimi mesi, in quanto il rallentamento in atto del ciclo economico non è tale (almeno per ora) da determinare un'inversione di tendenza per il mercato del lavoro.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa in salita a ottobre, da 1,4% a 1,9% sull'indice nazionale e da 1,5% a 2% in base all'armonizzato UE. Nel mese, i prezzi dovrebbero essere cresciuti di 0,4% m/m sul NIC e di 0,6% m/m sull'IPCA. Decisivo il rialzo delle tariffe energetiche (+7,6% l'elettricità, +6,1% il gas). Vediamo un'inflazione circa stabile negli ultimi due mesi dell'anno, e successivamente in arretramento nel corso del 2019 sull'attenuarsi dell'effetto statistico sui prodotti energetici. Peraltro, non ci sono segnali di accelerazione dell'inflazione *core*.
- **Spagna.** La crescita del **PIL** dovrebbe essersi stabilizzata a 0,6% t/t nel trimestre estivo come nei mesi primaverili. Su base annua, il PIL è visto decelerare al 2,6% da un precedente 2,7%. Confermiamo la nostra stima di espansione del 2,7% nel 2018 e del 2,3% nel 2019.

Stati Uniti

- La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** secondo il consenso dovrebbe mostrare una variazione di 195 mila, dopo 230 mila di settembre.

Giovedì 1° novembre

Stati Uniti

- La **produttività** nel 3° trimestre è prevista in aumento di 1,8% t/t ann., in rallentamento rispetto a 2,9% del trimestre precedente, ma su un trend tendenziale in rialzo.
- L'**ISM manifatturiero** di ottobre dovrebbe essere poco variato a 59,5 da 59,8 di settembre, sempre su un livello molto elevato. Le indagini regionali del mese scorso sono state generalmente positive (Empire e Philadelphia Fed), con indicazioni di espansione in linea con quanto rilevato a settembre (a parte l'indice della Richmond Fed che è rimasto in territorio espansivo, ma ha corretto in misura significativa). L'ISM a settembre aveva mostrato una correzione fisiologica del livello degli ordini e i dati di ottobre dovrebbero segnalare una stabilizzazione. Negli ultimi mesi le indagini hanno dato indicazioni molto più forti rispetto a quelle dei dati effettivi. È probabile che in autunno si assista a un graduale ritracciamento degli indici di attività, in linea con una stabilizzazione della crescita.

- La **spesa in costruzioni** a settembre dovrebbe essere stabile, dopo +0,1% m/m di agosto. Dal lato della spesa residenziale dovrebbe proseguire il periodo di debolezza, alla luce delle continue correzioni dei nuovi cantieri. Ad agosto la spesa complessiva era stata sostenuta dal settore pubblico, a fronte di una diffusa flessione della spesa privata. A settembre si dovrebbe registrare un moderato miglioramento delle strutture delle imprese e una minore contrazione per il segmento residenziale privato.

Venerdì 2 novembre

Area euro

- **Area euro.** La seconda lettura dovrebbe confermare che a ottobre il **PMI manifatturiero** dell'Eurozona è calato a 52,1 da 53,2 con l'indice tedesco a 52,3 da 53,7 e quello francese a 51,2 da 52,5 (sui minimi annui). Il PMI manifatturiero dell'Eurozona indica un chiaro rallentamento dell'attività all'ingresso del quarto trimestre dopo essersi attestato mediamente attorno a 54,3 nel terzo, 55,5 nel secondo e 58,3 nel primo.

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a ottobre sono previsti in aumento di 185 mila dopo 134 mila di settembre. La variazione del mese scorso era stata frenata dagli effetti dell'uragano Florence, tuttavia, anche al netto di tale fattore, i dati di settembre segnalavano un moderato rallentamento della dinamica sottostante, verso 180 mila da 200 mila dell'ultimo anno. Questo potrebbe essere il risultato del crescente eccesso di domanda sul mercato del lavoro. Le imprese riportano difficoltà a reperire manodopera, sia qualificata sia non qualificata, e i dati sui flussi di lavoro mostrano continui aumenti delle posizioni aperte, a fronte di un andamento molto più contenuto delle assunzioni. La variazione degli occupati di ottobre dovrebbe registrare rialzi solidi nel manifatturiero e una ripresa nei servizi che avevano rallentato il mese scorso. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe risalire a 3,8% da 3,7% di settembre, restando sui minimi dalla fine degli anni '60. La variazione degli occupati rilevati con l'indagine presso le famiglie, sempre molto volatile, dovrebbe riportarsi verso la media (130 mila), dopo +420 mila di settembre. I **salari orari** dovrebbero essere in rialzo di 0,3% m/m, in linea con gli ultimi due mesi, indicando una graduale accelerazione della dinamica salariale. I dati non dovrebbero modificare la valutazione della Fed di economia praticamente al pieno impiego senza chiari segnali di surriscaldamento.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (29 ottobre – 2 novembre)segue										
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	29/10	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		set	2.7	%	1.6	
		10:00	ITA	PPI a/a		set	4.4	%		
		10:00	ITA	PPI m/m		set	0.4	%		
		10:30	GB	Credito al consumo		set	1.118	Mld £	1.150	
		13:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	set	2.0	%	2.0	2.0
		13:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	set	2.2	%		2.0
		13:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		set	0.3	%	0.3	0.4
		13:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	set	0.0	%	0.1	0.1
		13:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	set	0.3	%	0.4	0.4
		15:00	BEL	PIL t/t prelim		T3	0.4	%		
Mar	30/10	00:30	GIA	Job to applicant ratio		set	1.63		1.63	
		00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		set	2.4	%	2.4	
		07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T3	0.2	%	0.5	0.5
		08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	set	0.8	%		-0.3
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		ott	2.3	%		2.3
		09:55	GER	Variatione n° disoccupati	*	ott	-23	x1000	-13	
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		ott	5.1	%	5.1	5.1
		10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T3	0.2	%	0.2	0.1
		10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T3	1.2	%	1.0	0.9
		11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T3	2.2	%	1.9	1.8
		11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T3	0.5	%	0.4	0.4
		11:00	ITA	Fiducia consumatori		ott	116.0			115.0
		11:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	ott	105.7			105.0
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	ott	110.9		110.0	110.2
		11:00	EUR	Fiducia industria		ott	4.7		3.9	4.0
		11:00	EUR	Fiducia servizi		ott	14.6		14.0	14.0
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		ott	prel -2.7		-2.7	-2.7
		14:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		ago	5.9	%	5.8	
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	ott	0.4	%	0.1	0.1
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	ott	0.4	%	0.1	0.1
14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	ott	2.3	%	2.3	2.4		
14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	ott	2.3	%	2.4	2.4		
15:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	ott	138.4		137.0	136.0		
Mer	31/10	00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		set	0.2	%	-0.3	
		06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		ott	43.4			
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	set	-0.1	%	0.5	1.2
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		set	1.6	%		
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	ott	2.5	%		2.6
		09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T3	0.6	%	0.6	0.6
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	set	9.7	%	9.9	9.9
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	ott	1.7	%		0.6
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	ott	1.5	%	1.8	2.0
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	ott	1.4	%		1.9
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	ott	-0.5	%		0.4
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	ott	2.1	%	2.2	2.2
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	ott	1.1	%	1.2	1.3
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	set	8.1	%	8.1	8.0
		13:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		ott	230	x1000	195	
13:30	USA	Costo del lavoro	*	T3	0.6	%	0.7	0.7		
14:45	USA	PMI (Chicago)	*	ott	60.4		60.5			
Gio	1/11	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 53.0			
		10:30	GB	PMI manifatturiero	*	ott	53.8		53.0	
		13:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T3	2.9	%	2.0	1.8
		13:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T3	-1.0	%	1.0	
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	215	x1000		
		15:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	ott	59.8		59.6	59.5
		15:00	USA	Spesa in costruzioni		set	0.1	%	0.2	0.0
20:30	USA	Vendite di autoveicoli		ott	17.44		17.30	17.10		

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 dei dati macroeconomici (29 ottobre – 2 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Ven	2/11	GER	Prezzi import a/a		set	4.8	%	4.7	
		ITA	PMI manifatturiero	*	ott	50.0		49.6	
		FRA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 51.2		51.2	51.2
		GER	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 52.3		52.3	52.3
		EUR	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 52.1		52.1	52.1
		USA	Bilancia commerciale		set	-53.2	Mld \$	-52.4	-52.7
		USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	ott	134	x1000	189	185
		USA	Salari orari m/m		ott	0.3	%	0.3	0.3
		USA	Tasso di disoccupazione	**	ott	3.7	%	3.7	3.8
		USA	Ordinativi industriali m/m		set	2.3	%	-0.8	
		USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	set	prel 0.8	%		
		USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	set	prel 0.1	%		

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 (29 ottobre – 2 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	29/10	USA	Discorso di Evans (Fed)
Mer	31/10	GIA	* La BoJ pubblica il rapporto su attività e prezzi
		GIA	* Riunione BoJ: tasso di policy (prev. Intesa Sanpaolo: stabile a -0,1%)
		GIA	* Riunione BoJ: rendimento JGB a 10 anni (prev. Intesa Sanpaolo: stabile a 0)
	10:00	AUS	Discorso di Nowotny (BCE)
	10:30	ITA	Discorsi di Visco (Banca d'Italia) e Tria (Ministro dell'economia)
Gio	1/11	GB	* Riunione della Bank of England
		GB	* La Bank of England pubblica l'Inflation Report
		GB	* Conferenza stampa di Carney (BoE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti						
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Indice dei prezzi delle case m/m	ago	0.4	(0.2)	%		0.3
Markit PMI prelim	ott	53.9				54.8
Vendite di nuove case (mln ann.)	set	0.585	(0.629)	Mln	0.625	0.553
Richieste di sussidio	settim	210		x1000	214	215
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	set	0.3	(0.0)	%	0.5	0.1
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	set	4.6	(4.4)	%	-1.0	0.8
Bilancia commerciale prelim	set	-75.46		Mld \$		-76.04
PIL t/t ann. advance	T3	4.2		%	3.3	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	ott	99.0			99.0	

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

Ampia sorpresa negativa per le **vendite di case nuove**, che calano a 553 mila da 585 mila (rivisto da 629 mila) di agosto, raggiungendo il minimo da dicembre 2016 e confermando il trend verso il basso in atto da fine 2017. Le vendite sono in flessione marcata negli stati occidentali e in quelli nord-orientali, indicando che non ci sono effetti collegati agli uragani che hanno colpito il Sud. Le **scorte di case invendute** continuano la marcia verso l'alto e toccano 7,1 mesi, massimo da marzo 2011, dando supporto alle previsioni di ulteriore, persistente debolezza dell'attività di costruzione nel comparto dell'edilizia residenziale.

Il **deficit commerciale dei beni** (prel.) a settembre aumenta a -76 mld di dollari, da -75,5 mld di agosto, e tocca un massimo storico per la serie. Le importazioni aumentano di 1,5% m/m, sulla scia della volontà delle imprese di anticipare gli acquisti dall'estero in modo da evitare l'introduzione dei nuovi dazi del 10% sui prodotti cinesi, entrati in vigore il 24 settembre. Le importazioni sono in rialzo sia nel comparto dei beni capitali sia in quello dei beni di consumo, ma le auto correggono di -1,9% m/m. Le esportazioni crescono di 1,8% m/m. Nel 3° trimestre il canale estero dovrebbe dare un ampio contributo negativo alla crescita, intorno a 1,2pp, con esportazioni in calo e importazioni in forte aumento. Le scorte sono però in rialzo (l'altra faccia della medaglia dell'aumento di importazioni) e dovrebbero dare un contributo positivo alla crescita ampio e tale da più che controbilanciare il freno delle esportazioni nette. La straordinaria volatilità di scorte ed esportazioni nette del 2° e 3° trimestre è causata dall'introduzione dei dazi.

Gli **ordini di beni durevoli** a settembre aumentano di 0,8% m/m, dopo +4,6% m/m, spinti da difesa e auto. L'aeronautica civile segna un'ampia correzione a settembre, dopo il forte aumento di agosto, ma altre voci nella categoria trasporti (auto) spingono l'aggregato al rialzo. Al netto dei trasporti, la variazione è di solo 0,1% m/m, in rallentamento rispetto al trend recente vicino a 0,3% m/m. Gli **ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei** calano di -0,1% m/m, segnando la seconda correzione consecutiva, indicativa di un **rallentamento degli investimenti nella parte finale dell'anno**. Le **consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei** sono stabili su base mensile, ma la media a 3 mesi è in aumento di 7,7%, segnale **positivo per gli investimenti in macchinari nel 3° trimestre**, che dovrebbero registrare una crescita solida.

Stati Uniti. I nuovi **sussidi di disoccupazione**, nella settimana conclusa il 20 ottobre, sono poco variati a 215 mila da 210 mila della settimana precedente e si mantengono sui minimi dalla fine degli anni Sessanta, con indicazioni di ulteriore calo del tasso di disoccupazione.

Giappone					
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
PMI manifatturiero prelim	ott	52.5			53.1

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

Fonte: Bloomberg

Il **CPI di Tokyo** a ottobre è in rialzo di 1,5% a/a, da 1,3% a/a di settembre. L'inflazione al netto degli alimentari freschi è stabile all'1% a/a, mentre quella al netto di alimentari freschi ed energia rallenta a 0,6% a/a da 0,7% a/a di settembre. Su base mensile l'indice al netto degli alimentari freschi è invariato. A ottobre l'inflazione è spinta dall'energia, mentre le altre voci restano su un sentiero pressoché stabile, mantenendo sempre lontano l'obiettivo della BoJ.

Area euro					
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	ott	1.2	0.6	-1.1
EUR	Fiducia consumatori flash	ott	-2.9	-3.2	-2.7
EUR	PMI composito prelim	ott	54.1	53.9	52.7
EUR	PMI manifatturiero prelim	ott	53.2	53.0	52.1
EUR	PMI servizi prelim	ott	54.7	54.5	53.3
EUR	M3 dest. a/a	set	3.5	% 3.5	3.5
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	ott	107	107	104
FRA	PMI servizi prelim	ott	54.8	54.7	55.6
FRA	PMI manifatturiero prelim	ott	52.5	52.4	51.2
FRA	Fiducia consumatori	ott	94	94	95
GER	PPI a/a	set	3.1	% 2.9	3.2
GER	PPI m/m	set	0.3	% 0.3	0.5
GER	PMI servizi prelim	ott	55.9	55.5	53.6
GER	PMI manifatturiero prelim	ott	53.7	53.4	52.3
GER	IFO	ott	103.7	103.0	102.8
GER	IFO (attese)	ott	100.9	(101.0)	99.8
GER	IFO (sit. corrente)	ott	106.6	(106.4)	105.9
GER	Fiducia consumatori	nov	10.6	10.5	10.6
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	set	3.00	Mld €	0.08

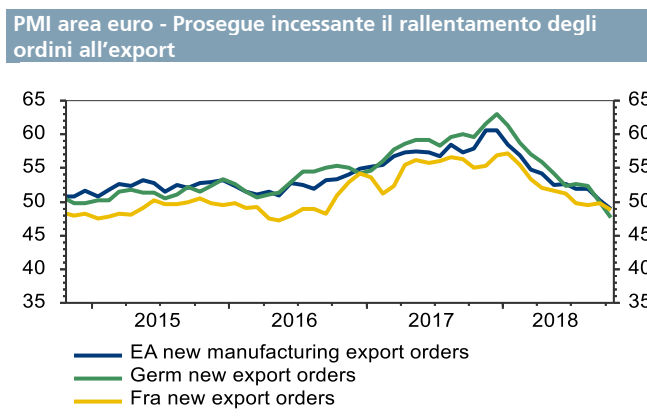
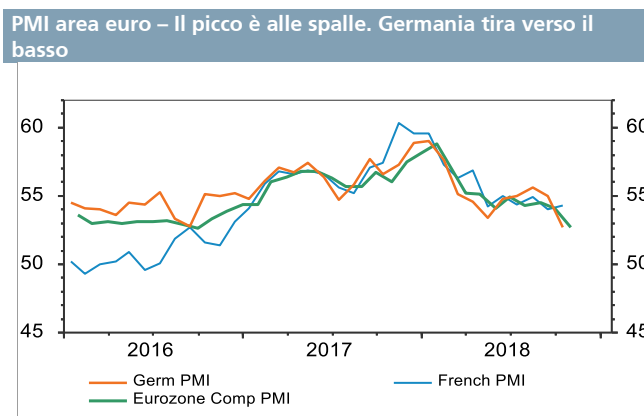
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Bloomberg

Area euro. La stima flash mostra che a ottobre l'indice di **fiducia dei consumatori** dell'Eurozona è migliorato leggermente a -2,7 da -2,9 contro le attese di consenso che erano per un peggioramento. Nel terzo trimestre l'indice era calato a -1,7 da zero del secondo. Il trend del morale delle famiglie sembrerebbe quindi essere in normalizzazione anche nella parte finale dell'anno. La seconda lettura è attesa per il prossimo 30 ottobre.

Area euro. PMI: si rallenta, crescita quasi al trend in autunno. Il PMI composito, a sorpresa, è calato ancora marcatamente a ottobre assestandosi a 52,7 da 54,1, un minimo dal 2015 e ben al di sotto del picco di fine 2017 (58,8). Il calo del PMI composito è interamente dovuto alla Germania dove l'indice è sceso a 52,7 da 55. Altresì l'indice è migliorato in Francia a 54,3 da 54,0. Il PMI manifatturiero è calato a 52,1 da 53,2 confermando il rallentamento dell'industria per effetto della minore domanda dall'estero che è scesa a 48,9, quindi, sotto quota 50 per la prima volta dal 2013. La tendenza è comune a Francia (51,2 da 52,5) e Germania (52,3 da 53,7). In Germania, i nuovi ordini all'export sono a quota 47,4, mentre restano su livelli più tonici in Francia. A pesare sull'andamento del comparto è anche l'aumento delle scorte di prodotti finiti che tornano a 50,4 da 49,4. Il quadro peggiora anche nei servizi con il PMI Eurozona a 53,3 da 54,7. In questo caso, però, il calo interessa solo la Germania (53,6 da 55,9), mentre l'indice è migliorato in Francia (55,6 da 54,8). Nei servizi, sono peggiorate in particolare le attese per i prossimi mesi mentre la valutazione della situazione corrente è poco variata. Nonostante, il rallentamento di attività, le imprese si aspettano di continuare ad aumentare l'organico anche se a ritmi meno sostenuti che in passato. Le pressioni sui prezzi di vendita sono ancora poco variate con l'indice PMI prezzi praticati a 53,4 da 53,6. L'indice PMI prezzi pagati è,

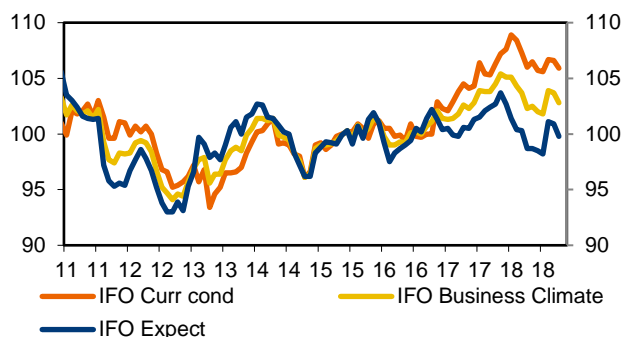
invece, fermo a 60,4. La tendenza recente del PMI composito segnala il rischio che la crescita del PIL si asseti a 0,3% t/t, nei mesi autunnali. Su base congiunturale, la crescita del PIL Eurozona è quasi tornata al trend. Difficile dire se il rallentamento sia o meno temporaneo in particolare nei servizi in Germania. La domanda interna dovrebbe essere sostenuta da fondamentali ancora solidi. Segnaliamo in ogni caso rischi al ribasso per le nostre stime di crescita del PIL nella zona euro del 2,0% quest'anno e dell'1,7% nel 2019.



Germania. IFO: il meglio è alle spalle, la crescita va verso il trend. L'indice di fiducia IFO è tornato indietro a ottobre ritracciando quasi interamente il miglioramento registrato nei mesi estivi. In linea con le attese, l'indice si è assettato a 102,8 da 103,7. Sono peggiorate in particolare le attese per i prossimi mesi a 99,8 da 100,9. La valutazione sulla situazione corrente peggiora, ma meno rispetto alle attese per i prossimi mesi con l'indice in calo a 105,9 da 106,6.

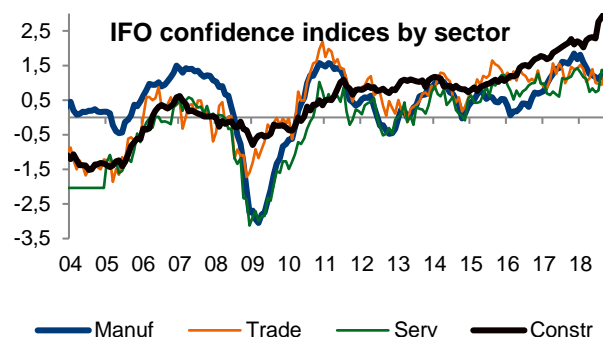
- In linea con il PMI, il sondaggio IFO suggerisce un marcato rallentamento dell'attività manifatturiera, con l'indice per il comparto in calo a 19,2 a 23,3, un minimo da inizio 2017. Il rallentamento del commercio globale e i timori di aumento di barriere tariffarie stanno chiaramente pesando sulla dinamica dell'export e sull'attività manifatturiera tedesca. La fiducia delle imprese è calata anche nei servizi scendendo a 31,7 da 32,4. In peggioramento il morale anche nel commercio con l'indice per il comparto in calo a 10,1 da 11,7. È in particolare l'andamento del commercio al dettaglio a pesare con l'indice in calo (0,6 da 5,2) su un minimo dal 2015. Nel commercio all'ingrosso, le condizioni sono peggiorate meno con l'indice in calo a 15,8 da 16,6. Il settore delle costruzioni rimane in forte espansione con l'indice che continua a rompere nuovi massimi ogni mese.
- L'indice IFO rimane ben al di sopra della media a lungo termine e continua a segnalare una fase di crescita solida dell'economia tedesca. Il rallentamento del manifatturiero sembra essere una tendenza che difficilmente invertirà a breve. Altresì, riteniamo che, al di là della volatilità mensile, servizi e commercio possano compensare la debolezza dell'industria, dal momento che la spesa di famiglie e imprese dovrebbe crescere a ritmi solidi, dati fondamentali di ampio supporto. Il livello di entrata dell'indice IFO nel trimestre autunnale indica che la crescita del PIL si sta stabilizzando intorno allo 0,3% t/t / 0,4% t/t. La crescita tedesca potrebbe, quindi, tornare al trend prima del previsto. Avevamo da tempo segnalato che il principale rischio per l'economia tedesca era l'escalation di tensioni commerciali e tariffarie. Il rischio sembra essersi materializzato anche prima dell'ipotetico lancio di nuovi dazi sulle auto (l'istituto IFO stima che un aumento del 25% delle tariffe sulle auto vendute negli Stati Uniti avrebbe un impatto di almeno -0,2% sul PIL tedesco).

IFO recupero estivo effimero



Fonte: IFO Institut e Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Condizioni meno brillanti in tutti i settori fatta eccezione per le costruzioni



Fonte: IFO Institut e Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

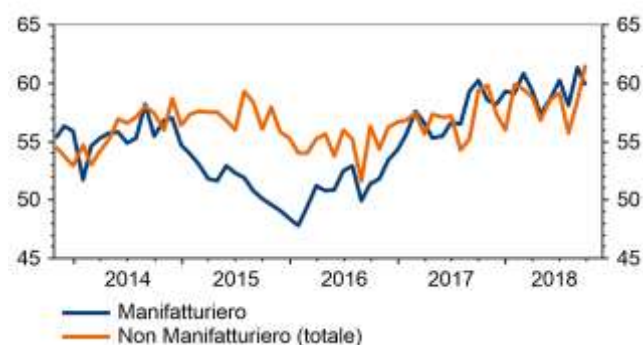
Francia. L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** è calato a sorpresa a ottobre a 104 da 107, un minimo da novembre 2016. L'indagine segnala un brusco calo della produzione corrente a fronte di un lieve aumento dalla produzione attesa. Il crollo della produzione si spiega con il netto calo della domanda interna e degli ordini dall'estero. Il livello dei prezzi è rimasto invariato rispetto a settembre. L'indagine di ottobre segnala che nell'ultimo trimestre il morale nel manifatturiero potrebbe nuovamente declinare dopo essere già sceso a 108,5 nel terzo trimestre da 110,0 del secondo. L'indice rimane comunque al di sopra della media storica.

Belgio. L'indice di **fiducia economica** elaborato dalla **Banca del Belgio** sorprende al ribasso calando a ottobre a -1,1 da 1,2, ben oltre le attese di consenso. Lo spaccato mostra un ripiegamento dell'indice manifatturiero a -4,0 da -1,1 dovuto alla netta frenata degli ordini sia domestici sia dall'estero. Il commercio al dettaglio migliora leggermente a -9,0 da -10,0 mentre l'edilizia avanza con l'indice a 5,8 da 3,6. L'indagine di ottobre conferma quindi che la discesa del morale è imputabile soprattutto alla frenata del manifatturiero (in particolare Germania e Francia) ed è coerente con la lettura preliminare dei PMI di ottobre (calato a 51,2 da 53,2).

Italia. I dati di settembre sul **commercio coi Paesi extra-UE** hanno però nuovamente evidenziato un calo dell'export (-3,7% m/m) e un aumento dell'import (+4,1% m/m). Le esportazioni risultano in diminuzione di -7,3% su base annua, che si riduce a -3,1% al netto del diverso numero di giorni lavorativi. Sul calo tendenziale pesano beni strumentali e di consumo durevoli, e le vendite verso Turchia (-31,1%), Russia (-24,9%), Medio Oriente (-18,6%), Paesi MERCOSUR (-18,3%), Giappone (-17,5%) e Cina (-17,3%). In sintesi, il commercio estero ancora non sembra dare chiari segnali di ripartenza, e resta un freno per la crescita in virtù di una maggiore dinamicità delle importazioni rispetto alle esportazioni.

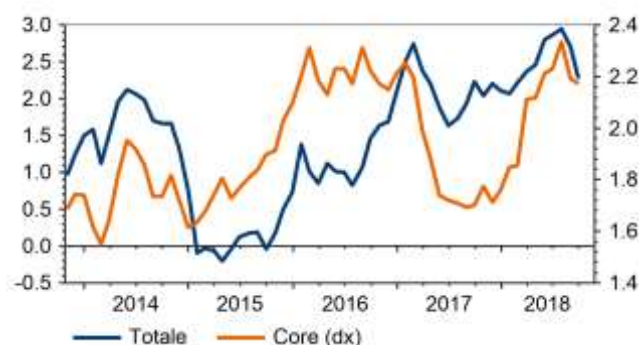
Stati Uniti

Indagini ISM



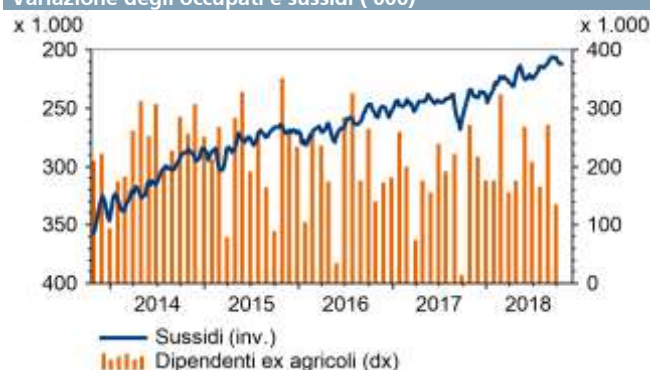
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI – Var. % a/a



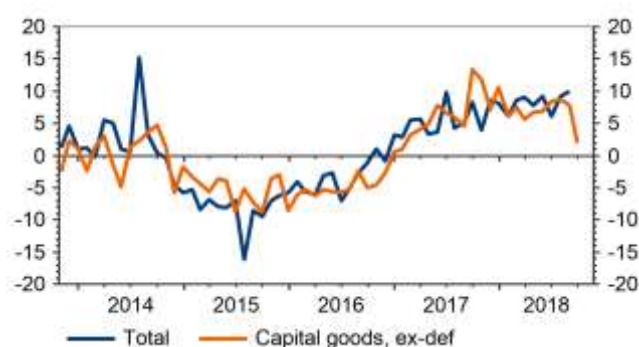
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

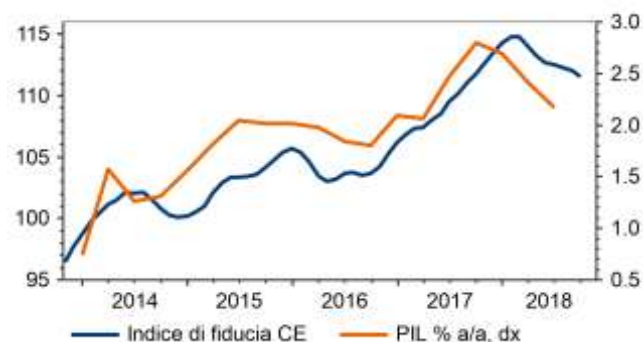
Previsioni

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

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

Area euro

PIL



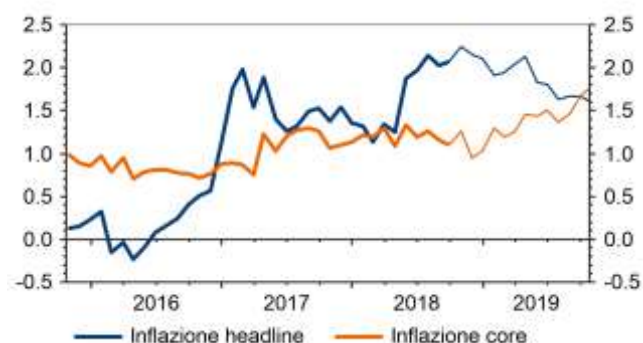
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

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

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

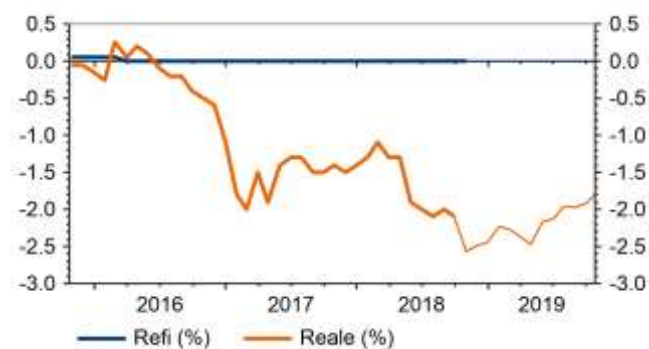
	2017	2018	2019p	2017			2018			2019	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.0	1.7	2.8	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6	1.6	1.6
- t/t				0.7	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.7	1.5	1.5	0.4	0.2	0.5	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.9	3.2	3.1	-0.3	1.5	0.1	1.4	0.6	0.8	0.8	0.7
Consumi pubblici	1.2	1.1	1.2	0.4	0.2	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	5.4	3.0	2.9	1.3	2.1	-0.7	1.0	0.4	0.9	0.9	0.5
Importazioni	4.0	2.6	3.4	0.6	1.5	-0.5	1.2	0.8	0.5	1.2	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.2	0.0	0.1	-0.3	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	1.9	1.9
Produzione industriale (a/a)	2.9	1.5	2.0	4.0	4.1	3.2	2.4	0.7	0.0	1.3	1.8
Disoccupazione (%)	9.1	8.2	7.9	9.0	8.7	8.5	8.3	8.1	8.0	8.0	7.9
Euribor 3 mesi	-0.33	-0.33	0.10	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-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								
	mar	giu	set	25/10	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	-0.37	-0.34
Euribor 3m	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.26

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	mar	giu	set	25/10	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	2.51	2.55	2.86	3.07	3.35

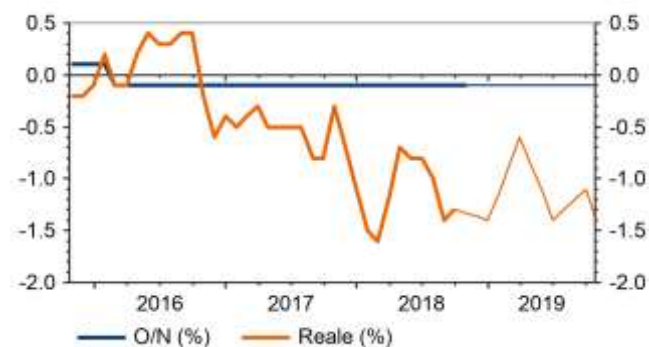
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	mar	giu	set	25/10	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	-0.09	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02

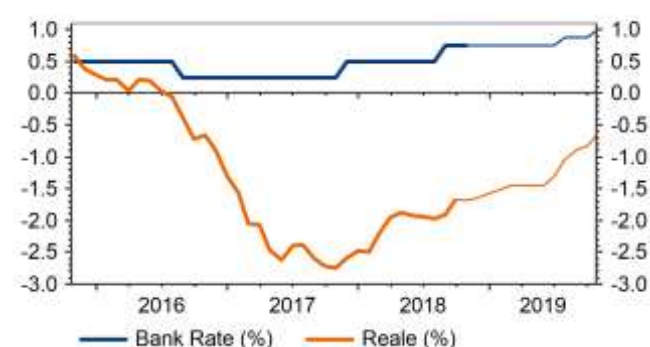
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	mar	giu	set	25/10	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	0.81	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	26/10	1m	3m	6m	12m	24m	
EUR/USD	1.09	1.18	1.22	1.17	1.17	1.1368	1.14	1.15	1.16	1.17	1.24	
USD/JPY	104	114	109	111	113	111.91	113	113	114	115	113	
GBP/USD	1.22	1.32	1.39	1.32	1.32	1.2809	1.29	1.27	1.29	1.30	1.32	
EUR/CHF	1.08	1.17	1.20	1.16	1.14	1.1375	1.14	1.14	1.17	1.20	1.20	
EUR/JPY	114	134	133	130	133	127.25	129	130	132	135	140	
EUR/GBP	0.89	0.89	0.87	0.89	0.89	0.8874	0.88	0.91	0.92	0.91	0.94	

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
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.