

Il punto

Area euro: il picco è alle spalle ma il brusco rallentamento dei mesi estivi dovrebbe essere temporaneo ed è dovuto non solo all'Italia ma molto probabilmente anche alla Germania.

Italia: la stima preliminare del PIL nel 3° trimestre e le indagini di fiducia per il mese di ottobre confermano che l'economia sta rallentando. Anche ipotizzando che nel 4° trimestre vi sia un ritorno alla crescita, la media annua 2018 si fermerebbe a 1,0%. Confermiamo anche la previsione di un ulteriore lieve rallentamento nel 2019, con rischi verso il basso.

I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà sui dati di produzione industriale di settembre ci aspettiamo un recupero in Germania, ma lieve flessione in Francia (-0,2% m/m). La seconda stima dovrebbe confermare il calo del PMI composito a 52,7 a ottobre, un minimo da inizio 2016. Le vendite al dettaglio Eurozona sono attese in calo a settembre (-0,6% m/m). La Commissione Europea pubblica le previsioni di autunno su crescita e principali aggregati di finanza pubblica, che costituiscono la base per la valutazione delle leggi di bilancio dei singoli paesi membri su cui verrà formulata un'opinione entro fine mese.

La prossima settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti** e il focus sarà sulle elezioni *midterm* e sulla riunione del FOMC. Le elezioni *midterm* dovrebbero modificare l'attuale fase di governo condiviso, riportando la Camera a una maggioranza democratica e mantenendo il Senato in mano ai Repubblicani. La riunione del FOMC non dovrebbe fornire novità, con un comunicato stringato e l'indicazione di ulteriori gradualisti rialzi dei tassi. Sul fronte dei dati, l'ISM non-manifatturiero di ottobre dovrebbe registrare una modesta correzione, pur restando in territorio ampiamente espansivo. La lettura preliminare della fiducia dei consumatori a novembre dovrebbe segnare un modesto ritracciamento e mantenere indicazioni di aspettative di inflazione ben ancorate.

31 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

Area euro: il picco è alle spalle ma il brusco rallentamento dei mesi estivi dovrebbe essere temporaneo ed è dovuto non solo all'Italia ma molto probabilmente anche alla Germania.

Italia: la stima preliminare del PIL nel 3° trimestre e le indagini di fiducia per il mese di ottobre confermano che l'economia sta rallentando. Anche ipotizzando che nel 4° trimestre vi sia un ritorno alla crescita, la media annua 2018 si fermerebbe a 1,0%. Confermiamo anche la previsione di un ulteriore lieve rallentamento nel 2019, con rischi verso il basso.

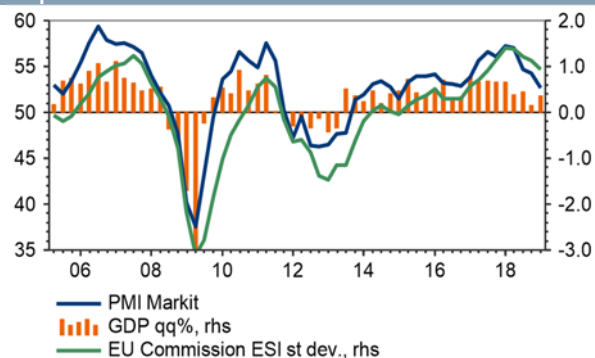
- **Area euro.** Delude la crescita del PIL Eurozona nei mesi estivi, assestandosi ad appena 0,2% t/t da un precedente 0,4% t/t. Sull'anno la crescita è rallentata a 1,7% da un precedente 2,2%. Il dato è più debole delle stime degli analisti, nonché delle previsioni BCE di settembre scorso. L'andamento del Pil nel trimestre estivo lascia la nostra stima di crescita per l'anno in corso all'1,9% da un precedente 2,0% e la previsione per il 2019 all'1,6% da un precedente 1,7%.

In Francia il PIL è avanzato di 0,4% t/t dopo il +0,2% t/t dei mesi primaverili, leggermente al di sotto delle stime di consenso. In Belgio, il PIL è accelerato a 0,4% t/t da un precedente 0,3% t/t. In Spagna, il PIL è cresciuto di 0,6% t/t, come nei mesi primaverili. La sorpresa principale è venuta dall'Italia, dove il PIL ha stagnato per la prima volta da fine 2014, mentre le previsioni erano per un ritmo di crescita simile a quello primaverili 0,2% t/t (v. sotto). Ma il rallentamento dell'Italia non basta a spiegare la crescita di 0,2% t/t della media euro zona. Manca all'appello la Germania. Solo un rallentamento della la crescita tedesca a 0,1% t/t da un precedente 0,5% t/t può spiegare la crescita Eurozona di appena 0,2% t/t.

Un ritmo di crescita trimestrale di 0,2% t/t, se ripetuto su più trimestri, sarebbe coerente con una crescita annua inferiore al trend (1,4-1,5%). Il dato relativo ai mesi estivi non deve però allarmare. Come indicato da Draghi potrebbero aver giocato a sfavore fattori specifici quali l'entrata in vigore di una normativa sui gas di scarico che ha depresso vendite e produzione di auto, in particolare in Germania. I fondamentali per consumi e investimenti restano ancora solidi ed è possibile che si veda una ri-accelerazione della crescita in area 0,4% t/t in linea con la nostra previsione centrale. Siamo, quindi, ancora inclini a ritenere che lo 0,2% t/t sia un fenomeno isolato. Ciò detto vanno riconosciuti anche i segnali dalle indagini di fiducia che nell'ultimo mese sono tornate a calare. Il peggioramento di morale questa volta non riguarda solo l'industria ma anche i servizi e il commercio al dettaglio. L'indice di fiducia economica ESI è calato anche a ottobre a 109,8 da 110,9 precedente confermando il messaggio dal PMI composito pubblicato la scorsa settimana e dalle indagini di fiducia nazionali.

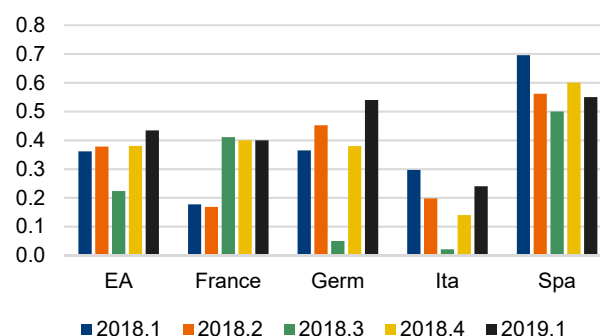
Il picco è alle spalle e la crescita probabilmente è già al trend, al di là della volatilità trimestrale. Il flusso di dati di qui a inizio dicembre sarà determinante per la valutazione dello scenario macro Eurozona. Un'altra tornata di indagini di fiducia deboli potrebbe indurre la BCE a tagliare le proiezioni macro e a rivedere la valutazione dei rischi da bilanciati a verso il basso. Per il momento Hansson ha dichiarato che a dicembre la BCE valuterà se il rallentamento è dovuto a fattori transitori o meno e rivedrà di conseguenza le stime. Pensiamo che anche un ritorno più rapido del previsto alla crescita tendenziale non giustifica un cambio di strategia da parte del Consiglio BCE. La politica monetaria è ampiamente accomodante e rimarrebbe tale anche se la crescita si stabilizzasse al trend da inizio 2019.

La stima flash per il trimestre estivo suggerisce che il picco è alle spalle ma la debolezza potrebbe essere dovuta a fattori temporanei



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Ci aspettiamo un recupero della crescita nei mesi finali dell'anno nella maggior parte dei paesi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

- **Italia. Non accadeva dal 2014 che il PIL dell'Italia non crescesse su base trimestrale.** La variazione nulla del 3° trimestre, che ha portato la crescita tendenziale a 0,8% a/a, conferma che il rallentamento dell'economia italiana è un fenomeno non occasionale. A questo punto, sarebbe necessaria una ri-accelerazione ad almeno lo 0,4% t/t per mantenere la crescita media annua in linea con la nostra precedente previsione di 1,1%. Tuttavia, l'indagine Istat di fiducia delle imprese ha registrato una nuova flessione nel mese di ottobre, la terza consecutiva, che ha portato l'indice al minimo dal 2016. Come descritto nell' *Osservatorio Macroeconomico* più sotto (v. pag.12-13), la fiducia è in flessione in tutti i comparti eccetto le costruzioni. Tale caduta del clima di fiducia non appare compatibile con una vigorosa ripresa della crescita nel trimestre in corso. La crescita acquisita fino al 3° trimestre è pari all'1,0%. A questo punto, anche la media annua 2018 dovrebbe fermarsi a 1,0%.

Nelle scorse settimane abbiamo già spiegato perché non riteniamo la manovra 2019 sufficiente a produrre una netta accelerazione della crescita. In sintesi, la nostra stima era già basata sull'ipotesi che le aliquote IVA non sarebbero state alzate, e quindi per noi il vero stimolo fiscale sarebbe pari a 0,5%, non a 1,2%. Inoltre, anche il possibile effetto positivo sulla crescita di quanto resta rischia di essere totalmente compensato dalla restrizione delle condizioni finanziarie, conseguenza del peggioramento del merito di credito. Peraltro, questo è il motivo per cui i paesi ad alto debito solitamente non si possono permettere espansioni fiscali. Inoltre, questa settimana è emerso che diverse parti della manovra (in particolare: l'introduzione del reddito di cittadinanza e il pensionamento anticipato) saranno attuate con successivi disegni di legge collegati, il che implicherà quasi certamente che i relativi effetti siano ritardati di diversi mesi. Questo è un altro buon motivo per non essere troppo ottimisti riguardo all'impatto di breve periodo della manovra fiscale.

La manovra potrebbe essere parzialmente responsabile del peggioramento del clima di fiducia delle imprese, sia per la sua composizione (i trasferimenti alle famiglie sono finanziati anche con un aumento della pressione fiscale effettiva sul settore produttivo, oltre che in deficit), sia per gli effetti negativi della stessa sul rischio paese e, quindi, sulle condizioni finanziarie. Non è l'unico fattore, però: già prima che decollasse il dibattito sulla politica fiscale si era registrato un rallentamento della domanda estera, che ha sicuramente inciso sulla fiducia nel comparto manifatturiero.

In conclusione, la debole dinamica di questi mesi potrebbe riflettersi anche sulla media del 2019, rendendo ancora più improbabile di quanto apparisse prima una ri-accelerazione a 1,5%, quale quella prevista dalla nota di aggiornamento al DEF nello scenario programmatico. In realtà, già la nostra previsione corrente di 0,9% per la crescita media annua 2019 implica una netta inversione delle tendenze recenti, con una ri-accelerazione della crescita trimestrale verso 0,2-0,3%, ed è quindi soggetta a rischi verso il basso.

I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà sui dati di produzione industriale di settembre ci aspettiamo un recupero in Germania, ma una lieve flessione in Francia (-0,2% m/m). La seconda stima dovrebbe confermare il calo del PMI composito a 52,7 a ottobre, un minimo da inizio 2016. Le vendite al dettaglio Eurozona sono attese in calo a settembre (-0,6% m/m). La Commissione Europea pubblica le previsioni di autunno su crescita e principali aggregati di finanza pubblica, che costituiscono la base per la valutazione delle leggi di bilancio dei singoli paesi membri su cui verrà formulata un'opinione entro fine mese.

La prossima settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti** e il focus sarà sulle elezioni *midterm* e sulla riunione del FOMC. Le elezioni *midterm* dovrebbero modificare l'attuale fase di governo condiviso, riportando la Camera a una maggioranza democratica e mantenendo il Senato in mano ai Repubblicani. La riunione del FOMC non dovrebbe fornire novità, con un comunicato stringato e l'indicazione di ulteriori graduali rialzi dei tassi. Sul fronte dei dati, l'ISM non-manifatturiero di ottobre dovrebbe registrare una modesta correzione, pur restando in territorio ampiamente espansivo. La lettura preliminare della fiducia dei consumatori a novembre dovrebbe segnare un modesto ritracciamento e mantenere indicazioni di aspettative di inflazione ben ancorate.

Lunedì 5 novembre

Stati Uniti

- L'**ISM non manifatturiero** a ottobre dovrebbe correggere a 59,5 da 61,6 di settembre. Le indagini regionali di ottobre hanno registrato ritracciamento. La *Business Leaders Survey* della NY Fed segnala un notevole rallentamento della crescita dell'attività nei servizi e un'accelerazione dei prezzi: le imprese comunque restano ottimiste sullo scenario a sei mesi, anche se meno rispetto al trimestre precedente. L'indagine della Philadelphia Fed per il settore non manifatturiero registra modeste correzioni e si mantiene su livelli elevati, a fronte di incrementi degli indici di prezzo. Nell'indagine ISM si dovrebbe registrare una flessione moderata dal livello molto elevato di settembre, concentrata nei servizi e controbilanciata però da una stabilizzazione nell'estrattivo, con un calo degli ordini e dell'occupazione e una stabilizzazione dei prezzi dopo l'aumento del mese precedente. La dinamica dell'attività dovrebbe restare solida nel 4° trimestre.

Martedì 6 novembre

Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi in calo dell'1,0% a settembre dopo il forte recupero di agosto. La dinamica degli ordini nei mesi estivi è stata assai volatile ma la tendenza di fondo è di rallentamento, stando alle indicazioni dalle indagini IFO e PMI. Se confermato, il dato di settembre lascerebbe gli ordinativi in calo dell'1,8% t/t dopo il -1,6% t/t di giugno.
- **Area euro.** La seconda stima dovrebbe confermare il **PMI composito** in calo a ottobre a 52,7 da un precedente 54,1, un minimo da settembre 2016 quando si era vista una netta accelerazione del ciclo Eurozona. Il picco di questo ciclo è alle spalle e la crescita del PIL si sta stabilizzando appena al di sopra del trend. L'indice per i servizi dovrebbe essere confermato in calo a 53,3 da 54,7 sulla scia della correzione in Germania a 53,6 da 55,9. È possibile che la seconda stima mostri una flessione anche dell'indice italiano a 53 da 53,3. In Francia, altresì, il PMI servizi dovrebbe essere confermato in salita a 55,6 da 54,8.

Stati Uniti

- Le **elezioni *midterm*** dovrebbero interrompere il periodo di governo condiviso, iniziato a gennaio 2017, in cui il Partito repubblicano ha controllato la presidenza e la maggioranza di entrambi i rami del Congresso. In base ai sondaggi e alle previsioni, il voto dovrebbe spostare gli equilibri alla Camera, dando la maggioranza ai Democratici, mentre il Senato dovrebbe mantenere una risicata maggioranza repubblicana. La rilevanza dell'esito elettorale per la politica economica del prossimo biennio dovrebbe essere limitata. I principali temi economici del 2019, commercio estero e spesa pubblica, dovrebbero essere poco influenzati dalle elezioni di novembre. Infatti, il commercio estero è quasi completamente sotto il controllo dell'Esecutivo: Trump probabilmente proseguirà con la guerra dei dazi e la negoziazione di trattati bilaterali, relegando il Congresso al ruolo di spettatore, come nel 2018. Per la politica fiscale, il focus sarà sulla scadenza della legge di spesa a ottobre 2019, quando si determinerà un nuovo "fiscal cliff". La rinegoziazione della legge di spesa richiederà in ogni caso un compromesso bipartisan. Una maggioranza alla Camera darebbe ai Democratici influenza sull'agenda politica, ma con scarse conseguenze legislative. Il controllo democratico della Camera aprirebbe la possibilità di un processo di impeachment, in caso di conclusione di colpevolezza da parte dell'indagine di Mueller. Tuttavia, i Democratici stessi sarebbero molto riluttanti a imboccare un sentiero altamente conflittuale e potenzialmente dannoso, come ha insegnato il caso Clinton. Quindi, anche sul fronte politico, la maggioranza democratica alla Camera dovrebbe avere conseguenze non dirimpenti.

Mercoledì 7 novembre

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** a settembre dovrebbe recuperare parte del calo del mese precedente, avanzando di 0,7% m/m. Tuttavia, la dinamica del trimestre estivo (-1,0% t/t) è compromessa dall'andamento della produzione a giugno e luglio. Dovrebbe trattarsi di un fenomeno temporaneo in parte legato all'entrata in vigore di una normativa europea sui gas di scarico che avrebbe pesato su vendite e produzione di auto.
- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** a settembre sono attese in calo di 0,6% m/m (0,2% m/m) stando alle indicazioni dalle indagini e ai dati nazionali sinora disponibili. Se confermato il dato di settembre dovrebbe lasciare le vendite in rotta per una lieve contrazione (-0,2% t/t) nel trimestre estivo dopo il +0,8% t/t di giugno scorso. Nel 3° trimestre il forte aumento delle immatricolazioni auto dovrebbe aver sostenuto la spesa per consumi privati.

Giovedì 8 novembre

Area euro

- **Germania.** Il **saldo di bilancia commerciale** potrebbe calare a 17,6 miliardi di euro da un precedente 18,2 miliardi a settembre. Le importazioni sono attese recuperare il calo del mese precedente crescendo dell'1,0% m/m dopo il -2,4% m/m, mentre le esportazioni resteranno deboli avanzando di solo 0,4% m/m dopo il +0,1% m/m.
- La **Commissione Europea** pubblica le **previsioni di autunno** su crescita e principali aggregati di finanza pubblica. Ricordiamo che le previsioni costituiscono la base per la valutazione delle leggi di bilancio dei singoli paesi membri su cui verrà formulata un'opinione entro fine mese. Nel caso dell'Italia, le previsioni della Commissione su crescita e deficit saranno indicative della valutazione della Commissione sulla manovra.
- **Spagna.** La **produzione industriale** è vista stabile a settembre dopo i modesti aumenti dei due mesi precedenti. Sul trimestre la produzione chiuderà con un aumento di 0,5% t/t, dopo la contrazione dei mesi primaverili. Le indicazioni dalle indagini sono di stabilizzazione dell'attività su livelli modesti.

Stati Uniti

- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi senza novità, con un comunicato quasi identico a quello di settembre sia nella valutazione congiunturale e dei rischi, sia nelle indicazioni per i tassi. In assenza di conferenza stampa, eventuali nuove informazioni emergeranno con i verbali, in pubblicazione il 29 novembre. Il FOMC ha diversi temi caldi su cui deve costruire il consenso riguardo ai due strumenti di policy, tassi e bilancio. Per quanto riguarda i tassi, ci sono due punti centrali: il sentiero dei rialzi e il passaggio in territorio restrittivo, e la comunicazione. A questi si aggiunge il problema operativo riguardo alla persistente deviazione del tasso effettivo dei fed funds verso l'estremo superiore dell'intervallo obiettivo. Sul bilancio, il programma di riduzione dell'attivo è in atto da ottobre 2017 e dovrebbe proseguire nel 2019. Da quando è iniziata la riduzione dei reinvestimenti, un anno fa, il FOMC non ha riconsiderato la questione del punto di arrivo della riduzione del bilancio e del livello ottimale delle riserve. Il Comitato dovrà tornare a discuterne nelle prossime riunioni, se non già a novembre, ora che la politica dei tassi è ben avviata sulla strada della normalizzazione.

Venerdì 9 novembre

Area euro

- **Francia.** La **produzione industriale** è attesa in correzione a settembre (a -0,2% m/m dopo il +0,3% m/m del mese precedente) probabilmente per effetto di una contrazione della produzione manifatturiera. Se confermato, la variazione annua passerebbe a 1,0% da 1,6%, lasciando la produzione in rotta per un aumento di 1,6% t/t da -0,2% t/t nel il 3° trimestre.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a novembre (prel.) dovrebbe correggere modestamente, a 98 da 99 della lettura finale di ottobre. Il mercato del lavoro resta la principale spinta per il clima di fiducia, anche se inizia a giocare un ruolo la volatilità dei mercati e il rialzo dei tassi sui mutui. L'incertezza sull'esito delle elezioni *midterm* e le tensioni collegate alla violenza della settimana pre-elettorale (pacchi bomba e attentato nella sinagoga) potrebbero esercitare un'influenza negativa, almeno transitoriamente. Le aspettative di inflazione a 5-10 anni dovrebbero restare ben ancorate, all'interno dell'intervallo degli ultimi due anni (2,4-2,6%).

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (5-9 novembre)									
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	5/11	10:30	GB	PMI servizi	*	ott	53.9		
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	ott	61.6	60.0	59.5
Mar	6/11	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	set	2.8	%	
		08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	set	2.0	%	-1
		09:45	ITA	PMI servizi	*	ott	53.3		
		09:50	FRA	PMI servizi finale		ott	prel 55.6		55.6
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	ott	prel 53.6		53.6
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ott	prel 53.3		53.3
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	ott	prel 52.7		52.7
		11:00	EUR	PPI a/a		set	4.2	%	
Mer	7/11	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	set	-0.3	%	0.7
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		set	2.20	%	
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		set	-0.2	%	-0.6
Gio	8/11	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		set	6.8	%	
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		set	18.3	Mld €	17.6
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		set	1.2	%	
		13:30	USA	Richieste di sussidio		settim		x1000	
Ven	9/11	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	set	0.3	%	-0.2
		10:30	GB	PIL t/t 1a stima	*	T3	0.4	%	
		10:30	GB	Produzione industriale m/m	*	set	0.2	%	
		10:30	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		set	-4.22	Mld £	
		10:30	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		set	-11.20	Mld £	
		14:30	USA	PPI m/m		ott	0.2	%	0.3
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ott	0.2	%	0.2
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		nov	98.6		98

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 (5-9 novembre)				
Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun	5/11	--	EUR	* Riunione Eurogruppo
		00:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di settembre
		02:00	GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)
		13:45	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
Mar	6/11	--	EUR	* Riunione Ecofin
		08:30	EUR	* Discorso di Praet (BCE)
		12:15	EUR	* Discorso di Coeuré (BCE)
		13:00	EUR	Discorso di Lautenschlaeger (BCE)
Mer	7/11	02:30	GIA	Discorso di Funo (BoJ)
Gio	8/11	--	EUR	* La Commissione pubblica le previsioni macroeconomiche di autunno
		00:50	GIA	* BOJ: Sommario delle opinioni della riunione di ottobre
		10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
		15:15	EUR	Discorso di Coeuré (BCE)
		20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: Fed fund invariato a 2.00% - 2.25%)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

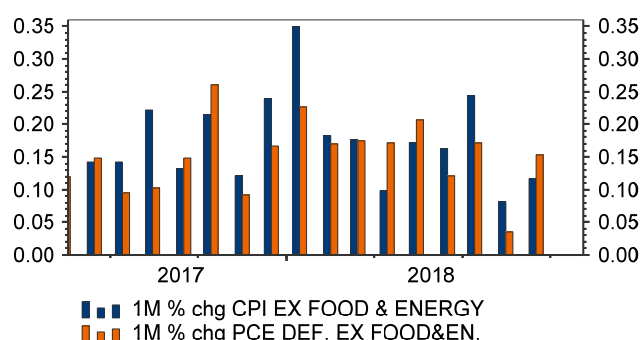
Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Deflatore consumi (core) a/a	set	2.0	%	2.0	+2.0
Deflatore consumi (core) m/m	set	0.0	%	0.1	+0.2
Deflatore consumi a/a	set	2.2	%		+2.0
Redditi delle famiglie m/m	set	+0.4 (0.3)	%	0.3	+0.2
Spesa per consumi (nominale) m/m	set	+0.5 (0.3)	%	0.4	+0.4
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	ago	5.9	%	5.8	+5.5
Fiducia consumatori (CB)	ott	135.3 (138.4)		136.0	137.9
Nuovi occupati: stima ADP	ott	230	x1000	189	
Costo del lavoro	T3	0.6	%	0.7	
PMI (Chicago)	ott	60.4		60.0	
Richieste di sussidio	settim	215	x1000	213	
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T3	-1.0	%	1.0	
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. prelim	T3	2.9	%	2.2	
Indice ISM manifatturiero	ott	59.8		59.0	
Spesa in costruzioni	set	0.1	%	0.1	
Vendite di autoveicoli	ott	17.44		17.10	
Bilancia commerciale	set	-53.2	Mld \$	-53.6	
Tasso di disoccupazione	ott	3.7	%	3.7	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ott	134	x1000	190	
Salari orari m/m	ott	0.3	%	0.2	
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	set	0.8	%		
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	set	0.1	%		
Ordinativi industriali m/m	set	2.3	%	0.5	

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

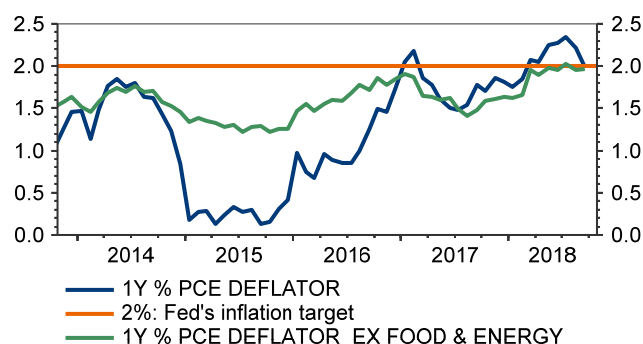
La **spesa personale** a settembre aumenta di 0,4% m/m, dopo +0,5% m/m di agosto (rivisto da 0,3% m/m), grazie soprattutto ai consumi di beni durevoli (in aumento di 1,8% m/m in termini reali). La forza dei consumi nel 3° trimestre era già emersa dalla stima *advance* del PIL pubblicata il 26 ottobre, quindi non sorprende. Il **reddito personale** rallenta e segna una variazione di 0,2% m/m, dopo 0,4% m/m di agosto (rivisto da 0,3% m/m), con un rallentamento della dinamica delle retribuzioni (in aumento di 0,2% m/m dopo +0,5% m/m di agosto), in parte spiegato dalla crescita di occupati più contenuta rispetto ai mesi precedenti sulla scia degli effetti dell'uragano Florence. Il **tasso di risparmio** cala a 6,2% da 6,4% di agosto, e torna sul livello di dicembre 2017, dopo molti mesi di rialzi collegati alla riforma tributaria. Il **deflatore dei consumi** aumenta di 0,1% m/m (2% a/a); il **deflatore core** è in rialzo di 0,2% m/m (2% a/a), più di quanto visto con il CPI per via degli arrotondamenti (la variazione è di 0,153% m/m). I prezzi dei servizi sono in rialzo moderato, con sanità e abitazione su trend in modesto calo dalla primavera. Nonostante la forte crescita e la riduzione delle risorse inutilizzate, l'inflazione *core* non dà segni di significativa ripresa e si mantiene intorno al 2% da mesi.

I prezzi restano in rialzo moderato e...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

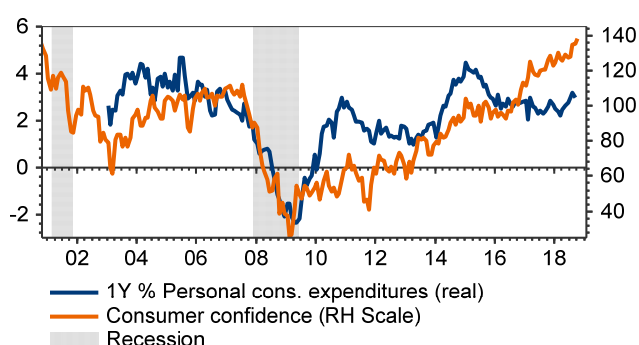
...non segnalano pressioni inflazionistiche in aumento



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

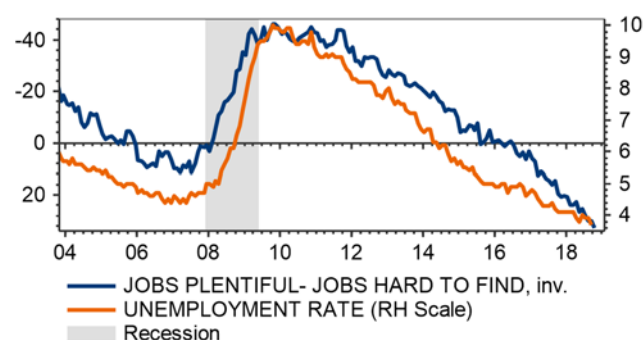
La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a ottobre segna un moderato aumento a 137,9 (massimo dal 2000), da 135,7 di settembre, rivisto verso il basso da 138. Entrambe le componenti coincidente e aspettative sono in rialzo rispetto a settembre (a 172,8 da 169,4 e a 114,6 da 112,5, rispettivamente). La **valutazione del mercato del lavoro** continua a migliorare: il differenziale *jobs plentiful-jobs hard to get* sale a 32,7 da 30 di settembre e tocca il massimo da gennaio 2001, segnalando un probabile ulteriore calo del tasso di disoccupazione. Il mercato del lavoro e le aspettative per il reddito continuano a essere il principale sostegno per la fiducia. La correzione del mercato azionario dell'ultimo mese (-7,9% dall'8 di ottobre) è solo parzialmente incorporata nei dati di ottobre, per via della chiusura dell'indagine poco dopo la metà del mese.

La fiducia dei consumatori segnala consumi ancora forti e...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

...ulteriore calo del tasso di disoccupazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	set	2.7	%	1.6	+2.1
Job to applicant ratio	set	1.63		1.63	1.64
Tasso di disoccupazione	set	2.4	%	2.4	2.3
Produzione industriale m/m prelim	set	0.2	%	-0.3	-1.1
Fiducia delle famiglie	ott	43.4			43.0
PMI manifatturiero finale	ott	53.1			

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

Fonte: Bloomberg

Il **tasso di disoccupazione** a settembre cala al 2,3% dal 2,4% di agosto, e conferma il continuo miglioramento del mercato del lavoro. La forza lavoro ha registrato una riduzione di 40 mila persone, gli occupati sono aumentati di 30 mila e i disoccupati hanno registrato una variazione di -70 mila. La partecipazione ha segnato una correzione di un decimo a 61,5%, ma resta su un trend verso l'alto, che dovrebbe proseguire grazie alle riforme del Governo mirate soprattutto a incrementare la partecipazione femminile e quella della coorte oltre i 65 anni. Il *jobs to applicant ratio* aumenta a 1,64 a settembre, da 1,63 precedente, toccando il massimo da gennaio 1974 e confermando la situazione di crescente eccesso di domanda.

La **produzione industriale** a settembre (prel.) sorprende verso il basso, con un calo di -1,1% m/m (consenso: -0,3% m/m), in parte per via dei tifoni e del terremoto che hanno colpito il Paese il mese scorso. La correzione è diffusa a 11 settori su 15. I dati di settembre mostrano che la produzione industriale nel 3° trimestre è in calo di -1,6% t/t, dopo +1,2% t/t della primavera, e segnalano un'elevata probabilità di una variazione negativa del PIL in estate. La debolezza estiva della produzione industriale, in larga parte è attribuibile alle condizioni climatiche avverse, ma riflette anche un indebolimento sottostante già in atto dalla fine della primavera. Le consegne hanno segnato un calo di -3% m/m a settembre e le scorte sono aumentate di +2,3% m/m: i tifoni probabilmente hanno impedito di effettuare consegne che si è tradotto in accumulo di

scorte. Nel 4° trimestre si dovrebbe avere una normalizzazione dell'attività industriale, come segnalato anche dal miglioramento del PMI manifatturiero. Le proiezioni del METI vedono un aumento della produzione di 6% m/m a ottobre e di 0,8% m/m a novembre. Con queste previsioni la variazione dell'output nel 4° trimestre sarebbe vicina al 5% t/t, ma vista la regolarità di proiezioni al di sopra delle variazioni realizzate, la previsione è di ripresa moderata.

Regno Unito						
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Credito al consumo	set	+1.215	(1.118)	Mld £	1.200	+0.785
PMI manifatturiero	ott	53.8			53.0	

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

Area euro							
Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t prelim	T3	0.3	(0.4)	%		0.4
EUR	PIL a/a 1a stima	T3	2.2	(2.1)	%	1.8	1.7
EUR	PIL t/t 1a stima	T3	0.4		%	0.4	0.2
EUR	Fiducia servizi	ott	14.7	(14.6)		14.0	13.6
EUR	Fiducia industria	ott	4.7			3.8	3.0
EUR	Indice di fiducia economica	ott	110.9			110.0	109.8
EUR	Fiducia consumatori finale	ott	-2.7			-2.7	-2.7
EUR	CPI a/a stima flash	ott	2.1		%	2.2	2.2
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ott	1.1		%	1.2	1.3
EUR	Tasso di disoccupazione	set	8.1		%	8.1	8.1
EUR	PMI manifatturiero finale	ott	52.1			52.1	
FRA	PIL t/t prelim	T3	0.2		%	0.5	0.4
FRA	Spese per consumi m/m	set	1.1	(0.8)	%	-0.4	-1.7
FRA	IPCA a/a prelim	ott	2.5		%	2.6	2.5
FRA	PMI manifatturiero finale	ott	51.2			51.2	
GER	Tasso di disoccupazione	ott	5.1		%	5.1	5.1
GER	Variazione n° disoccupati	ott	-23		x1000	-12	-11
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ott	2.3		%	2.4	2.5
GER	IPCA a/a prelim	ott	2.2		%	2.4	2.4
GER	IPCA m/m prelim	ott	0.4		%	0.1	0.1
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ott	0.4		%	0.1	0.2
GER	Vendite al dettaglio m/m	set	-0.3	(-0.1)	%	0.5	0.1
GER	Vendite al dettaglio a/a	set	1.5	(1.6)	%	0.9	-2.6
GER	Prezzi import a/a	set	4.8		%	4.6	
GER	PMI manifatturiero finale	ott	52.3			52.3	
ITA	PPI m/m	set	0.4		%		0.4
ITA	PPI a/a	set	4.4		%		4.7
ITA	PIL a/a prelim	T3	1.2		%	0.9	0.8
ITA	PIL t/t prelim	T3	0.2		%	0.1	0.0
ITA	Fiducia consumatori	ott	116.1	(116.0)		115.0	116.6
ITA	Indice di fiducia delle imprese	ott	105.6	(105.7)		104.8	104.9
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	set	9.8	(9.7)	%	9.9	10.1
ITA	IPCA a/a prelim	ott	1.5		%	1.8	1.7
ITA	IPCA m/m prelim	ott	1.7		%	0.4	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ott	1.4		%	1.7	1.6
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ott	-0.5		%		0.0
SPA	IPCA a/a prelim	ott	2.3		%	2.2	2.3
SPA	PIL t/t prelim	T3	0.6		%	0.6	0.6

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

Area euro. La stima preliminare per il mese di ottobre mostra l'**inflazione** in aumento al 2,2% da un precedente 2,1%. La dinamica sottostante, la netta di energia alimentari e tabacchi, è accelerata di due decimi tornando all'1,1%. L'inflazione al netto di energia e alimentari, misura preferita dalla BCE, è salita all'1,3% da un precedente 1,1%. Sul mese, i prezzi sono cresciuti di 0,2% m/m, su spinta dei prezzi interni (0,1% m/m) ma anche del capitolo energia (+1,7% m/m). Nei prossimi mesi l'inflazione euro zona tornerà indietro verso il 2,0% frenata dalla dinamica core che potrebbe retrocedere fino a 0,9% a fine anno. Solo nei primi mesi del 2019, l'inflazione sottostante comincerà a muovere al rialzo in modo più stabile. **L'inflazione è rimasta sul livello del mese precedente in Spagna al 2,3% e al 2,5% in Francia.** In **Germania**, i dati di Laender hanno indicato un aumento dello 0,2% m/m dei **prezzi al consumo** in ottobre sulla misura nazionale. Altresì, sulla misura armonizzata, i prezzi al consumo sono aumentati dello 0,1%. L'inflazione è accelerata al 2,5% da 2,3% precedente sull'indice nazionale, leggermente al di sopra alle aspettative, mentre si è attestata al 2,4% sulla misura armonizzata. Le pressioni al rialzo sono concentrate nel capitolo beni di consumo non durevoli, mentre i prezzi dei servizi escluso l'affitto sono diminuiti nel mese, frenati dai costi per il tempo libero. Prevediamo che l'inflazione tedesca rimarrà sui livelli di ottobre verso la fine dell'anno per poi ridiscendere verso il 2% all'inizio del 2019.

Germania. Le **vendite al dettaglio** aumentano meno delle attese, con una variazione di 0,1% m/m (-2,6% a/a), contro attese per +0,5% 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.

Francia. La **spesa per consumi** crolla inaspettatamente a settembre, segnando un -1,7% m/m da 1,1% m/m. Il calo è spiegato in particolare dal crollo oltre le attese delle vendite di auto (a -7,9% m/m da +8,7% m/m) e dalla correzione nel consumo di energia (a -1,2% m/m da 0,4% m/m); flette anche il consumo di alimentari (a -0,9% m/m da -0,5% m/m) e degli altri beni durevoli (-0,6% m/m da 1,6% m/m). La variazione annua scende a -1,5% da +1,3%, lasciando però i consumi in aumento nel 3° trimestre di 0,6% t/t da -0,4% t/t. Il calo ampio e inatteso dei consumi a settembre si è riflesso anche in un aumento del PIL leggermente inferiore alle aspettative.

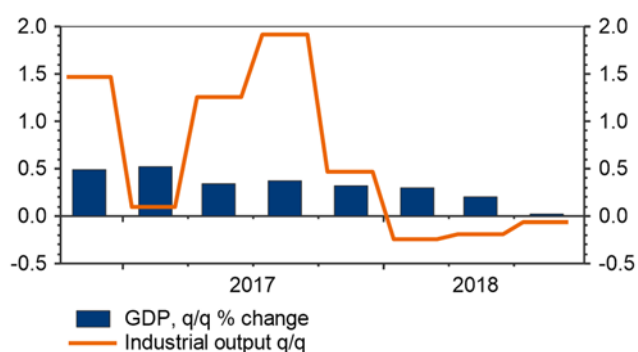
Francia. La stima preliminare indica che nel 3° trimestre il **PIL** ha accelerato a 0,4% t/t da 0,2% t/t, per una variazione annua a 1,5% da 1,7%. La domanda interna ha registrato un avanzamento dello 0,5% t/t da -0,1% t/t, gli investimenti fissi si sono mostrati ancora tonici (+0,9% t/t, stesso ritmo del 2° trimestre) principalmente grazie al contributo di quelli produttivi, mentre gli investimenti delle famiglie retrocedono di -0,2% t/t dopo aver stagnato nel 2° trimestre. Il contributo della domanda interna è quindi pari a 0,5. Le esportazioni nette danno un contributo positivo di un decimo alla formazione del PIL sulla scia di un rimbalzo delle esportazioni superiore a quello dell'import. La crescita acquisita si porta a 1,6%. Nell'ultimo trimestre l'avanzamento del PIL, atteso a 0,3% t/t, non dovrebbe aggiungere nulla in termini annui, che quindi confermiamo nel 2018 all'1,6% da 2,3%. Anche per il 2019 il PIL è atteso a 1,6%.

Italia: PIL invariato nel 3° trimestre. Il PIL italiano è rimasto invariato nel 3° trimestre, dopo essere cresciuto di 0,2% t/t nei tre mesi precedenti. Il dato è risultato di un decimo inferiore alle nostre aspettative. È la prima stagnazione dal 4° trimestre del 2014. **La crescita annua è rallentata a 0,8% da 1,2% precedente** (ai minimi da oltre tre anni).

- Il dettaglio per componenti di domanda non è ancora noto (sarà diffuso dall'Istat il prossimo 30 novembre). Tuttavia, l'agenzia di statistica ha comunicato che:
 - a) il dato è il risultato di una **espansione del valore aggiunto nei servizi e nell'agricoltura a fronte di un arretramento nell'industria** (è da tre trimestri che l'industria non contribuisce sostanzialmente alla crescita, ma nei trimestri precedenti i servizi avevano più che bilanciato tale debolezza);

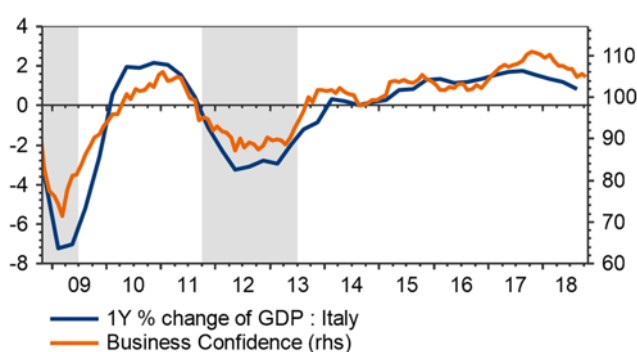
- b) sia la domanda domestica (al lordo delle scorte) che il commercio estero hanno dato un contributo nullo all'attività economica nel trimestre. Anche in questo caso, è da diversi trimestri che il commercio estero non dà un apporto positivo; dal lato della domanda domestica, ci aspettiamo ci sia stato un recupero dei consumi controbilanciato dal calo degli investimenti dopo l'impennata del trimestre precedente; dubbio il ruolo delle scorte, che probabilmente non hanno dato il contributo positivo che si era visto nella prima metà dell'anno.
- La crescita acquisita per il 2018 (ovvero, in caso di stagnazione nel 4° trimestre) è pari all'1%. Occorrerebbe un'accelerazione molto forte nei mesi finali dell'anno (ad almeno 0,4% t/t) per avere un consuntivo 2018 superiore all'1%. Ciò è improbabile, a nostro avviso.
 - Soprattutto, la minore crescita nell'anno in corso abbassa anche le prospettive per l'anno futuro. La nostra stima di una crescita del PIL dello 0,9% nel 2019 (già inferiore al consenso) è soggetta a crescenti rischi verso il basso.

Italia – Il rallentamento del PIL nel corso del 2018 si spiega soprattutto con un mancato apporto da parte del settore industriale



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – Il rallentamento è coerente con le indicazioni giunte dalle indagini



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia. A ottobre, si è registrato un ulteriore aumento della fiducia delle famiglie, ma un arretramento del morale delle imprese.

- La fiducia dei consumatori è aumentata per il secondo mese a 116,6, da 116,1 del mese precedente. Il miglioramento non è diffuso ma riguarda unicamente le aspettative per il futuro, mentre sono peggiorate le condizioni correnti e si è registrato un minor ottimismo per quanto riguarda sia il clima economico nazionale che la situazione personale degli intervistati. Il miglioramento della fiducia è spiegato soprattutto dal maggior ottimismo sul mercato del lavoro: le preoccupazioni delle famiglie sulla disoccupazione sono calate per il secondo mese, su livelli assolutamente positivi a confronto con la media storica. Tra le altre componenti dell'indagine, si registra un peggioramento delle opportunità sia correnti che attese di risparmio.
- L'indice composito sul morale delle aziende diffuso dall'Istat è calato per il terzo mese a ottobre, a 102,6 da 103,6 di settembre. Si tratta di un minimo dal dicembre del 2016. La fiducia delle imprese è calata sia nei servizi che nel commercio, mentre ha visto un recupero nelle costruzioni (tornando non lontana dal massimo da oltre 10 anni toccato lo scorso luglio). Nel settore manifatturiero, il clima di fiducia è tornato a calare, a 104,9 dopo essere salito a sorpresa a 105,6 a settembre. Per trovare un livello più basso, occorre tornare indietro al 2016. Il peggioramento è diffuso, con le uniche eccezioni delle aspettative sugli ordini e sull'occupazione. In calo deciso gli ordini correnti dall'estero, dopo il rimbalzo del mese scorso.

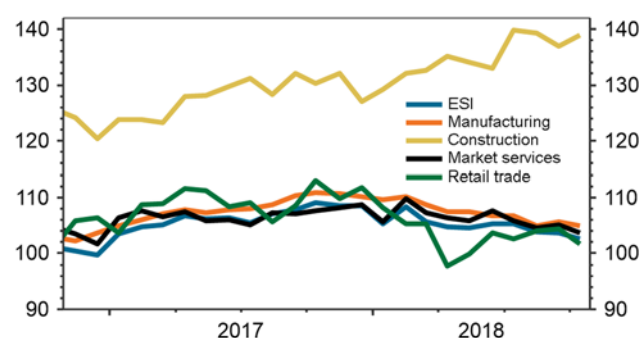
- In sintesi, l'indagine segnala che il morale delle famiglie mantiene un'impostazione positiva, mentre si registra maggiore incertezza dal lato delle imprese. Su ciò potrebbe aver inciso anche l'impostazione della manovra di bilancio, significativamente più espansiva dal lato delle famiglie che delle imprese. Ma sulle aziende, in particolare nel manifatturiero, sembra pesare soprattutto la minore dinamicità della domanda dall'estero.
- Le indagini di ottobre sono dunque miste, ma sembrano prevalere le indicazioni meno ottimistiche, dato che l'indagine di fiducia sulle imprese (in particolare nell'industria) è considerata un indicatore maggiormente anticipatore del ciclo, e visto che il dettaglio della *survey* sulle famiglie non è univocamente positivo. L'elemento in comune tra le due indagini è l'impostazione espansiva del mercato del lavoro, che però potrebbe essere una variabile ritardata del ciclo.
- In ogni caso, dopo la stagnazione del PIL nel 3° trimestre, le indagini non segnalano un recupero spettacolare nei mesi finali dell'anno. Ci aspettiamo nel trimestre corrente un rimbalzo moderato a 0,1-0,2% t/t, che lascerebbe la crescita media nel 2018 a 1% (un decimo in meno rispetto alla nostra precedente stima). L'eredità meno positiva dall'anno in corso implica poi rischi al ribasso sulla nostra stima di 0,9% per il 2019.

Italia - Fiducia delle famiglie e delle imprese



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia - Fiducia delle imprese per settore



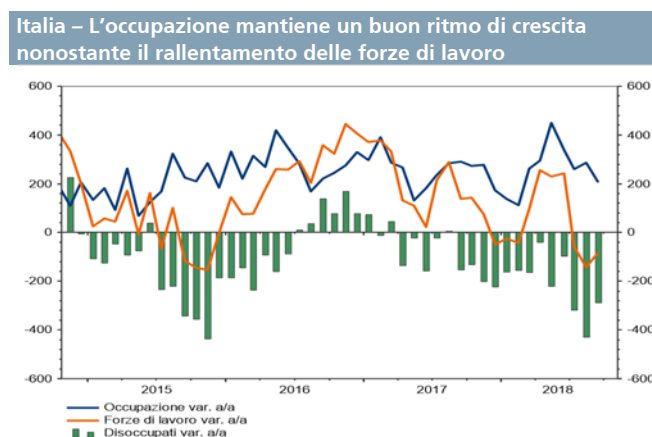
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia. La disoccupazione è tornata a salire a settembre, a 10,1% dopo essere calata nei due mesi precedenti, fino al 9,8% ad agosto (dato rivisto al rialzo di un decimo). **Nel mese si è registrato un calo sia degli occupati che degli inattivi.** Gli occupati sono scesi per il terzo mese negli ultimi quattro (-34 mila unità dopo le +62 mila di agosto). La salita del tasso dei senza-lavoro è stata anche favorita da un calo degli inattivi (-43 mila unità dopo le +51 mila del mese precedente). **A differenza che nel mese precedente, la creazione di posti di lavoro è tornata ad essere limitata ai contratti temporanei** (+27 mila unità rispetto al mese prima, +368 mila rispetto a un anno prima), mentre si registra un calo sia congiunturale che tendenziale per i dipendenti permanenti (-77 mila m/m, -184 mila a/a). In aumento moderato i lavoratori autonomi (+16 mila m/m, +22 mila a/a). **Su base annua, l'occupazione ha perso velocità, a +207 mila unità (+0,9% a/a), tornando a crescere circa in linea con il PIL** (ma il miglioramento tendenziale resta confinato ai contratti temporanei e ai lavoratori ultracinquantenni). **Anche il tasso di disoccupazione giovanile è salito** (per il secondo mese), a 31,6% da 31,3% precedente. Nel mese, la creazione di posti di lavoro è risultata concentrata tra i più giovani (+6 mila unità ovvero +0,6% m/m) e tra gli ultracinquantenni (+22 mila unità ovvero +0,3% m/m). **La classe di età che più fatica a scrollarsi di dosso gli effetti della crisi è quella dei 35-49enni** (-1,6% a/a, che pure diventa +0,6% al netto della componente demografica).

In sintesi, i dati sul mercato del lavoro di settembre non stupiscono e non cambiano di molto il quadro. Ci aspettavamo una risalita della disoccupazione dopo il forte calo di agosto, in quanto i dati estivi sono sempre assai volatili, e una parte rilevante del calo del tasso dei senza-lavoro nei due mesi precedenti era dovuta alla crescita degli inattivi. **In ogni caso, al netto della variabilità su base congiunturale, pensiamo che il tasso di disoccupazione possa mantenere un trend al ribasso nei prossimi mesi.** Il rallentamento del ciclo ancora non appare ancora così severo da determinare un'inversione di tendenza per la disoccupazione. Inoltre, le indagini di ottobre segnalano che le aspettative sui livelli occupazionali sia delle imprese che delle famiglie restano molto ben impostate in prospettiva storica. Naturalmente, c'è maggiore incertezza sul persistere di condizioni espansive sul mercato del lavoro su un orizzonte di medio termine. **Appare troppo presto per collegare il recente andamento del mercato del lavoro agli effetti del cosiddetto "decreto dignità",** in quanto una piena applicazione di tutte le disposizioni normative in esso contenute si avrà solo a partire dal mese prossimo. È possibile che alcune aziende abbiano in qualche modo "anticipato" alcuni contratti di lavoro a tempo determinato, ma si tratta per ora solo di evidenza aneddotica.



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

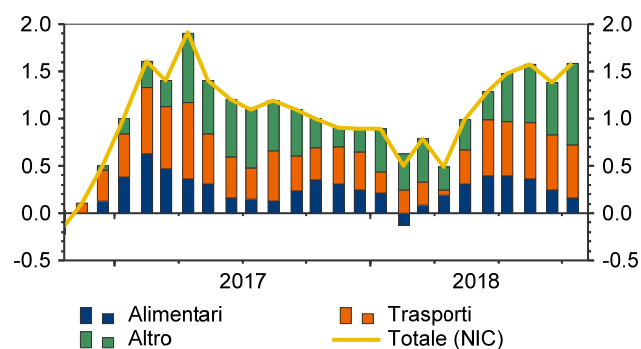
Italia. L'inflazione ha sorpreso verso il basso per il secondo mese a ottobre. L'indice nazionale è salito a 1,6% a/a da 1,4% di settembre (rivisto al ribasso), con prezzi stabili nel mese. La misura armonizzata ha fatto segnare un aumento tendenziale a 1,7% da 1,5% precedente, con rincari di due decimi su base congiunturale. **Significative pressioni al ribasso sono venute da diversi capitoli di spesa:** comunicazioni (-1,4% m/m), servizi ricettivi e di ristorazione (-0,8% m/m), trasporti e istruzione (entrambi -0,7% m/m). Anche le spese per il tempo libero e abbigliamento e calzature hanno fatto segnare un calo dei listini, anche se meno accentuato. **Ampiamente atteso viceversa l'aumento dei prezzi nel capitolo "abitazione, acqua, elettricità e combustibili"** (+1,9% m/m), dovuto al rincaro delle tariffe energetiche (elettricità +7,6%, gas +6,1% secondo quanto comunicato dall'Autorità). **L'inflazione di fondo è salita di un decimo a 0,8% a/a da 0,7% precedente,** ma i prezzi *core* nel mese sono scesi di tre decimi a fronte di un indice generale stabile. **Ottobre ha anche registrato un ulteriore rallentamento dell'inflazione sui beni a più alta frequenza di acquisto (da 2,3% a 2,1% a/a), nonché sul cosiddetto "carrello della spesa" (beni alimentari, per la cura della casa e della persona: da 1,5% a 1% a/a).** Ciò è dovuto principalmente a frutta e verdura fresca.

In sintesi, l'inflazione ha sorpreso verso il basso di recente, e si mantiene significativamente più bassa rispetto alla media dell'eurozona (2,2% a/a a ottobre). Probabilmente, il livello più elevato dell'*output gap* spiega in gran parte questo divario. In ogni caso, ci aspettiamo un'inflazione poco variata negli ultimi mesi dell'anno, e in graduale calo nel corso del 2019. Il recente trend di risalita dell'inflazione è stato meno marcato del previsto, ed è rimasto confinato all'energia. **Non ci sono segnali di significativa risalita della tendenza di fondo.**

Italia – Inflazione *headline* e *core* (stime Intesa Sanpaolo)

Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

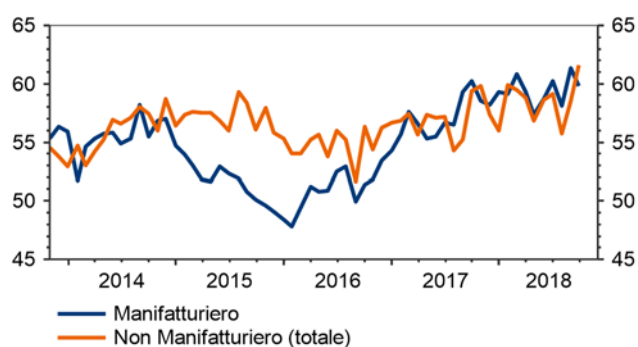
Italia – Contributo di alcuni capitoli di spesa



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

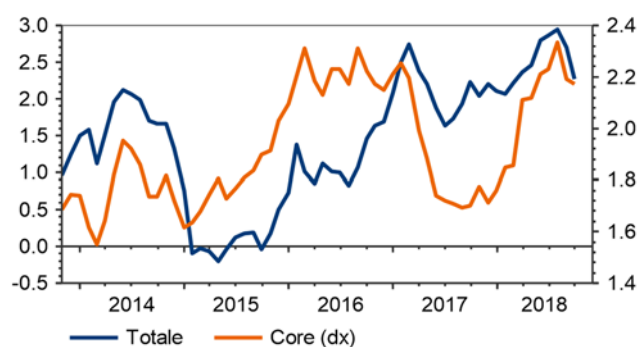
Stati Uniti

Indagini ISM



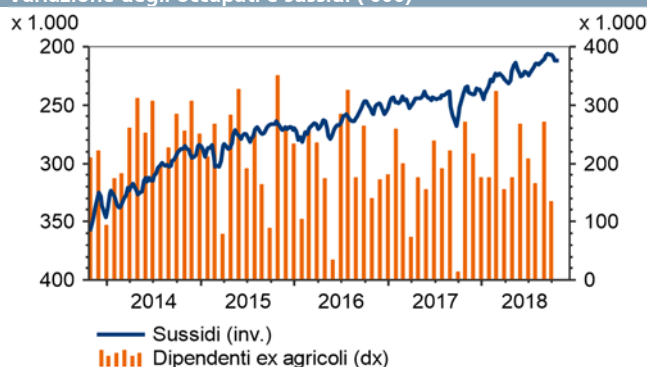
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI – Var. % a/a



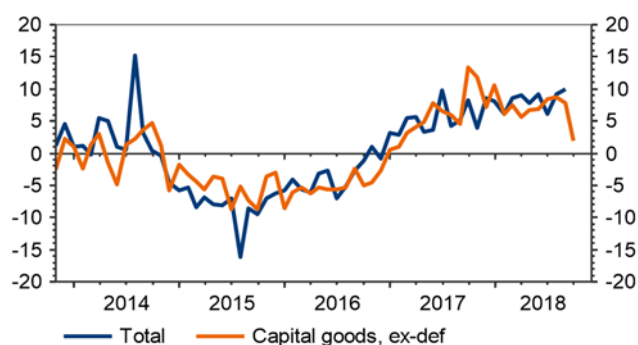
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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

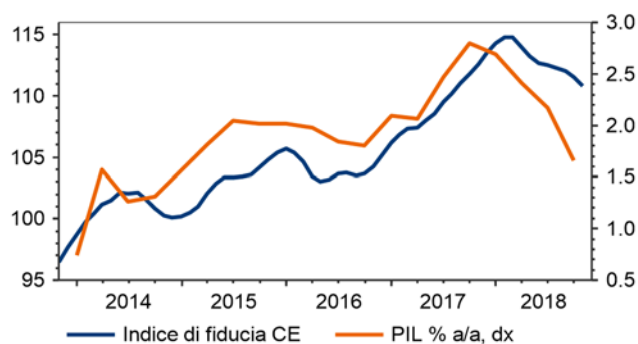
Previsioni

	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	3.0	3.0	2.6
- trim./trim. annualizzato				2.8	2.3	2.2	4.2	3.5	2.2	2.2	2.5
Consumi privati	2.5	2.7	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	4.0	3.1	2.7	2.4
IFL - privati non residenziali	5.3	6.6	4.2	3.4	4.8	11.5	8.7	0.8	4.1	4.2	5.0
IFL - privati residenziali	3.3	0.1	0.4	-0.5	11.1	-3.4	-1.3	-4.0	2.0	0.6	1.2
Consumi e inv. pubblici	-0.1	1.7	2.1	-1.0	2.4	1.5	2.5	3.3	2.0	2.1	2.0
Esportazioni	3.0	4.2	2.1	3.5	6.6	3.6	9.3	-3.5	3.3	1.8	2.4
Importazioni	4.6	4.5	3.4	2.8	11.8	3.0	-0.6	9.1	1.2	3.8	3.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	0.1	1.2	-1.1	0.3	-1.5	2.4	-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

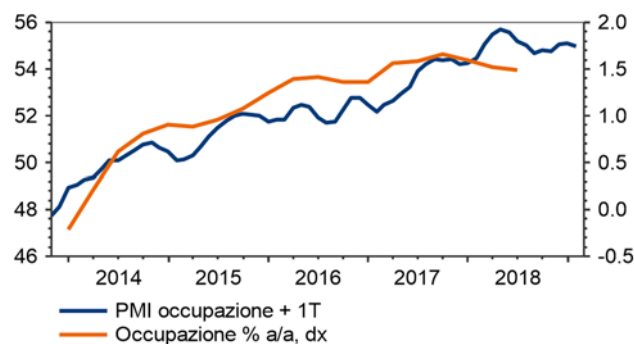
Area euro

PIL



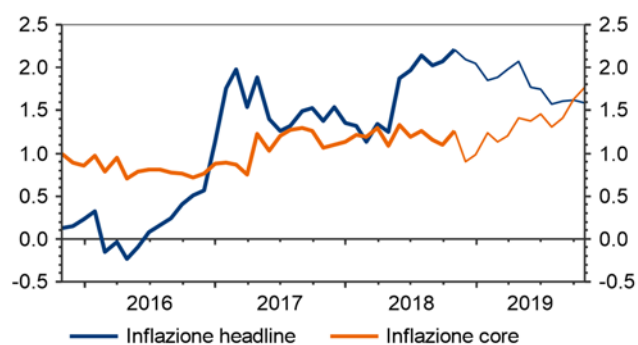
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2017	2018	2019
gennaio	1.8	1.3	1.8
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	1.7
luglio	1.3	2.1	1.6
agosto	1.5	2.0	1.6
settembre	1.6	2.0	1.6
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	2018p	2019p	2017		2018				2019	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	1.9	1.6	2.8	2.7	2.4	2.2	1.7	1.4	1.4	1.4
- t/t				0.7	0.7	0.4	0.4	0.2	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	-0.1	-0.1	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	1.7	1.5	1.4	1.3	1.7	2.1	2.1	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	-0.32	-0.24	-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

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.