

## Il punto

**Brexit:** il 15 gennaio il Parlamento sarà finalmente chiamato a votare sul Trattato di Recesso dall'UE. Si prospetta una sconfitta del governo. Il piano alternativo potrebbe essere presentato entro tre giorni, in base a una mozione approvata questa settimana, invece che entro 21 giorni. L'unico piano alternativo di sicura implementazione è quello di *managed no-deal Brexit*. Le altre opzioni, come quella di indire un nuovo referendum, richiedono (1) il formarsi di maggioranza bipartisan, (2) collaborazione del governo, (3) un'estensione ampia del periodo negoziale oltre il 29 marzo (anni, non mesi). Una crisi di governo e nuove elezioni, possibili in caso di ampia sconfitta, renderebbero la situazione ancora più agghiacciata.

**Area euro:** le sorprese negative dai dati riflettono ancora fattori transitori, l'Eurozona crescerà al potenziale già nel 2019, meno rispetto alle stime BCE ma non è recessione.

**Federal Reserve:** tutti i recenti interventi dei partecipanti al FOMC hanno sottolineato che è opportuno essere pazienti e attendere prima di muovere ancora, pur mantenendo un sentiero dei tassi in limitato rialzo. Per ora, quindi prevediamo una pausa di qualche riunione nel sentiero dei tassi. Anche i verbali della riunione di dicembre mostrano un FOMC "paziente e flessibile".

## I market mover della settimana

Nell'Eurozona il calendario della terza settimana di gennaio è abbastanza povero di dati. Il focus sarà sull'esito del voto inglese del 15 gennaio alla Camera dei Comuni sul Trattato di Recesso. In calendario anche la produzione industriale Eurozona di novembre, attesa in forte calo sulla scia dei dati negativi di Germania, Francia, Italia e Spagna. Le seconde stime dovrebbero confermare l'inflazione di dicembre in rallentamento ovunque: all'1,6% per l'area euro, all'1,7% in Germania, all'1,9% in Francia e all'1,2% in Italia.

La settimana ha molti dati in uscita negli Stati Uniti. Le prime indagini del manifatturiero a gennaio dovrebbero stabilizzarsi su livelli moderatamente espansivi, frenando i timori di un forte rallentamento; invece la fiducia dei consumatori dovrebbe flettere sulla scia della chiusura degli uffici federali. I dati di dicembre dovrebbero essere ancora solidi, con una dinamica sostenuta delle vendite al dettaglio e della produzione industriale e una modesta ripresa dei cantieri residenziali. Sul fronte dei prezzi di dicembre, si dovrebbe vedere ancora l'influenza del calo del prezzo del petrolio, con una correzione di PPI e prezzi all'import; il PPI core però dovrebbe essere in linea con il trend moderatamente positivo del 2018. Il Beige Book dovrebbe ancora mostrare uno scenario positivo e potrebbe riportare eventuali effetti sull'attività causati dalla chiusura degli uffici federali.

11 gennaio 2019

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and  
Fixed Income Research

Luca Mezzomo  
Responsabile

Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi  
Economista - Area euro

Paolo Mameli  
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni  
Economista - Area Euro

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 11.01.2019

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

## Il punto

**Brexit: il 15 gennaio il Parlamento sarà finalmente chiamato a votare sul Trattato di Recesso dall'UE.** Si prospetta una sconfitta del governo. **Il piano alternativo potrebbe essere presentato entro tre giorni**, in base a una mozione approvata questa settimana, invece che entro 21 giorni. L'unico piano alternativo di sicura implementazione è quello di *managed no-deal Brexit*. Le altre opzioni, come quella di indire un nuovo referendum, richiedono (1) il formarsi di maggioranza bipartisan, (2) collaborazione del governo, (3) un'estensione ampia del periodo negoziale oltre il 29 marzo (anni, non mesi). Una crisi di governo e nuove elezioni, possibili in caso di ampia sconfitta, renderebbero la situazione ancora più aggroviata.

- **Il *meaningful vote* della Camera dei Comuni sul Trattato di Recesso firmato dal governo britannico e dall'UE è ora in agenda il 15 gennaio. Al momento, nessuno dubita che il Parlamento boccherà il Trattato.** Le concessioni annunciate dal governo nella seduta di mercoledì sono già state bollate come "cosmetiche e insignificanti" dal DUP, il partito unionista nord-irlandese che fornisce appoggio esterno al governo conservatore di minoranza. Non si può escludere che il governo provi a rinviare ancora il voto, esattamente come a dicembre. Però non si capisce quali fatti nuovi potrebbero maturare dopo il 15 gennaio che possano convincere i contrari, dato che la questione è ormai chiusa per l'UE: si tratterebbe alla fine soltanto di un nuovo passo verso una *no-deal Brexit*. Negli ultimi giorni il governo ha subito due sconfitte su emendamenti che hanno visto circa due decine di deputati conservatori votare con le opposizioni. Uno di questi emendamenti chiede al governo, in caso di bocciatura del Trattato, di **presentare un piano alternativo entro 3 giorni**, invece dei 21 previsti dal Withdrawal Bill. **Ma quale può essere il piano alternativo, a questo punto?**
- L'unico piano alternativo finora prospettato dal governo è costituito da **una uscita senza accordo alla scadenza del 29 marzo, ma mitigata da intese tecniche e misure di contenimento del danno.** Tale piano è sicuramente implementabile, anche se le conseguenze economiche di brevissimo termine sono molto incerte e, potenzialmente, piuttosto negative. Non richiede di riaprire negoziati ad alto livello, né di ottenere estensioni del periodo negoziale. Una *no deal Brexit*, inoltre, è lo scenario preferito dell'ala oltranzista del partito conservatore, che ha sempre visto l'accordo come un tradimento dello spirito del referendum.
- **Se in Parlamento esiste una maggioranza trasversale a sostegno di altre soluzioni, come un secondo referendum, dovrà scoprire le sue carte in occasione della presentazione del piano B del governo.** La mozione del governo potrà infatti essere emendata dal Parlamento, che non potrà semplicemente limitarsi a respingerla. In particolare, **i laburisti dovranno decidere se continuare a premere per nuove elezioni** (con il rischio di non avere i voti per rovesciare il governo conservatore, se il DUP voterà la fiducia), **o se schierarsi finalmente a favore di un secondo referendum.** Entrambe le opzioni implicano che il governo richieda un'estensione del periodo negoziale agli altri Stati membri dell'UE, che devono essere tutti d'accordo perché sia concessa. Al momento, Corbyn continua a puntare sulla prima opzione. Tuttavia, in caso di dimissioni Theresa May potrebbe essere rimpiazzata da un altro conservatore, attraverso un processo interno al partito. E non è probabile che DUP e conservatori moderati voterebbero contro la fiducia al governo. Inoltre, in caso di elezioni, soprattutto se la posizione dei laburisti su Brexit rimanesse ambigua come ora, un'estensione del periodo negoziale non sarebbe necessariamente nell'interesse di tutti gli Stati membri dell'UE: sebbene probabile, quindi, non è necessariamente certa. Infine, anche se sarà concessa non potrà essere che per un periodo di tempo o brevissimo o molto lungo, intersecandosi con l'elezione del Parlamento europeo (23-26 maggio) e con il rinnovo delle cariche dell'Unione. D'altra parte, anche indire un secondo referendum potrebbe richiedere almeno sei mesi. **Qualsiasi scenario diverso da una no-deal Brexit richiede ormai un'estensione del periodo negoziale.**
- Come potrebbe essere formulato un secondo referendum? Una possibilità è che si tenga un singolo voto su 3 opzioni (Brexit con accordo, Brexit senza accordo e *remain*, cioè rinuncia al recesso). Il meccanismo del singolo voto dovrebbe prevedere la possibilità di indicare una seconda opzione. Il secondo meccanismo ipotizzabile è quello del doppio referendum, prima fra Brexit e Remain, poi fra no-deal e deal se nel primo vince di nuovo l'opzione di uscire.

**Area euro: le sorprese negative dai dati riflettono ancora fattori transitori**, l'Eurozona crescerà al potenziale nel 2019, meno delle stime BCE, ma non è recessione.

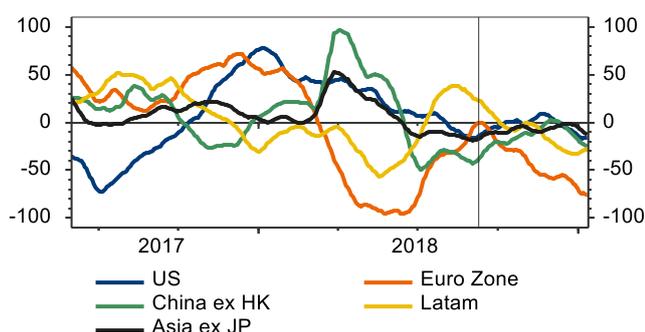
La debolezza dei dati è spiegata, almeno in parte, ancora da fattori transitori: impatto dei cambiamenti normativi sulle auto diesel e manifestazioni delle giubbe gialle in Francia. Stimiamo che l'adattamento della produzione di auto in Germania abbia sottratto circa mezzo punto alla crescita del PIL tedesco, con ripercussioni severe anche per l'industria dell'auto in Italia. È possibile che la crescita dei principali paesi Eurozona, fatta eccezione per la Spagna, si aggiri intorno allo zero anche nei mesi finali di quest'anno.

I fondamentali solidi per consumi e investimenti dovrebbero sostenere un rimbalzo della domanda interna all'inizio di quest'anno. La svolta della politica fiscale dovrebbe limitare gli effetti delle recenti sorprese negative. Tuttavia, l'uscita più debole delle attese dallo scorso anno lascia la media 2018 all'1,8% da un precedente 1,9% e la crescita 2019 all'1,4% da un precedente 1,5%, al di sotto delle stime BCE di dicembre scorso (1,7%) ma ancora circa in linea con il potenziale. Se le sorprese negative dai dati si riveleranno, come pensiamo, in larga misura transitorie, la BCE cercherà di avviare un ciclo di rialzi nella seconda metà di quest'anno.

- **I dati macroeconomici europei hanno continuato a sorprendere negativamente.** Aleggja il rischio di una recessione tecnica in Germania, dopo i dati deludenti di produzione e immatricolazioni auto di novembre. Con la produzione industriale in profondo rosso (-1,7% t/t) e indicazioni di rallentamento anche dei servizi, il PIL tedesco difficilmente crescerà più di 0,1% t/t. È stata ancora l'auto a frenare l'attività, probabilmente per le difficoltà di adeguare le linee produttive alla nuova normativa UE e come contraccolpo del *boom* di vendite che ha preceduto il cambio di normativa. Stimiamo che il crollo della produzione di auto (-11% t/t da giugno a novembre in termini cumulati) abbia pesato sulla crescita tedesca per circa 0,5%, dal momento che l'auto ha un peso rilevante (4,7%) nella formazione del valore aggiunto. Dai primi mesi del 2019 dovrebbe vedersi un graduale recupero di produzione industriale e PIL: gli ordini di auto sono cresciuti dell'8,6% negli ultimi due mesi e i dati di commercio estero per destinazione geografica (disponibili sino ad ottobre) indicano una tenuta dei flussi commerciali verso l'Asia ed altre economie emergenti. I fondamentali per consumi e investimenti in Germania restano più che solidi, inoltre il paese può permettersi un uso ben più attivo della politica fiscale rispetto a quanto previsto dalla legge di bilancio 2019. Riteniamo, quindi, che se pur dovesse verificarsi un calo del PIL anche nei mesi autunnali, si tratterebbe di una mini recessione "tecnica" dovuta a fenomeni transitori.
- In Francia, il quadro non è promettente: il PMI servizi indica una contrazione nei mesi autunnali, ma anche in questo caso dovrebbe trattarsi di un fenomeno temporaneo legato alle proteste dei gilet gialli. Tuttavia, la Francia dovrebbe essere in grado di crescere ancora al trend nel 2019 (1,3%): non dimentichiamo che in risposta alle proteste di strada il Presidente Macron ha annunciato una massiccia espansione fiscale (+11 miliardi tra minori entrate e maggiori spese finanziati in deficit) che eleverà il deficit al di sopra del 3%.
- Anche il quadro economico italiano è debole: la produzione industriale è crollata a novembre, in parte sulla scia della debolezza tedesca, e il rischio che la crescita del PIL resti in territorio negativo non è trascurabile. Tra i big dell'area, solo la Spagna dovrebbe essere cresciuta a ritmi ancora sostenuti (0,5% t/t) nei mesi finali del 2018, grazie ad una migliore tenuta dei consumi.
- Riconosciamo, quindi, il rischio che la crescita Eurozona a fine 2018 possa rivelarsi anche più debole dello 0,2% t/t dei mesi estivi. Riteniamo che il 2018 chiuderà all'1,8% da una precedente stima dell'1,9%. L'uscita più debole delle attese dallo scorso anno lima la crescita media 2019 all'1,4% da un precedente 1,5%. A nostro avviso, il rischio di recessione rimane contenuto, dati i fondamentali solidi per consumi e investimenti. Inoltre, la svolta della politica fiscale dovrebbe limitare gli effetti delle recenti sorprese negative. Tuttavia, riconosciamo che il rallentamento potrebbe rivelarsi più intenso di quanto atteso dalla stessa BCE a metà dicembre (1,7% nel 2019-20).

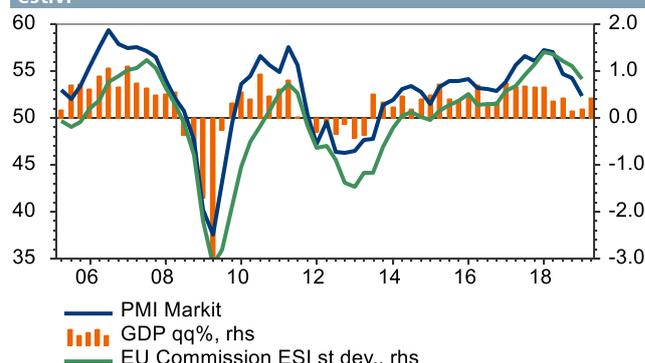
- Con una crescita vicina al trend dopo i tassi di espansione euforici del 2016-17, pensiamo sia ancora ragionevole aspettarsi un aumento dell'inflazione *core* nei prossimi mesi, dato il calo della disoccupazione sui livelli pre-crisi evidenziato dai dati di novembre. I mercati hanno rivisto sensibilmente al ribasso le attese di rialzo dei tassi e scontano, a mala pena, un rialzo a fine 2019. Riteniamo altresì che la BCE cercherà di portare il tasso sui depositi a zero per marzo 2020. Con un tasso di crescita nominale del 2,8%, tassi a zero sarebbero ancora ampiamente accomodanti. Ma la cautela, in questo contesto di elevata incertezza, è d'obbligo.

#### Le sorprese negative dai dati non si fermano



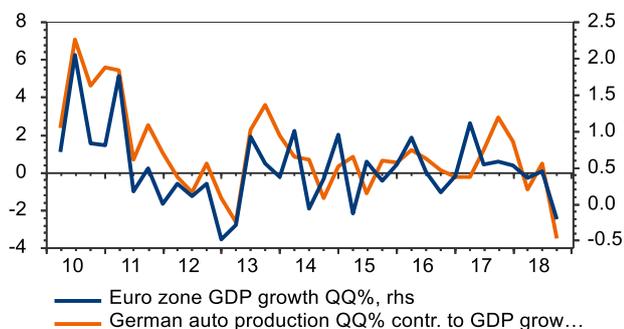
Fonte: Datastream Thomson Reuters

#### PMI ed ESI indicano una crescita anche più debole che nei mesi estivi



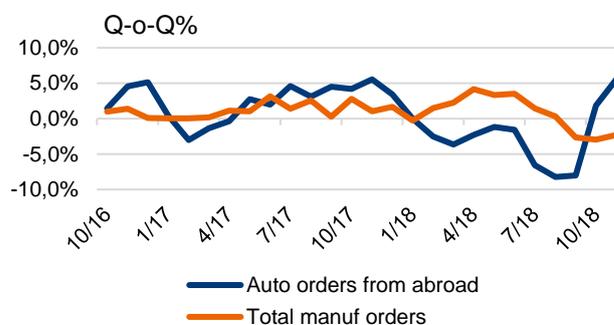
Fonte: Datastream Thomson Reuters

#### Il crollo della produzione di auto riteniamo peserà sulla crescita del PIL tedesco anche a fine 2018



Fonte: Datastream Thomson Reuters

#### Il rimbalzo degli ordini di auto in Germania fa sperare in un recupero di produzione a inizio 2019



Fonte: Datastream Thomson Reuters

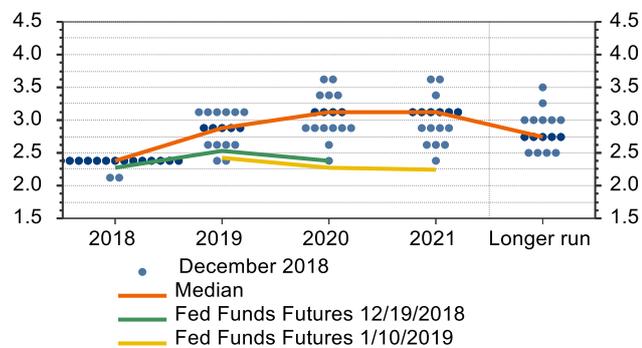
**Federal Reserve:** tutti i recenti **interventi** dei partecipanti al FOMC hanno sottolineato che è opportuno essere **pazienti** e attendere prima di muovere ancora, pur mantenendo un sentiero dei tassi in limitato rialzo. Per ora, quindi prevediamo una **pausa di qualche riunione nel sentiero dei tassi**. Anche i **verbali della riunione di dicembre** mostrano un FOMC "paziente e flessibile".

- **Powell** ha ripetuto il messaggio inviato in modo corale dal FOMC a partire da inizio anno: la Fed "può essere paziente e flessibile e vedere quello che evolverà". Sul futuro della politica monetaria, Powell ha reiterato che "non c'è un sentiero predeterminato per i tassi" e che la Banca centrale terrà conto della restrizione delle condizioni finanziarie registrata di recente. Il Presidente della Fed ha anche segnalato **disponibilità ad agire preventivamente**, abbassando il sentiero dei tassi e "cercando di far compensare dalla politica monetaria la debolezza prima ancora che avvenga". Powell ha sottolineato che l'economia americana è "solida" e che la principale preoccupazione riguarda la crescita globale, e in particolare quella cinese.

L'influenza del ciclo mondiale su quello USA è incerta, ma è probabilmente maggiore che in passato. Anche **Clarida** (vice-presidente Fed) ha dato indicazioni di flessibilità e pazienza e ha esplicitamente citato crescita globale debole e condizioni finanziarie più restrittive come freni al sentiero dei tassi della Fed.

- Fra i presidenti delle Fed regionali finora più *hawkish*, Rosengren e Evans hanno spostato le loro posizioni verso la "pazienza". **Rosengren** (Boston Fed) ha detto che al momento ci sono due possibili scenari, piuttosto diversi fra loro: "rallentamento economico implicito nei mercati finanziari o crescita un po' al di sopra della crescita del PIL potenziale, coerente con le previsioni economiche". Secondo Rosengren si può "aspettare per maggiore chiarezza prima di aggiustare la politica" attuale che "sembra appropriata per ora". Pertanto si "possono osservare pazientemente gli sviluppi economici futuri". Rosengren era uno dei partecipanti al FOMC più preoccupati dei rischi di tassi troppo bassi troppo a lungo. Ora il Presidente della Boston Fed mantiene la sua visione positiva di crescita moderatamente sopra il potenziale, e ritiene (come forse anche Powell) che **i mercati stiano eccedendo in pessimismo**. Secondo **Evans** (Chicago Fed, con l'inflazione senza pressioni verso l'alto, la Fed "ha una buona capacità di aspettare e valutare attentamente i dati in arrivo e gli altri sviluppi" prima di modificare la politica monetaria. Se ci saranno informazioni in contrasto con il suo scenario o la sua valutazione dei rischi allora sarebbe pronto a modificare il proprio sentiero atteso dei tassi. Evans ha sottolineato che si sono accumulati fattori di rischio verso il basso, fra cui crescita mondiale, politica commerciale e possibile restrizione fiscale. Ciò non toglie che ci siano anche rischi verso l'alto: se la crescita dovesse proseguire e i rischi verso il basso si dovessero dissipare, allora Evans favorirebbe altri rialzi con un punto di arrivo marginalmente al di sopra della neutralità. Fra i partecipanti al FOMC dal lato delle colombe, si è confermata la visione favorevole a una pausa sui tassi da parte di **Kashkari** (Minneapolis Fed). **Bullard** (St Louis Fed), da tempo dell'opinione che i tassi non dovrebbero più salire, ha ribadito che ulteriori rialzi potrebbero portare l'economia in recessione. Anzi, Bullard ha detto che sarebbe pronto a tagliare i tassi in caso di rallentamento inatteso di crescita e/o inflazione.
- **I verbali della riunione del FOMC** di dicembre danno un messaggio più *dovish* di quello che aveva dato Powell durante la conferenza stampa post-riunione, e delineano un quadro più simile a quello dei recenti discorsi, incluso quello di Powell del 5 gennaio. Nei verbali si legge che già a metà dicembre i timori sulla crescita mondiale e sui dazi, insieme alla volatilità dei mercati avevano reso "l'entità e i tempi di ulteriori rialzi meno chiari che in precedenza". I verbali riportano che proprio queste preoccupazioni avevano indotto il Comitato a modificare il testo del comunicato cercando di evidenziare l'aumento di incertezza sul sentiero di rialzi e la possibilità che non ci fosse nel 2019 una cadenza di interventi trimestrali come nel 2018. Infatti, "molti" partecipanti ritenevano che, con l'inflazione sempre bassa, "il comitato potesse permettersi di essere paziente riguardo a ulteriore restrizione". Inoltre "un numero" di partecipanti (come emerge dai discorsi) pensavano anche che prima di muovere ancora "fosse importante valutare fattori" di debolezza recenti. Powell aveva fatto riferimento alla pazienza nella conferenza stampa, ma il messaggio era decisamente meno centrale rispetto al resto della comunicazione del Presidente. Può essere anche che la stesura dei verbali (che non sono una trascrizione dettagliata della riunione) abbia dato più peso alla parte *dovish* della discussione, lasciando in ombra posizioni più *hawkish*. Infine, sul bilancio i verbali riportano il proseguimento della discussione sul bilancio e sottolineano che la riduzione del portafoglio non deve essere uno strumento di policy. Per ora il consenso è per la prosecuzione del calo dei reinvestimenti di Treasury, anche se si è discussa la possibilità di considerare la vendita di MBS una volta che il livello dei titoli governativi sia arrivato alla soglia desiderata. In conclusione, i verbali (in linea con i discorsi recenti) mostrano un **consenso nel FOMC per una pausa di qualche riunione** nel sentiero dei rialzi, che però potrebbe riprendere nella parte centrale dell'anno, se i rischi verso il basso rientreranno.

Le parole della Fed da inizio gennaio hanno cercato di chiudere almeno in parte il distacco dalla visione del mercato



Fonte: Thomson Reuters Datastream

La riduzione del bilancio per ora prosegue con il pilota automatico



Fonte: Thomson Reuters Datastream

## I market mover della settimana

Nell'**Eurozona** il calendario della terza settimana di gennaio è abbastanza povero di dati. Il focus sarà sull'esito del voto inglese del 15 gennaio alla Camera dei Comuni sul Trattato di Recesso. In calendario anche la produzione industriale Eurozona di novembre, attesa in forte calo sulla scia dei dati negativi di Germania, Francia, Italia e Spagna. Le seconde stime dovrebbero confermare l'inflazione di dicembre in rallentamento ovunque: all'1,6% per l'area euro, all'1,7% in Germania, all'1,9% in Francia e all'1,2% in Italia.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini del manifatturiero a gennaio dovrebbero stabilizzarsi su livelli moderatamente espansivi, frenando i timori di un forte rallentamento; invece la fiducia dei consumatori dovrebbe flettere sulla scia della chiusura degli uffici federali. I dati di dicembre dovrebbero essere ancora solidi, con una dinamica sostenuta delle vendite al dettaglio e della produzione industriale e una modesta ripresa dei cantieri residenziali. Sul fronte dei prezzi di dicembre, si dovrebbe vedere ancora l'influenza del calo del prezzo del petrolio, con una correzione di PPI e prezzi all'import; il PPI *core* però dovrebbe essere in linea con il trend moderatamente positivo del 2018. Il Beige Book dovrebbe ancora mostrare uno scenario positivo e potrebbe riportare eventuali effetti sull'attività causati dalla chiusura degli uffici federali.

### Lunedì 14 gennaio

#### Area euro

- La **produzione industriale** è attesa in calo dell'1,2% m/m a novembre da 0,2% m/m precedente, sulla scia della forte e generalizzata contrazione registrata in Germania, Francia, Italia e Spagna. La variazione annua passerebbe a -2,0% da 1,2%. Se confermato, il dato lascerebbe la produzione in rotta per un calo dello -0,6% t/t a fine anno (da +0,1% t/t nel terzo trimestre).

### Martedì 15 gennaio

- **Germania.** I conti annuali dovrebbero mostrare la crescita del **PIL** tedesco a 1,5% nel 2018, in rallentamento dal 2,2% del 2017. I dati annuali forniranno indicazioni sulla crescita nel 4° trimestre che rischia di essere solo marginalmente positiva, dato l'andamento deludente della produzione industriale.
- **Regno Unito.** Si attende il cosiddetto "voto significativo" della Camera dei Comuni sul Trattato di Recesso concordato dal governo con l'UE. Il voto, inizialmente previsto a dicembre, era poi stato rinviato a causa della forte e trasversale opposizione parlamentare, che rischiava di tradursi in una umiliante sconfitta per il governo May. Negli ultimi giorni, il governo è stato sconfitto due volte su emendamenti connessi a Brexit. Nel secondo di questi, relativo a una mozione d'ordine, il Parlamento ha chiesto al governo di presentarsi entro tre giorni da un'eventuale bocciatura dell'accordo (che pare lo scenario più probabile), con un piano alternativo. L'unico *piano B* prospettato dal governo è per ora quello di una *managed no-deal Brexit* alla scadenza del 29 marzo (che, peraltro, è anche l'unico automaticamente conseguibile). Altri scenari richiedono che si formino maggioranze parlamentari alternative al momento non evidenti, che il governo proceda quindi a richiedere all'UE un'ampia estensione del periodo negoziale, che tutti gli altri 27 Stati membri concedano di accordarla e che, successivamente, si negozi un trattato di recesso alternativo (possibile soltanto se implica un legame più stretto con l'UE) oppure che il Regno Unito rinunci ad uscire.
- **Francia.** La seconda lettura dovrebbe confermare che a dicembre i **prezzi al consumo** sono rimasti fermi sull'indice nazionale e sono cresciuti di 0,1% m/m sull'armonizzato. Di riflesso anche l'inflazione dovrebbe essere confermata in rallentamento di tre decimi all'1,6%

dall'1,9% sulla misura nazionale e all'1,9% dal 2,2% su quella armonizzata. In media annua l'inflazione armonizzata sarebbe quindi salita al 2,1% dall'1,2% del 2017 su spinta dei rincari di energia, tabacco e beni manufatti. Per l'anno in corso prevediamo un rallentamento attorno all'1,5%.

#### Stati Uniti

- L'indice **Empire** della NY Fed a gennaio dovrebbe essere in modesto rialzo, a 12,5, dopo l'ampio calo a 10,9 a dicembre. Tutte le indagini regionali avevano segnato correzioni in autunno e anticipato la correzione dell'ISM di dicembre. Per ora le informazioni sull'attività restano coerenti con una crescita moderata, anche se potenzialmente volatile per via dei dazi e della chiusura degli uffici governativi.
- Il **PPI** a dicembre è previsto in calo di -0,2% m/m, dopo +0,1% m/m di novembre, trainato verso il basso dalla correzione del prezzo del petrolio. L'indice al netto di alimentari ed energia dovrebbe aumentare di 0,1% m/m dopo +0,3% m/m di novembre, con un rallentamento nel comparto dei servizi, ma un trend costante intorno a +0,2% m/m.

#### Mercoledì 16 gennaio

#### Area euro

- **Germania.** La seconda stima dovrebbe confermare l'**inflazione** in calo all'1,7% da 2,2% sulla misura nazionale e da 2,3% su quella armonizzata. Nel mese i prezzi al consumo dovrebbero essere confermati in crescita di 0,1% m/m in termini nazionali e di 0,3% m/m in termini armonizzati. In media annua l'inflazione tedesca dovrebbe quindi aver accelerato di due decimi all'1,9% dall'1,7% del 2017.
- **Italia.** La seconda stima dovrebbe confermare l'**inflazione** in calo a 1,1% a/a (1,2% secondo l'indice armonizzato), da 1,6% di novembre. Nel mese i prezzi al consumo dovrebbero essere confermati in calo di un decimo su entrambi gli indici. Le maggiori pressioni al ribasso sono venute dai carburanti. Anche l'inflazione *core* dovrebbe essere confermata in calo, per quanto marginale (a 0,6% da 0,7%). In prospettiva, sembra iniziato un trend al ribasso per il CPI, che potrebbe caratterizzare buona parte del 2019. Tale trend è dovuto principalmente all'energia, ma non ci sono segnali di risalita nemmeno delle componenti *core*.

#### Stati Uniti

- I **prezzi all'import** dovrebbero proseguire sul trend in calo causato dal persistente crollo del prezzo del petrolio, segnando un calo di -1,1% m/m dopo -1,6% m/m di novembre. I prezzi al netto del petrolio dovrebbero essere invariati.
- Le **vendite al dettaglio** dovrebbero essere solide, in aumento di 0,3% m/m, sulla scia di una stagione natalizia particolarmente positiva per il commercio al dettaglio e di una correzione ancora ampia del prezzo della benzina. Le vendite al netto delle auto sono previste in aumento di 0,2% m/m. L'aggregato "control" (al netto di auto, benzina, materiali da costruzione e alimentari) che entra direttamente nella definizione dei consumi, dovrebbe segnare un rialzo sostenuto, intorno a 0,4% m/m, e puntare a una chiusura d'anno con consumi in crescita ancora forte.
- La Fed pubblica il **Beige Book** in preparazione per la riunione del FOMC di fine dicembre. Il rapporto sarà utile per valutare se le imprese restano ottimiste sulle prospettive cicliche, nonostante l'indebolimento dell'economia globale e l'incertezza politica. Dal Beige Book potrebbe emergere se ci sono effetti dalla chiusura degli uffici federali in atto dal 22 dicembre sull'attività delle imprese. Sul fronte del mercato del lavoro si dovrebbe confermare la difficoltà a reperire manodopera e il moderato trend verso l'alto dei salari, a fronte di una correzione dei costi delle materie prime.

## Giovedì 17 gennaio

## Area euro

- La seconda stima dovrebbe confermare l'**inflazione** in calo a 1,6% da un precedente 1,9% a dicembre su scia del crollo del prezzo del petrolio nei mesi finali del 2018. La misura *core* preferita dalla BCE dovrebbe altresì essere confermata a 1,1%, stabile rispetto a novembre. Sul mese i prezzi al consumo dovrebbero essere rimasti fermi dopo il calo di -0,2% m/m di novembre. La brusca frenata di dicembre non dovrebbe aver modificato la media annua 2018 all'1,7% da 1,5% del 2017. Il sentiero dell'inflazione rimane incerto e legato all'andamento del prezzo del greggio che ci aspettiamo risalire verso i 70 dollari da marzo / aprile. La dinamica core dovrebbe accelerare verso l'1,5%, per effetto del minor *slack* nell'economia.

## Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a gennaio dovrebbe segnare un modesto aumento a 10 da 9,4 di dicembre. Il forte calo dell'ISM di dicembre ha riportato l'indagine nazionale su livelli coerenti con quelli delle indagini regionali che si erano ridimensionate in autunno dai livelli molto elevati dei trimestri precedenti. Pertanto non si dovrebbe avere una correzione ulteriore per l'indice della Philly Fed.
- I nuovi **cantieri residenziali** a dicembre sono previsti in aumento a 1,265 mln, da 1,256 mln di novembre, visto l'aumento solido degli occupati nel settore e grazie al clima favorevole. Il trend dovrebbe restare in calo, alla luce del crollo della fiducia dei costruttori di case registrato nella parte finale del 2018. Le **licenze** dovrebbero invece correggere, a 1,270 mln, dopo il forte rialzo di novembre (a 1,328 mln), riportandosi vicino alla media degli ultimi sei mesi.

## Venerdì 18 gennaio

## Stati Uniti

- La **produzione industriale** a dicembre è prevista in rialzo di 0,3% m/m, dopo +0,6% m/m di novembre. Il manifatturiero dovrebbe vedere un aumento solido, vicino a 0,4% m/m, alla luce dei dati dell'*employment report* sulle ore lavorate e sugli occupati nel settore. L'estrattivo dovrebbe essere poco variato, mentre le utility dovrebbero registrare una correzione legata al clima mite.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a gennaio (preliminare) dovrebbe correggere a 95 da 98,3 di dicembre, sulla scia della chiusura degli uffici federali, dell'incertezza politica e della volatilità del mercato azionario.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (14 – 19 gennaio)										
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Pubblicazione in sospenso per la chiusura degli uffici federali degli Stati Uniti		USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		nov	-77.2	Mld \$		-75.5	
		USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	nov	0.544	Mln	0.560	0.565	
		USA	Spesa in costruzioni		nov	-0.1	%	0.2	0.3	
		USA	Ordinativi industriali m/m		nov	-2.1	%	0.2		
		USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	nov	prel 0.8	%			
		USA	Ordin. beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	nov	prel -0.4	%			
Lun	14/1	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	nov	0.2	%	-1.0	-1.2
Mar	15/1	08:45	FRA	IPCA a/a finale		dic	prel 1.9	%		1.9
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	dic	-0.2	%		0
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	dic	prel 0.1	%		0.1
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		dic	prel 1.2	%	1.2	1.2
		09:00	GER	PIL annuale		2018	2.2	%	1.5	1.5
		14:30	USA	PPI m/m		dic	0.1	%	-0.1	-0.2
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	dic	0.3	%	0.2	0.1
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	gen	10.90		12.00	12.5
Mer	16/1	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		nov	7.6	%	3.5	
		08:00	GER	IPCA a/a finale		dic	prel 1.7	%	1.7	1.7
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	dic	prel 0.3	%	0.3	0.3
		08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	dic	prel 0.1	%	0.1	0.1
		08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		dic	prel 1.7	%	1.7	1.7
		10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		nov	2.0	%		
		10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		nov	-0.3	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		nov	2.0	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		nov	-0.5	%		
		10:30	GB	CPI a/a	*	dic	2.3	%	2.2	
		10:30	GB	CPI m/m		dic	0.2	%	0.2	
		11:00	ITA	IPCA m/m finale	*	dic	prel -0.1	%	-0.1	-0.1
		11:00	ITA	IPCA a/a finale		dic	prel 1.2	%	1.3	1.2
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	dic	prel -0.1	%		-0.1
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		dic	prel 1.1	%	1.2	1.1
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		dic	-1.6	%	-1.0	-1.1
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	dic	0.2	%	0.2	0.3
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	dic	0.2	%	0.2	0.2
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		nov	0.6	%	0.5			
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		gen	56		57			
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		nov	31.3	Mld \$				
Gio	17/1	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		nov	0.744	Mld €		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		nov	3.784	Mld €		
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		dic	prel 1.1	%	1.1	1.1
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	dic	prel 1.6	%	1.6	1.6
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	dic	prel 0.0	%	0.0	0
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	216	x1000		
		14:30	USA	Licenze edilizie		dic		Mln	1.270	1.27
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	dic	1.256	Mln	1.250	1.265
14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	gen	9.1	(9.4)	10.0	10		
Ven	18/1	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	dic	0.9	%	0.8	
		00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	dic	0.8	%		
		05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		nov	prel -1.1	%		
		10:30	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	dic	1.4	%	-1.1	
		10:30	GB	Vendite al dettaglio a/a		dic	3.6	%	3.3	
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		dic	78.5	%	78.5	
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		dic	0.6	%	0.3	0.3
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		gen	98.3		97.1	95

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. La pubblicazione dei dati USA indicati nella prima parte della tabella è sospesa per via della chiusura degli uffici del governo federale degli Stati Uniti e riprenderà non appena gli uffici riapriranno. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Calendario degli eventi (14 – 19 gennaio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar 15/1		GB	** Voto del parlamento UK sul Trattato di recesso concordato con l'UE
	16:00	EUR	* Draghi (BCE) presenta il rapporto annuale al Parlamento Europeo
	17:30	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
	19:00	USA	Discorso di George (Fed)
	19:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)
Mer 16/1	10:15	GB	* Audizione di Carney (BoE) su Financial Stability Report
	20:00	USA	* La Fed pubblica il Beige Book
Gio 17/1	00:30	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
	00:30	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
	01:00	GIA	Discorsi di Kuroda e Amamiya (BoJ)
	12:00	EUR	Discorso di Lautenschlaeger (BCE)
	16:45	USA	Discorso di Quarles (Fed)
Ven 18/1	10:00	ITA	Discorsi di Visco (Banca d'Italia) e Tria (Ministro Economia)
	15:05	USA	Discorso di Williams (Fed)
	17:00	USA	Discorso di Harker (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Indice ISM non manifatturiero composito	dic	60.7		59.0	57.6	
Bilancia commerciale	nov	-55.5	Mld \$	-54.0		
Richieste di sussidio	settim	233	(234) x1000	225	216	
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	dic	2.2	%	2.2		
CPI m/m	dic	0.0	%	-0.1		
CPI a/a	dic	2.2	%	1.9		
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	dic	0.2	%	0.2		

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

**Stati Uniti.** L'ISM non manifatturiero a dicembre corregge a 57,6, da 60,7 di novembre. Lo spaccato dell'indagine è comunque positivo, con le principali componenti su livelli elevati, anche se in calo, e coerenti con un'espansione solida: produzione a 59,9 da 65,2, nuovi ordini a 62,7 da 62,1, occupazione a 56,3 da 58,4, ordini all'export a 59,5 da 57,5, prezzi a 57,6 da 64,3. Le imprese riportano ottimismo per le prospettive di crescita, anche se restano preoccupate per l'evoluzione della guerra dei dazi con la Cina; i vincoli di capacità produttiva si sono ridotti, ma rimane difficile trovare manodopera. Tutti i settori sono in espansione, a parte l'estrattivo dove si riporta riduzione di attività. Secondo le stime dell'Institute for Supply Management che conduce l'indagine, un indice composito sui livelli di dicembre è in linea con una crescita del PIL di 3,2% t/t ann. I dati segnalano rallentamento della crescita a fine anno, senza però indicare una svolta netta e limitando la portata della correzione dell'ISM manifatturiero di dicembre. Visto il ritmo di espansione della parte centrale dell'anno, un rallentamento era inevitabile.

Giappone						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Consumi delle famiglie a/a	nov	-0.3	%	-0.1	-0.6	

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

Regno Unito						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Bilancia commerciale (non UE - GBP)	nov	-4.318	(-4.25) Mld £	-3.70	-3.925	
Bilancia commerciale (totale - GBP)	nov	-11.946	(-11.87) Mld £	-11.40	-12.023	
Produzione industriale m/m	nov	-0.5	(-0.6) %	0.2	-0.4	

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

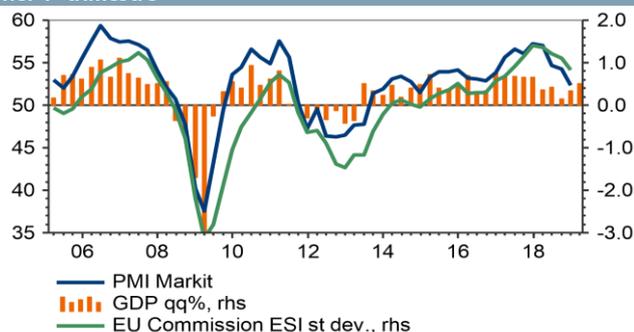
Area euro						
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Vendite al dettaglio m/m	nov	0.6	(0.3) %	0.1	0.6
FRA	Produzione industriale m/m	nov	+1.3	(1.2) %	0.0	-1.3
GER	Ordini all'industria m/m	nov	0.2	(0.3) %	-0.4	-1.0
GER	Produzione industriale m/m	nov	-0.8	(-0.5) %	0.3	-1.9
GER	Bilancia commerciale destag.	nov	17.9	(17.3) Mld €	18.0	19.0
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T3	-0.6	(0.5) %		-1.7
ITA	Vendite al dettaglio a/a	nov	1.6	(1.50) %		1.6
ITA	Produzione industriale m/m	nov	-0.1	(0.1) %	-0.3	-1.6
SPA	Produzione industriale a/a	nov	0.7	(0.8) %		-2.6

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

**Eurozona.** A dicembre l'indice ESI è calato più delle attese a 107,3 da 109,5, sulla scia di un diffuso peggioramento: nell'industria (-2,3 punti), servizi (-1,4 punti) e costruzioni (-1,0 punti). La fiducia dei consumatori è crollata, le famiglie sono più pessimiste su occupazione e possibilità di risparmio futuro. Le condizioni tengono solo nel commercio al dettaglio ma la valutazione per i prossimi mesi è comunque di peggioramento.

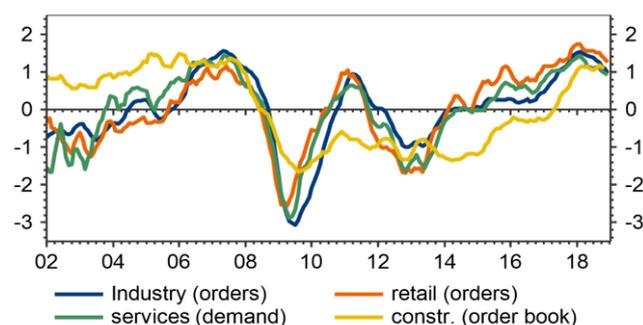
- In media, nel 4° trimestre, l'indice ESI si è attestato a 108,8 da 111,5 nel 3° trimestre e suggerisce quindi un ulteriore indebolimento dell'economia negli ultimi mesi del 2018. Il calo dell'indice ESI non fa che confermare il messaggio del PMI composito che a dicembre è scivolato ancora ed è poco al di sopra di quota 50.
- Il calo del clima economico è condiviso dai principali paesi: Germania (-1,9 punti a 109,9), Italia (-2 punti a 102,8), Spagna (-3 punti a 104,1), Italia (-1,4 punti a 104,5).
- Il peggioramento di sentiment nell'industria (-2,3 punti) è il risultato delle opinioni più pessimistiche delle imprese sui livelli attuali e futuri degli ordini. Anche la valutazione degli ordini di esportazione è peggiorata. Nei servizi (-1 punto), i manager hanno riportato opinioni più pessimistiche riguardo la produzione passata e futura. Nel segmento delle costruzioni si registra un calo (-1 punto a 7,2) da livelli storicamente elevati, a causa del peggioramento delle aspettative e degli ordini di lavoro. Il morale è migliorato solo nel commercio al dettaglio a 0,0 da -0,5, ma le aspettative per il futuro sono meno rosee.
- La fiducia dei consumatori si è deteriorata notevolmente (-2,3 punti a -6,2) ed il calo è diffuso a tutte le componenti disoccupazione, aspettative di risparmio e le opinioni sulla situazione finanziaria futura.
- Le attese sui prezzi di vendita sono salite in tutti i comparti. Per ora il rallentamento del ciclo non sembra aver effetto. Si noti che la tendenza è in contrasto con quella delle attese di mercato derivabili dai *linkers*. L'aumento delle aspettative sui prezzi basate sui sondaggi suggerisce che, a meno che l'indebolimento dell'attività economica non diventi più pronunciato nei prossimi mesi, la BCE manterrà ferma la comunicazione sui tassi di interesse e manterrà le opzioni aperte per un ciclo di rialzi moderati dalla fine del 2019.
- I dati disponibili per il 4° trimestre del 2018 suggeriscono un ulteriore indebolimento della crescita della zona euro dallo 0,2% t/t registrato nei mesi estivi. Il rallentamento dei servizi potrebbe essere in parte dovuto alla protesta dei giubbotti gialli in Francia, ma al di là di fattori specifici il momento di fondo si è chiaramente indebolito. La nostra previsione di crescita Eurozona (1,5%) al di sotto del consenso sembra ancora plausibile ma a nostro avviso i rischi si stanno spostando verso il basso. Per il momento restiamo moderatamente costruttivi su un aumento dell'inflazione *core* verso l'1,5% per metà 2019.

Gli indici ESI e PMI indicano che la crescita è rallentata ancora nel 4° trimestre



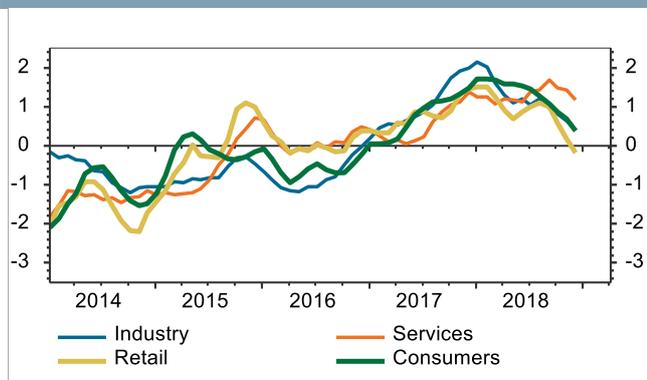
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

La domanda è frenata da livelli elevati e...



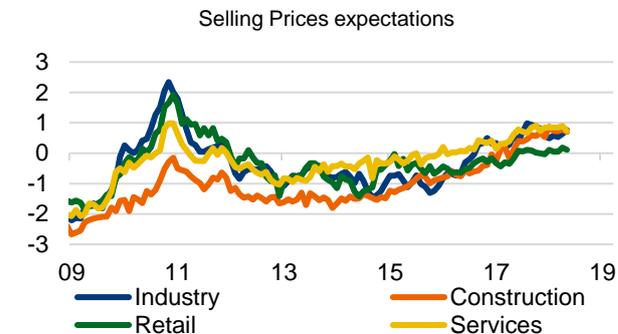
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

... così le attese per i prossimi mesi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

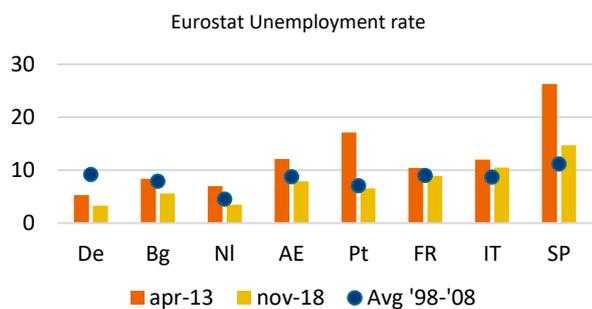
Le attese di prezzo non risentono della debolezza della domanda, almeno per il momento



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

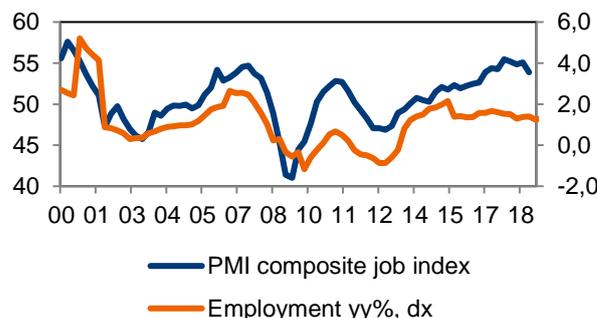
**Area euro. La disoccupazione è tornata sui minimi da ottobre 2008, il mercato del lavoro non è lontano dal pieno impiego.** La forte crescita degli ultimi due anni continua a generare un aumento solido degli occupati nella media euro zona. Il tasso di disoccupazione, a novembre, è tornato a 7,9% da un precedente 8,0% rivisto al ribasso da 8,1%. Si tratta del livello più basso da ottobre 2008. Secondo le stime OCSE, il NAIUR nella zona euro è intorno all'8,0%. Il tasso di disoccupazione giovanile rimane, tuttavia, su livelli ben più elevati nella media area euro, a 16,1% ma pur sempre in calo dal 17,8% di un anno fa. Il mercato del lavoro sarebbe, quindi, tornato circa al pieno impiego. Nelle nostre previsioni, il tasso di disoccupazione continuerà a calare nei prossimi mesi fino al 7,6% per l'autunno di quest'anno. Quindi ci aspettiamo una stabilizzazione, se non un lieve aumento, date le attese di crescita più debole del PIL Eurozona nel 2019-20 rispetto al triennio precedente. Il miglioramento in essere del mercato del lavoro dovrebbe contribuire a sostenere la dinamica di salari e prezzi interni.

La disoccupazione è tornata quasi ovunque sui livelli pre crisi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Le indagini suggeriscono solo un modesto rallentamento della dinamica occupazionale nei prossimi mesi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

**Germania.** In novembre, la **produzione industriale** è calata di -1,9% m/m e -4,7% a/a. La flessione è generalizzata: -1,7% nelle costruzioni, -3,1% nel settore energetico, -1,8% nell'industria in senso stretto. Il dato, assieme alla revisione di ottobre da -0,5 a -0,8%, prospetta una contrazione della produzione industriale superiore al punto percentuale anche nel 4° trimestre 2018, dopo quello già verificatosi nel trimestre estivo.

**Germania.** Gli **ordini all'industria** sono calati di -1,0% m/m a novembre dopo il marginale aumento di ottobre. Il calo di novembre è dovuto agli ordini esteri (-3,2% m/m), mentre gli ordini domestici sono cresciuti di 2,4%. Per destinazione finale, si rileva un calo sia per gli

intermedi (-4,4% m/m), sia per i beni di consumo (-3,2%), mentre sono aumentati gli ordinativi di beni di investimento. Il livello degli ordinativi è tornato sui numeri di inizio 2017.

**Germania.** Le vendite al dettaglio sono salite di 1,4% m/m dopo il marginale aumento di ottobre (+0,1%, rivisto).

**Italia.** La redditività delle imprese non finanziarie, misurata come rapporto fra profitti e valore aggiunto totale, nel terzo trimestre 2018 è in calo al 46,3%, dal 47,0% di un anno prima. Il tasso di investimento è in aumento dal 19,9% al 20,7% su base tendenziale. La propensione al risparmio delle famiglie è stimata a 8,3%, in flessione rispetto al secondo trimestre, ma comunque sopra i livelli di un anno prima (7,9%).

**Italia.** La disoccupazione è tornata a calare a novembre, dopo due mesi di aumento. Il tasso dei senza-lavoro è sceso a 10,5% da 10,6% di ottobre. Il dato è risultato in linea con le attese di consenso e lievemente superiore alla nostra stima. Nel mese l'occupazione è risultata poco variata (-4 mila unità dopo le +14 mila di ottobre), ma in un contesto di assottigliamento delle forze di lavoro (-29 mila unità, dopo l'aumento registrato nei due mesi precedenti). Il calo della disoccupazione è dovuto dunque principalmente all'aumento degli inattivi, in salita di +26 mila unità dopo i cali di settembre e ottobre. Lo spaccato per sesso mostra che l'aumento dell'occupazione interessa gli uomini, quello dell'inattività le donne. Il dettaglio per età evidenzia che la creazione di posti di lavoro è confinata ai 24-35enni, mentre l'aumento dell'inattività riguarda le classi estreme (+16 mila unità sotto i 24 anni e +32 mila unità tra i 50 e i 64 anni).

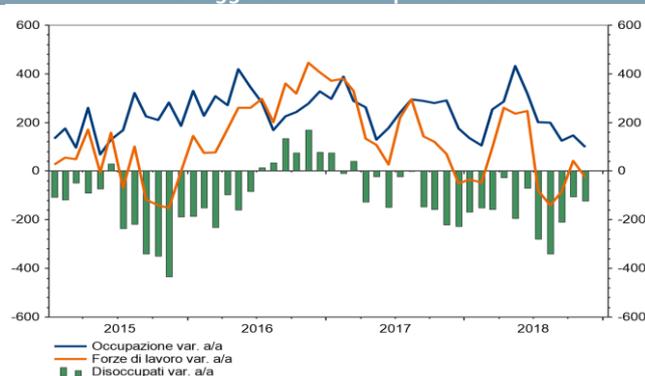
- Per il secondo mese, si registra un aumento degli occupati dipendenti permanenti (+15 mila unità dopo le +53 mila del mese precedente) a fronte di un calo dei dipendenti temporanei (-22 mila unità, circa in linea con il mese precedente). Poco variati gli autonomi (+4 mila unità, dopo il calo di -16 mila registrato a ottobre). Su base annua, l'occupazione ha perso velocità, a +99 mila unità (+0,4% a/a), mostrando ormai da diversi mesi una minor vivacità rispetto al PIL (e l'aumento tendenziale degli occupati resta confinato ai contratti temporanei e ai lavoratori ultracinquantenni). Il tasso di disoccupazione giovanile è calato più dell'indice generale, a 31,6% da 32,2%. Dal 2011, solo lo scorso luglio era stato toccato un valore (lievemente) più basso (31,5%).
- In sintesi, i dati sul mercato del lavoro di novembre non cambiano di molto il quadro. L'aspetto meno incoraggiante è che la disoccupazione sia scesa per via dell'aumento dell'inattività (ma nei mesi precedenti era accaduto esattamente il contrario). D'altro canto, la notizia positiva è il "travaso" di occupazione dai contratti temporanei a quelli permanenti (in tal senso, un ruolo potrebbe essere stato giocato dal Decreto "Dignità", che proprio a novembre è entrato in vigore in tutti i suoi aspetti). Il nostro scenario di base prevede che la disoccupazione mantenga un trend al ribasso nei prossimi mesi. Tuttavia, il calo continuerà ad essere lento (e irregolare): pensiamo che il tasso dei senza-lavoro possa restare sopra il 10% per tutto l'anno (ci aspettiamo una media 2019 a 10,2%, dal 10,6% dell'anno scorso). Peraltro, i rischi su tale scenario sono a nostro avviso verso il basso, visto che l'attuale debolezza del ciclo economico (entrato in una fase di sostanziale stagnazione), se non avrà termine nel giro di pochi mesi, potrebbe indurre un cambiamento delle condizioni sul mercato del lavoro. D'altra parte, le recenti indagini di fiducia hanno segnalato che le aspettative sui livelli occupazionali da parte delle imprese e soprattutto delle famiglie sono diventate meno ottimistiche negli ultimi mesi. In altri termini, c'è maggiore incertezza sul persistere di condizioni espansive sul mercato del lavoro su un orizzonte di medio termine.

Italia – La disoccupazione mantiene un trend al ribasso, specie tra i più giovani



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – L'occupazione ha perso velocità negli ultimi mesi, pur mantenendo una maggiore vivacità rispetto alle forze di lavoro



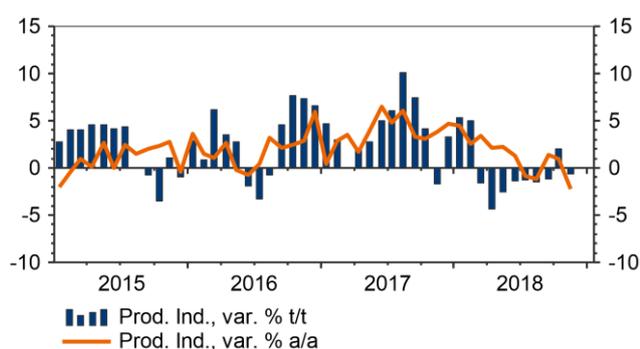
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

**Italia. La produzione industriale si è contratta più del previsto a novembre (-1,6% m/m).** Il calo è accompagnato da una **revisione verso il basso del dato di ottobre**, a -0,1% m/m da una prima stima di +0,1% m/m. **Il dato di novembre è risultato decisamente peggiore dell'aspettativa di consenso**, che si attendeva una flessione di -0,3% m/m, e della nostra più pessimistica stima (-0,6% m/m). La tendenza annua della produzione, dopo un breve passaggio in positivo a settembre e ottobre, è tornata in territorio negativo a novembre, a -2,6%: si tratta di un **minimo degli ultimi quattro anni**.

- **L'unico tra i raggruppamenti principali di industrie a salvarsi dal calo congiunturale è l'energia**, che fa segnare un rimbalzo peraltro solo parziale dopo la flessione del mese precedente (+1% da -3% m/m). Il calo è diffuso ai beni di consumo (-0,9% m/m, -1,5% per i durevoli), ai beni strumentali (-1,7% m/m) e a quelli intermedi (-2,4% m/m). Su base annua, solo i beni di consumo sono in crescita (+0,7%, grazie ai non durevoli: +1,4%). **L'andamento per settore non è incoraggiante.** Delle 13 industrie manifatturiere, solo 3 risultano in progresso su base annua: **per trovare un minor numero di settori in espansione, bisogna tornare indietro al 2012.** Si tratta del comparto alimentare, di quello farmaceutico e delle altre industrie manifatturiere (+2,7%, +1,3% e +1,1% rispettivamente). Viceversa, il settore maggiormente in crisi si conferma quello del legno, carta e stampa (-10,4%). Al di fuori del manifatturiero, in rosso anche attività estrattive e fornitura di energia (-9,7% e -1,7% rispettivamente).
- **Sul dato hanno pesato due fattori *una tantum*** e cioè: 1) il "ponte" festivo di inizio mese; 2) le condizioni meteo sfavorevoli in buona parte del territorio nazionale. Pertanto, **stimiamo un recupero a dicembre**, sia pure verosimilmente solo parziale. In ogni caso, a meno di un rimbalzo spettacolare nell'ultimo mese dell'anno, **la produzione industriale**, che già era calata in ciascuno dei primi tre trimestri del 2018, **dovrebbe essersi contratta in misura ancora maggiore nei mesi autunnali.** Anche in caso di crescita di mezzo punto percentuale su base congiunturale a dicembre, l'output risulterebbe in flessione di -0,5% t/t nel 4° trimestre (dopo il -0,3% t/t precedente).
- In altri termini, l'industria dovrebbe aver frenato il PIL anche nella parte finale dell'anno, con un contributo di -0,1% t/t. Ciò significa che **occorrerebbe una discreta crescita nei servizi** (possibile, ma che al momento non appare coerente con le indagini di fiducia nel settore) **per evitare una variazione negativa del PIL** (la seconda dopo il -0,1% t/t dei mesi estivi). Dopo il dato, rivediamo al ribasso la nostra stima sulla crescita congiunturale del PIL nel 4° trimestre, da un intervallo di zero/+0,1% a un *range* -0,1%/zero. In altri termini, **il rischio che l'economia italiana sia entrata nella parte finale del 2018 in una fase di "recessione tecnica" appare elevato.**
- È vero che il **trend di rallentamento è comune agli altri Paesi dell'eurozona** (nello stesso mese, la produzione industriale è calata di -1,9% m/m in Germania e di -1,3% m/m in Francia).

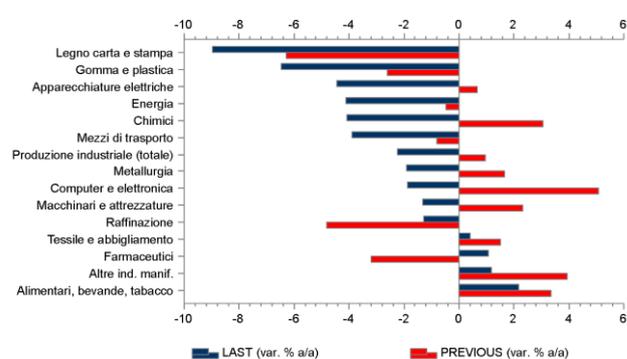
Tuttavia, nel caso dell'Italia un ruolo nella seconda metà del 2018 sembra essere stato giocato dall'incertezza sulle prospettive fiscali e finanziarie del Paese connessa alla tormentata vicenda della Legge di Bilancio. In tal senso, l'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari conseguente al cambiamento di rotta del governo e all'accordo con la UE potrebbe se non altro indurre un **effetto meno negativo sull'attività economica all'inizio del nuovo anno**. Tuttavia, per il momento non ci sono segnali convincenti di inversione di tendenza per il ciclo (l'unico è quello giunto dal lieve recupero fatto segnare dal PMI composito a dicembre, tornato al valore-soglia di 50 dopo due mesi in territorio recessivo a 49,3). E in ogni caso, l'uscita debole dall'anno scorso peserà inevitabilmente sulla crescita media 2019.

**Italia – La tendenza della produzione industriale è in chiaro peggioramento**



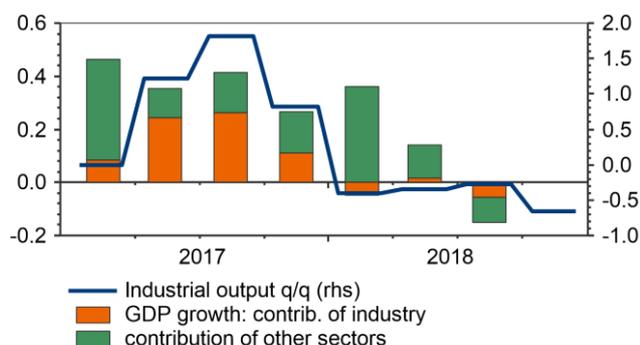
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

**Italia – Solo pochi settori si salvano dal calo su base annua**



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

**Italia – L'industria dovrebbe aver frenato il PIL anche nella parte finale del 2018**



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

**Italia – Le indagini, almeno per ora, non segnalano un'inversione del trend negativo**



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

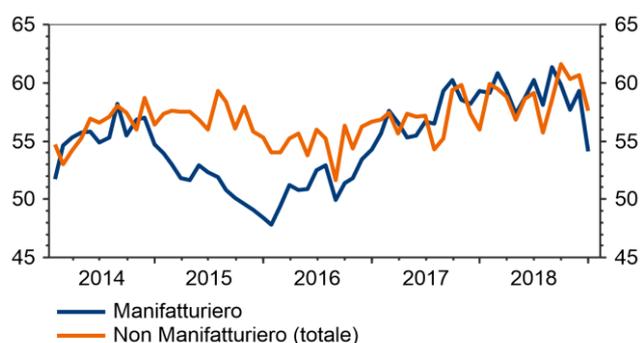
**Italia.** Le **vendite al dettaglio** sono aumentate di +0,7% m/m a novembre, sia in valore che in volume. È l'aumento congiunturale più rilevante negli ultimi sei mesi. La variazione tendenziale è rimasta stabile a +1,6% a/a in valore ed è salita a +1,8% da +1,6% in volume. Su base annua, continuano ad essere trainanti i *discount* di alimentari (+4,8%) e gli esercizi specializzati (+4,4%). Inoltre, continua il *boom* del commercio elettronico (+22,4%). Proprio questa forma distributiva spiega il deciso incremento di elettrodomestici, radio, tv e registratori (+11,7% a/a), legato alle promozioni in occasione del cosiddetto *Black Friday*. Resta invece decisamente in rosso il comparto "cartoleria, libri, giornali e riviste" (-2,5% a/a). Le vendite sono in rotta per una crescita di 0,2% t/t in valore e 0,4% t/t in volume nell'ultimo trimestre dell'anno. Tuttavia, nel periodo più recente l'aggregato manifesta una scarsa correlazione con i consumi di contabilità nazionale, che erano calati di -0,1% t/t (-0,5% t/t per quanto riguarda i beni di

consumo non durevoli) nel 3° trimestre, a fronte di un incremento di +0,4% t/t delle vendite al dettaglio (sia in valore che in volume).

**Francia.** La **produzione industriale** a novembre è crollata di -1,3% m/m dopo il +1,3% m/m del mese precedente (rivisto marginalmente al rialzo). Sulla dinamica del mese potrebbero aver pesato le proteste dei giubbotti gialli. La produzione è ora in rotta per un deciso calo di -0,7% t/t nel 4° trimestre 2018, che cancella così l'aumento di 0,7% t/t del trimestre estivo. Il quarto trimestre si profila sempre più come molto deludente per il settore manifatturiero dell'Eurozona.

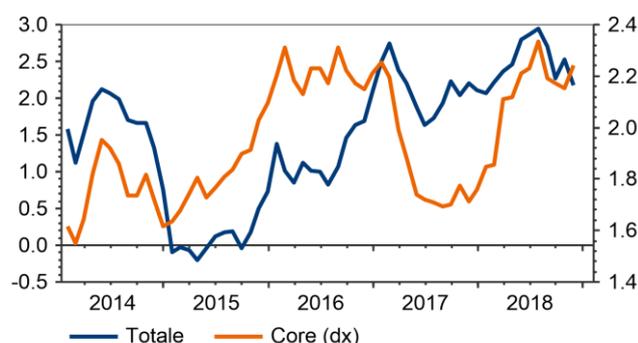
## Stati Uniti

### Indagini ISM



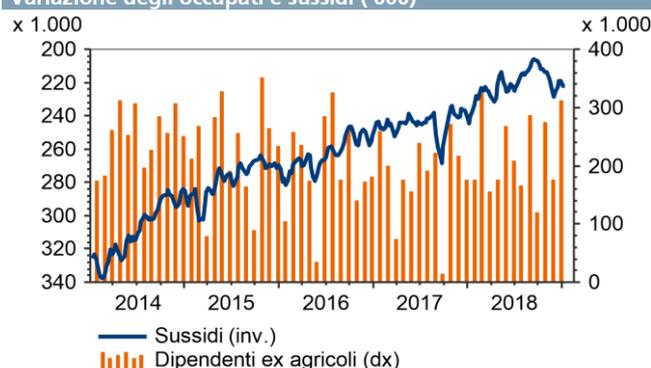
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### CPI – Var. % a/a



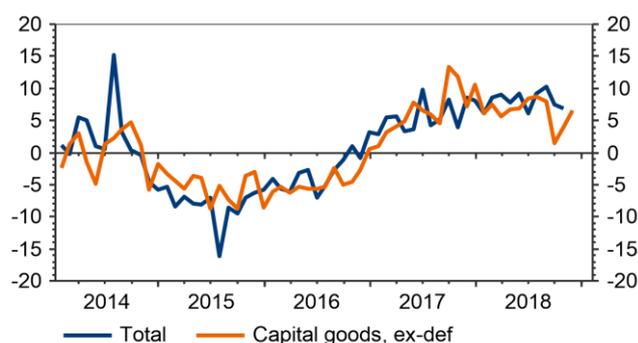
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### 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

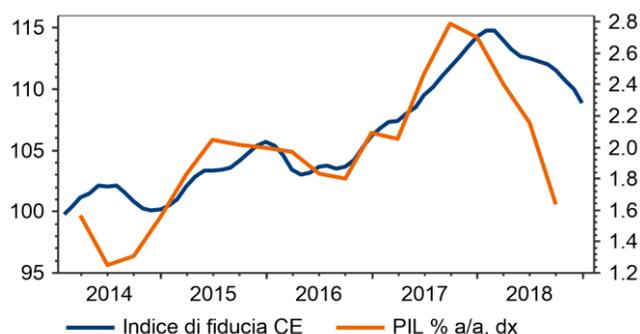
### Previsioni

	2017	2018p	2019p	2017 T4	2018 T1	T2	T3	T4	2019 T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	2.9	2.5	2.5	2.6	2.9	3.0	3.0	3.0	2.6	2.3
- trim./trim. annualizzato				2.3	2.2	4.2	3.5	2.2	2.1	2.4	2.3
Consumi privati	2.5	2.7	2.8	3.9	0.5	3.8	3.6	3.6	2.4	2.4	2.3
IFL - privati non residenziali	5.3	6.8	4.2	4.8	11.5	8.7	2.5	3.8	4.2	4.5	4.2
IFL - privati residenziali	3.3	0.0	-0.6	11.1	-3.4	-1.3	-2.6	-1.8	-1.0	0.8	1.3
Consumi e inv. pubblici	-0.1	1.6	2.0	2.4	1.5	2.5	2.6	2.0	1.8	2.0	1.8
Esportazioni	3.0	4.2	2.2	6.6	3.6	9.3	-4.4	4.3	2.1	2.4	2.3
Importazioni	4.6	4.7	3.9	11.8	3.0	-0.6	9.2	4.8	3.2	3.1	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.1	0.2	-1.1	0.3	-1.5	2.7	0.1	-0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-2.3	-2.4	-2.6								
Deficit Pubblico (% PIL)	-4.1	-6.3	-6.4								
Debito pubblico (% PIL)	135.8	135.4	135.8								
CPI (a/a)	2.1	2.4	1.4	2.1	2.2	2.7	2.6	2.2	1.4	1.2	1.4
Produzione Industriale	1.6	3.9	2.8	1.9	0.6	1.3	1.2	0.5	0.6	0.5	0.6
Disoccupazione (%)	4.4	3.9	3.5	4.1	4.1	3.9	3.8	3.8	3.6	3.5	3.4

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

## Area euro

### PIL



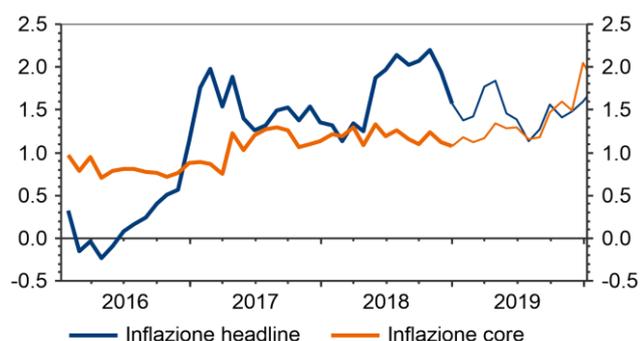
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

### Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni inflazione

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

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

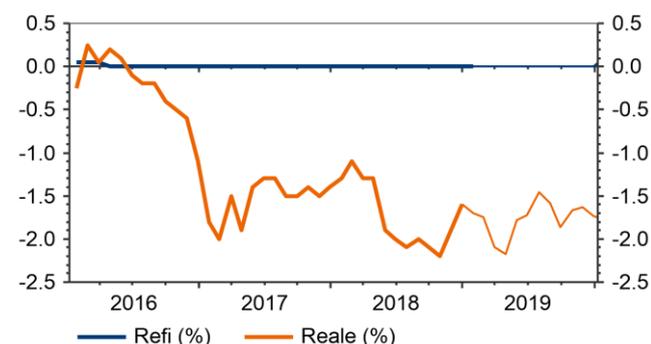
	2017	2018p	2019p	2017 T4	2018 T1	T2	T3	T4	2019 T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	1.8	1.4	2.7	2.4	2.2	1.6	1.2	1.2	1.2	1.5
- t/t				0.7	0.4	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	1.7	1.3	1.3	0.2	0.5	0.2	0.1	0.1	0.5	0.4	0.4
Investimenti fissi	2.9	2.9	2.3	1.2	0.1	1.5	0.2	0.3	0.7	0.6	0.7
Consumi pubblici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

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

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona								
	giu	set	dic	10/1	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.38	-0.38	-0.37	<b>-0.37</b>	-0.37	-0.37	-0.34	-0.20
Euribor 3m	-0.32	-0.32	-0.31	<b>-0.31</b>	-0.33	-0.33	-0.30	-0.14

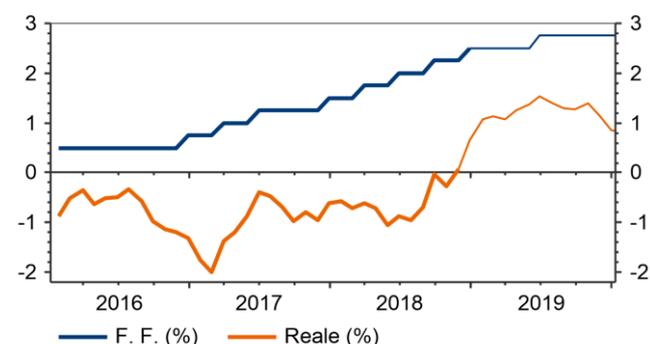
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	giu	set	dic	10/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	2.00	2.25	2.50	<b>2.50</b>	2.50	2.75	2.75	2.75
Libor USD 3m	2.34	2.40	2.81	<b>2.80</b>	2.77	2.91	3.01	2.97

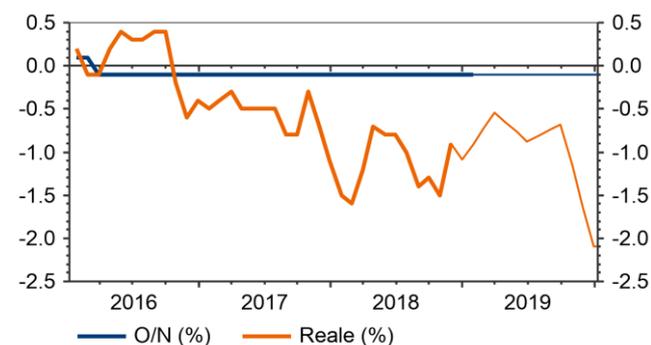
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	giu	set	dic	10/1	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.05	-0.07	<b>-0.07</b>	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02

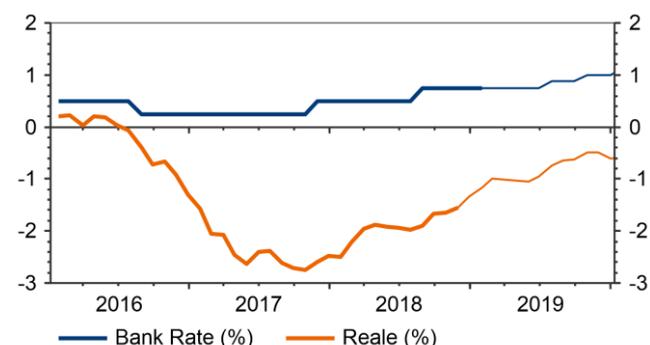
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	giu	set	dic	10/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.50	0.75	0.75	<b>0.75</b>	0.75	0.75	0.88	1.00
Libor GBP 3m	0.67	0.80	0.91	<b>0.92</b>	0.92	0.95	1.00	1.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio												
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	11/1	1m	3m	6m	12m	24m	
EUR/USD	1.05	1.20	1.17	1.16	1.14	<b>1.1534</b>	1.14	1.14	1.16	1.17	1.24	
USD/JPY	117	111	111	112	113	<b>108.28</b>	109	110	111	114	113	
GBP/USD	1.21	1.35	1.32	1.32	1.25	<b>1.2816</b>	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32	
EUR/CHF	1.07	1.17	1.17	1.14	1.12	<b>1.1331</b>	1.13	1.14	1.12	1.20	1.20	
EUR/JPY	122	134	131	130	129	<b>124.89</b>	124	125	129	133	140	
EUR/GBP	0.87	0.89	0.88	0.87	0.90	<b>0.8997</b>	0.91	0.90	0.92	0.91	0.94	

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
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
<b> Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche:

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. hanno posto in essere le "Regole per la gestione dei conflitti di interesse" per gestire con efficacia i conflitti di interesse che potrebbero influenzare l'imparzialità di tutta la ricerca e garantire ai fruitori della loro ricerca l'imparzialità della valutazione e delle previsioni contenute nella ricerca stessa. Una copia di tali Regole può essere richiesta per iscritto da chi riceve la ricerca all'Ufficio Compliance, Intesa Sanpaolo S.p.A., Corso Matteotti 1, 20122, Milano.

Intesa Sanpaolo S.p.A. ha posto in essere una serie di principi e procedure al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse ("Regole per Studi e Ricerche"). Le Regole per Studi e Ricerche sono chiaramente esposte nell'apposita sezione del sito web di Intesa Sanpaolo ([www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)).

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

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

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

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

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

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo “Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo”) si sono dotate del “Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231” (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all’indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all’indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/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](http://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.