

Il punto

Il DEF conferma le aspettative di crescita poco più che stagnante nel 2019, e rimanda ai prossimi documenti di finanza pubblica le scelte per il 2020, in merito alla copertura sia delle clausole di salvaguardia che di eventuali nuove misure espansive (*"flat tax" in primis*). I rischi riguardano soprattutto la traiettoria del debito. Si prospetta una sessione autunnale di bilancio molto "calda".

BCE: i segnali contano. Il Consiglio rimane in attesa di valutare i dati macro prima di definire le condizioni d'asta delle TLTRO III. La novità è che il Consiglio ha formalmente recepito le indicazioni di Draghi dello scorso 26 marzo ovvero che potrebbero essere valutate misure per mitigare l'effetto dei tassi negativi sulla redditività delle banche. Indirettamente, la BCE ha segnalato che i tassi potrebbero restare in negativo anche più a lungo di quanto indicato nella *guidance*; i mercati ne hanno preso atto.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, il PMI composito e l'indice ZEW di aprile offriranno indicazioni fresche sul ciclo. Ci aspettiamo segnali di stabilizzazione in particolare nel manifatturiero. Le seconde stime confermeranno l'inflazione in calo di un decimo nella media area euro a 1,4% ma stabile in Italia all'1,1%.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**. Le informazioni dovrebbero confermare un moderato rimbalzo degli indicatori di attività, con le indagini regionali del manifatturiero in territorio espansivo ad aprile, una ripresa della produzione industriale e un significativo rialzo delle vendite al dettaglio di marzo. Le indicazioni di tenuta della ripresa dovrebbero emergere anche dal Beige Book. La bilancia commerciale di febbraio dovrebbe registrare un deficit in allargamento dopo la chiusura di gennaio, con esportazioni e importazioni in aumento.

12 aprile 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

Il Punto

Il DEF conferma le aspettative di crescita poco più che stagnante nel 2019, e rimanda ai prossimi documenti di finanza pubblica le scelte per il 2020, in merito alla copertura sia delle clausole di salvaguardia che di eventuali nuove misure espansive ("flat tax" in primis). I rischi riguardano soprattutto la traiettoria del debito. Si prospetta una sessione autunnale di bilancio molto "calda".

In Italia, il Consiglio dei Ministri ha approvato il DEF 2019. Come da attese, le ipotesi macroeconomiche vedono nel quadro tendenziale una crescita del PIL 2019 dello 0,1% in termini reali (e dell'1,2% in termini nominali, da 1% e 2,3% dei precedenti documenti ufficiali di finanza pubblica, rispettivamente). **Il PIL 2019 nel quadro programmatico è lievemente più elevato, ma meno di quanto atteso alla vigilia, ad appena 0,2%** in termini reali (e 1,2% in termini nominali). In effetti, il Governo ha scelto di attribuire un effetto espansivo di appena un decimo ai due provvedimenti di stimolo recentemente approvati, lo "sblocca-cantieri" e il "decreto-crescita". Il DEF peraltro riconosce che i rischi sulla previsione di crescita allo 0,2% quest'anno sono verso il basso. Per gli anni successivi, il PIL programmatico cresce dello 0,8% per tutto il triennio 2020-22 (da circa 1% precedente). Il tasso di disoccupazione è atteso salire sia quest'anno che il prossimo (a 11% e 11,1%).

Il nuovo quadro di finanza pubblica incluso nel DEF 2019					
	2018	2019	2020	2021	2022
NUOVO QUADRO TENDENZIALE					
Crescita del PIL reale	0.9	0.1	0.6	0.7	0.9
Crescita del PIL nominale	1.7	1.2	2.6	2.5	2.4
Indebitamento netto	-2.1	-2.4	-2.0	-1.8	-1.9
Indebitamento netto strutturale	-1.5	-1.6	-1.2	-1.0	-1.2
Variazione strutturale	0.0	-0.1	0.4	0.2	-0.2
Debito pubblico	132.2	132.8	131.7	130.6	129.6
NUOVO QUADRO PROGRAMMATICO					
Crescita del PIL reale	0.9	0.2	0.8	0.8	0.8
Crescita del PIL nominale	1.7	1.2	2.8	2.6	2.3
Indebitamento netto	-2.1	-2.4	-2.1	-1.8	-1.5
Indebitamento netto strutturale	-1.4	-1.5	-1.4	-1.1	-0.8
Variazione strutturale	0.0	-0.1	0.2	0.3	0.3
Debito pubblico	132.2	132.6	131.3	130.2	128.9
PRECEDENTE QUADRO PROGRAMMATICO					
Crescita del PIL reale	1.0	1.0	1.1	1.0	
Crescita del PIL nominale	2.1	2.3	2.9	2.6	
Indebitamento netto	-1.9	-2.0	-1.8	-1.5	
Indebitamento netto strutturale	-1.1	-1.3	-1.2	-1.0	
Variazione strutturale	0.0	-0.2	0.1	0.2	
Debito pubblico	131.7	130.7	129.2	128.2	

Fonte: Documento di Economia e Finanza 2019

Nel 2019, l'indebitamento netto è pari al 2,4% del PIL (grazie al congelamento dei 2 miliardi di spesa previsto nell'ambito dell'accordo con la UE), da un precedente target di 2%, per poi ridursi al 2,1% nel 2020 e 1,8% nel 2021; nel 2022, il deficit è visto tornare a peggiorare a 1,9% nel quadro tendenziale ma in ulteriore miglioramento a 1,5% da obiettivi programmatici. Nonostante la revisione al rialzo sul deficit nominale, **la variazione del deficit strutturale è ora più favorevole che in precedenza**: il saldo 2019 è visto in peggioramento di appena 0,1% (da 0,2% precedente), ovvero in miglioramento di un decimo tenuto conto della clausola di flessibilità concessa in sede UE; per gli anni a venire, il quadro programmatico vede un aggiustamento di due decimi nel 2020 e di tre decimi nel 2021-22. Il Governo parla perciò di rispetto "sostanziale" del braccio preventivo del Patto di stabilità (un rispetto pieno vedrebbe una correzione superiore a mezzo punto dall'anno prossimo). **Il debito (nel quadro programmatico) è visto in ulteriore salita quest'anno, di quasi mezzo punto a 132,6%**, mentre in precedenza era

visto in calo di un punto; ciò **pur mantenendo l'obiettivo di un pacchetto di privatizzazioni per un punto di PIL quest'anno**. La regola del debito non è soddisfatta in nessuna delle sue declinazioni, per tutto l'orizzonte di previsione.

Anche in questo caso come da attese, **lo scenario programmatico** conferma la legislazione vigente in materia fiscale, ovvero **include l'aumento delle imposte indirette** definito dalle clausole di salvaguardia, "nell'attesa di definire misure alternative nel corso dei prossimi mesi". Dove il quadro programmatico si discosta dal tendenziale è in una maggiore crescita degli investimenti pubblici nel 2021-22. La copertura di tali spese e il miglioramento del saldo strutturale nel 2022 in confronto alla legislazione vigente verrebbero da riduzioni della spesa corrente (che, "grazie ad un programma di revisione organica della spesa pubblica", salirebbero dai 2 mld del 2019-20 a 5 mld nel 2021 e 8 mld nel 2022), nonché da aumenti aggiuntivi delle entrate nel 2020-21, "che deriverebbero principalmente da misure volte a rafforzare il contrasto all'evasione fiscale". Evidentemente, gli obiettivi annunciati di risparmio dalla *spending review* (un processo che al momento non risulta avviato) appaiono ambiziosi.

Nel Programma Nazionale di Riforma, il Governo fornisce maggiori dettagli sulla strategia di politica fiscale che intende perseguire negli anni a venire: l'obiettivo è la **graduale estensione del regime d'imposta sulle persone fisiche a due aliquote del 15% e 20%, a partire dai redditi più bassi**, adottando al contempo una riforma del sistema di deduzioni e detrazioni; per le imprese, è prevista una riduzione dell'aliquota IRES applicabile agli utili non distribuiti. Quanto alle coperture, il documento accenna alla necessità di un "paziente lavoro di **revisione della spesa corrente dell'Amministrazione pubblica e delle agevolazioni fiscali**" e promette in tal senso un primo pacchetto di misure già nella Legge di Bilancio per il 2020. Tre considerazioni finali:

- **lo scenario per l'anno in corso non è pienamente rassicurante**, e non tanto perché il deficit programmatico è tornato al 2,4%, ovvero al valore che aveva aperto la fase di volatilità sui mercati che era stata poi placata in parte solo con le modifiche dell'ultim'ora alla Legge di Bilancio 2019; piuttosto, **il debito è a rischio di aumento marcato** in caso di mancato raggiungimento dell'ambizioso target sui proventi da privatizzazione;
- a nostro avviso, **la previsione di crescita per il 2020 non è coerente con lo scenario di finanza pubblica**: nel caso in cui scattassero gli aumenti delle imposte indirette impliciti nello scenario sia tendenziale che programmatico, la crescita del PIL non sarebbe a nostro avviso dell'ordine di 0,6-0,8% ma più bassa di circa mezzo punto, e anche il ricorso a misure alternative potrebbe soltanto limitare l'impatto negativo sul PIL; viceversa, se il Governo decidesse di coprire integralmente in deficit le clausole, il disavanzo salirebbe sopra il 3% innescando ripercussioni tali sui mercati finanziari da causare verosimilmente effetti almeno altrettanto dannosi sulla crescita;
- ad oggi, appare quantomeno sfidante l'obiettivo di trovare, nella prossima Legge di Bilancio, non solo i fondi per la copertura delle clausole di salvaguardia e delle spese indifferibili, ma anche il finanziamento di nuove misure espansive tra cui la cosiddetta *flat tax*: in tutto, **occorrerebbe una manovra netta da almeno 40 miliardi**.

Nel frattempo, il dato sulla produzione industriale di febbraio (v. sotto) ha confermato che **oggi i rischi al ribasso sull'orizzonte di crescita appaiono meno accentuati rispetto a qualche settimana fa**. La nostra attuale previsione sul PIL italiano è 0,2% per l'anno in corso e 0,7% per il 2020, in linea con le stime programmatiche incluse nel Documento di Economia e Finanza. A nostro avviso, i rischi al ribasso rispetto a tale scenario permangono ma si sono ridotti per l'anno in corso, e riguardano soprattutto il 2020, con particolare riferimento alle scelte di politica fiscale che il Governo ha per ora solo illustrato a grandi linee e che dovranno essere dettagliate nella prossima Legge di Bilancio.

BCE: i segnali contano. Il Consiglio rimane in attesa di valutare i dati macro prima di definire le condizioni d'asta delle TLTRO III. La novità è che il Consiglio ha formalmente recepito le indicazioni di Draghi dello scorso 26 marzo ovvero che potrebbero essere valutate misure per mitigare l'effetto dei tassi negativi sulla redditività delle banche. Indirettamente, la BCE ha segnalato che i tassi potrebbero restare in negativo anche più a lungo di quanto indicato nella *guidance*; i mercati ne hanno preso atto.

La conferenza di aprile non è stata operativa, senza novità sulle misure non convenzionali ma ancora una volta Draghi è riuscito a far leva sulla comunicazione.

Come atteso, i **dettagli operativi delle TLTRO III** verranno **annunciati** molto probabilmente a **giugno** quando la BCE avrà una valutazione aggiornata dello scenario. Come atteso, la BCE ha indicato che il prezzo sarà determinato tenendo conto di due importanti elementi: 1) come evolve la trasmissione dell'impulso di politica monetaria e 2) ulteriori sviluppi del ciclo.

Il secondo passaggio di rilievo del comunicato è che il Consiglio ha formalmente recepito quanto ventilato da Draghi alla *ECB watchers conference*, ovvero che **potrebbe valutare misure per mitigare l'eventuale impatto di tassi negativi sulla redditività delle banche**. Nell'affermare che il Consiglio potrebbe intervenire per contenere gli effetti di tassi negativi sottintende o può sottintendere che i tassi sui livelli attuali ancora a lungo e forse oltre il termine indicato nella *guidance*. Draghi ha spiegato che **per il momento il Consiglio non ha discusso nemmeno se le misure sono necessarie**, e aspetta i risultati dell'analisi. Draghi ha sottolineato che in termini aggregati l'impatto dei tassi negativi sulla redditività delle banche del calo dei margini di interesse è contenuto (per maggiori dettagli si veda il Focus del 08/04/2019). Tuttavia, il Presidente della BCE ha spiegato che la reazione dei mercati dopo la *ECB watchers conference* va valutata come corretta. Ricordiamo che i mercati, dopo il 26 marzo, hanno spostato ulteriormente in avanti il primo rialzo dei tassi, e finanche iniziato a prezzare una probabilità di taglio. Un meccanismo di *tiering* è piuttosto complesso e in termini aggregati il costo di detenere riserve a -0,40% è risibile, pari appena all'1,0% del reddito operativo. Tuttavia le implicazioni cambiano se si guarda alla situazione delle singole banche, come sottolineato da Draghi.

I toni accomodanti sono giustificati dai dati deboli delle ultime settimane. La BCE ha difatti confermato che **i rischi per la crescita restano verso il basso e derivano in larga misura dallo scenario internazionale**. Nonostante siano rientrati alcuni dei fattori idiosincratici che hanno pesato sul ciclo a fine 2018, la domanda estera resta debole ed è probabile che la crescita del PIL resti fiacca anche nella restante parte dell'anno. Inoltre, secondo Draghi l'inflazione, che si conferma più debole delle attese, toccherà un minimo a settembre. Tuttavia, Draghi ha sottolineato che nel complesso la probabilità stimata di recessione rimane bassa. Draghi ha ripetuto a più riprese che il Consiglio è pronto a reagire a sviluppi avversi con tutti gli strumenti disponibili (tra questi plausibilmente anche acquisti di asset, sebbene non siano stati discussi). I mercati valutario e obbligazionario hanno ampiamente recepito il messaggio di apertura.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, il PMI composito e l'indice ZEW di aprile offriranno indicazioni fresche sul ciclo. Ci aspettiamo segnali di stabilizzazione in particolare nel manifatturiero. Le seconde stime confermeranno l'inflazione in calo di un decimo nella media area euro a 1,4% ma stabile in Italia all'1,1%.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**. Le informazioni dovrebbero confermare un moderato rimbalzo degli indicatori di attività, con le indagini regionali del manifatturiero in territorio espansivo ad aprile, una ripresa della produzione industriale e un significativo rialzo delle vendite al dettaglio di marzo. Le indicazioni di tenuta della ripresa dovrebbero emergere anche dal Beige Book. La bilancia commerciale di febbraio dovrebbe registrare un deficit in allargamento dopo la chiusura di gennaio, con esportazioni e importazioni in aumento.

Lunedì 15 aprile

Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** sulle attese per i prossimi mesi potrebbe salire ancora ad aprile a +2 da -3,6. La fiducia degli analisti dovrebbe essere sostenuta dal rimbalzo del mercato azionario. Sarà più indicativa la valutazione della situazione corrente che ci aspettiamo poco variata dai livelli del mese precedente a 11,1, ancora al di sopra della media di lungo termine.

Stati Uniti

- L'indice **Empire** della NY Fed ad aprile è previsto in modesto aumento a 8 da 3,7 di marzo. Da fine 2018, l'indice di attività si è portato su livelli solo marginalmente positivi, mentre gli indicatori a 6 mesi hanno mantenuto il trend stabile del 2018, su livelli ampiamente espansivi. Ad aprile si dovrebbe registrare un miglioramento diffuso ad attività e ordini, in linea con le indicazioni viste nell'ISM di marzo.

Martedì 16 aprile

Stati Uniti

- La **produzione industriale** a marzo è attesa in rialzo di 0,3% m/m, dopo la stagnazione di febbraio, spinta soprattutto dalle utility e da un modesto aumento negli altri segmenti. Sulla base delle ore lavorate viste con l'*employment report*, il manifatturiero dovrebbe recuperare con un incremento di 0,2% m/m, dopo il calo di -0,4% m/m di febbraio. Le indicazioni dell'ISM a marzo sono state positive, ma l'*employment report* ha registrato una contrazione di occupati nel settore, in particolare nel comparto auto. Al netto delle auto, il manifatturiero dovrebbe registrare un output in aumento di 0,3% m/m. L'estrattivo dovrebbe riprendere il trend positivo, dopo la contrazione di febbraio, come segnalato dagli occupati in rialzo a marzo.

Mercoledì 17 aprile

Area euro

- **Area euro.** La seconda stima dovrebbe confermare il calo di un decimo dell'**inflazione** a marzo a 1,4%, ma soprattutto la frenata dell'inflazione core a 0,8% da un precedente 1,0% sulla misura al netto di energia, alimentari freschi e tabacchi. Ad aprile l'inflazione dovrebbe risalire all'1,5% a/a ma il minimo si vedrà solo a fine estate. Per un rialzo più duraturo dei prezzi *core* bisognerà attendere la seconda metà dell'anno.

- **Italia.** La **seconda stima dell'inflazione** a marzo dovrebbe confermare l'indice invariato all'1% a/a secondo l'indice nazionale e all'1,1% in base all'armonizzato, per una salita dei prezzi di tre decimi sul NIC e di 2,3% m/m sull'IPCA (che tiene conto del rientro dei saldi invernali). Nel mese, il maggior contributo al rialzo è dovuto ai trasporti, per via soprattutto dei rincari dei carburanti; sono anche rimbalzati, dopo il deciso calo del mese precedente, i prezzi delle comunicazioni; viceversa, spinte al ribasso dei listini sono venute soprattutto da alimentari e spese per il tempo libero. L'inflazione di fondo dovrebbe essere confermata in salita di un decimo a 0,5% a/a. In prospettiva, ad aprile una spinta al ribasso sui prezzi verrà dal significativo calo delle tariffe di gas e luce; pensiamo che l'inflazione possa toccare un punto di minimo a 0,5-0,6% ad agosto, prima di rimbalzare nei mesi successivi, tornando di poco superiore all'1% a fine anno. Insomma bisognerà aspettare il 2020 per vedere un indice stabilmente sopra l'1%.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** a febbraio dovrebbe registrare un deficit di -53,5 mld da -51,5 mld. I dati del commercio sono stati straordinariamente volatili nel 2018 per via della guerra dei dazi con la Cina. A febbraio si dovrebbe registrare un aumento sia delle esportazioni sia delle importazioni, con un segnale modestamente incoraggiante per una ripresa del commercio internazionale.
- La Fed pubblica il **Beige Book** in preparazione per la riunione del FOMC di inizio maggio. Il rapporto darà informazioni utili per valutare se i timidi segnali di ripresa della crescita visti in alcuni dati sono ritenuti duraturi nello scenario delle imprese. Il Beige Book dovrebbe registrare riaccelerazione dell'attività per consumi e mercato immobiliare residenziale. Sul fronte degli investimenti non residenziali c'è maggiore incertezza e sarà rilevante vedere qual è il giudizio sull'andamento atteso della domanda finale. Per il mercato del lavoro e per i prezzi, il Beige Book dovrebbe confermare che le imprese restano in fase di razionamento per via della scarsità di manodopera disponibile, con salari e altri incentivi non monetari in aumento, a fronte di un quadro di inflazione stabile senza pressioni verso l'alto. Il FOMC sta valutando l'evoluzione dei rischi e in questa fase di transizione le indagini hanno un peso maggiore che in altri periodi.

Giovedì 18 aprile

Area euro

- **Area euro.** La stima flash del **PMI composito** per il mese di aprile fornirà indicazioni sullo stato di salute dell'economia dell'eurozona nel 2° trimestre. Le indicazioni per i primi mesi dell'anno sono state univoche: proseguimento della fase di crescita al di sotto del potenziale. Ci aspettiamo un lieve recupero del PMI composito a 51,9 da 51,6, sperando che il PMI manifatturiero segnali un (lieve) miglioramento delle condizioni di business a 48,2 da 47,5, sostenuto da un avanzamento dell'indice in Francia a 50,8 da 49,7 e da una risalita di quello tedesco a 45,0 da 44,1. L'indice per i servizi è visto in lieve flessione a 53,0 da 53,3 per effetto di un possibile leggero cedimento dell'indice francese (a 48,8 da 49,1) e di una stabilizzazione di quello tedesco (a 55,4).

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a marzo sono previste in netto recupero, +0,8% m/m, dopo il calo di -0,2% m/m di febbraio. Le vendite ex-auto dovrebbero aumentare di 0,6% m/m, dopo -0,4% m/m di febbraio. Il rialzo del prezzo della benzina dovrebbe contribuire per circa 2 decimi alla dinamica delle vendite complessive. L'aggregato "control", al netto di auto, benzina, alimentari e materiali da costruzione, che entra direttamente nella definizione dei consumi del PIL, è previsto in aumento solido, +0,5% m/m, dopo tre mesi estremamente volatili anche per via dello *shutdown* (-2,2% m/m a dicembre, +1,7% m/m a gennaio, -0,2% m/m a febbraio).

- L'indice della **Philadelphia Fed** ad aprile dovrebbe correggere modestamente scendendo a 12 da 13,7 di marzo. Il mese scorso le imprese hanno riportato un miglioramento per tutti gli indici che a febbraio avevano subito un calo in territorio negativo, confermando moderata espansione. Per quanto riguarda le aspettative a 6 mesi, gli indici restano positivi, ma sono su un trend di graduale ritracciamento dai valori molto elevati del 2018.

Venerdì 19 aprile

Area euro

- **Mercati chiusi** per festività.
- **Italia.** La **fiducia di imprese e famiglie** dovrebbe mostrare un recupero ad aprile. Nel manifatturiero, il morale delle aziende è visto rimbalzare a 101,1 dopo il calo a 100,8 fatto segnare a marzo. È possibile anche un ulteriore recupero nei servizi, coerente con le indicazioni dalla *survey* PMI, mentre ci aspettiamo una correzione nelle costruzioni dove l'indagine aveva toccato a marzo un massimo degli ultimi 12 anni. Nel complesso, l'indice composito Istat potrebbe salire per il secondo mese, a 99,4 da 99,2. La fiducia dei consumatori, dopo il calo di marzo, potrebbe recuperare ad aprile, stimiamo a 111,8 da 111,2 precedente.

Stati Uniti

- **Mercati chiusi** per festività.
- I nuovi **cantieri residenziali** a marzo sono previsti in rialzo a 1,260 mln, in recupero dopo il calo di -8,7% m/m, a 1,162 mln, di febbraio, dovuto anche al clima avverso. I dati di marzo dovrebbero registrare un rimbalzo solido nel comparto delle unità monofamiliari. Le indicazioni delle licenze edilizie, della fiducia dei costruttori, delle vendite di case e delle ore lavorate nel settore puntano a un trend positivo per l'edilizia residenziale. Le **licenze** dovrebbero aumentare modestamente, a 1,295 mln, da 1,291 mln di febbraio, confermando una ripresa dai livelli del 2018.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (15 – 19 aprile)										
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	15/4	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	apr	3.7		6.0	8.0
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		feb	-7.2	Mld \$		
Mar	16/4	10:30	GB	Tasso di disoccupazione ILO		feb	3.9	%	4.0	
		10:30	GB	Retribuzioni medie		feb	3.4	%	3.5	
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		apr	11.1			11.1
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	apr	-3.6		0.0	2.0
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		mar	79.1 (78.2)	%	79.1	
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		mar	0.0 (0.1)	%	0.3	0.3
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		apr	62		63	
Mer	17/4	01:50	GIA	Bilancia commerciale		mar	334.9 (339.0)	Mld ¥		
		06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		feb	prel 1.4	%		
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	mar	prel 2.3	%		2.3
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		mar	prel 1.1	%		1.1
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	mar	prel 0.3	%		0.3
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		mar	prel 1.0	%		1.0
		10:30	GB	CPI a/a	*	mar	1.9	%	2.0	
		10:30	GB	CPI m/m		mar	0.5	%	0.2	
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		mar	prel 1.0	%	1.0	
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	mar	prel 1.4	%	1.4	1.4
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	mar	prel 1.0	%	1.0	1.0
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		feb	0.907	Mld €		
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		feb	0.322	Mld €		
		14:30	USA	Bilancia commerciale		feb	-51.1	Mld \$	-53.7	-53.5
		Gio	18/4	08:00	GER	PPI a/a		mar	2.6	%
08:00	GER			PPI m/m		mar	-0.1	%	0.2	
09:15	FRA			PMI manifatturiero prelim	*	apr	49.7		50.0	50.8
09:15	FRA			PMI servizi prelim	*	apr	49.1		49.8	48.8
09:30	GER			PMI servizi prelim	*	apr	55.4		55.0	55.4
09:30	GER			PMI manifatturiero prelim	*	apr	44.1		45.0	45.0
10:00	EUR			PMI composito prelim	**	apr	51.6		51.8	51.9
10:00	EUR			PMI manifatturiero prelim	**	apr	47.5		47.9	48.2
10:00	EUR			PMI servizi prelim	**	apr	53.3		53.3	53.0
10:30	GB			Vendite al dettaglio m/m	*	mar	0.4	%	-0.2	
10:30	GB			Vendite al dettaglio a/a		mar	4.0	%	4.6	
11:00	ITA			Ordini all'industria a/a		feb	-1.2	%		
11:00	ITA			Ordini all'industria m/m		feb	1.8	%		
11:00	ITA			Fatturato industriale a/a		feb	0.6	%		
11:00	ITA			Fatturato industriale m/m		feb	3.1	%		
14:30	USA			Richieste di sussidio		settim	196	x1000		
14:30	USA			Vendite al dettaglio m/m	**	mar	-0.2	%	0.7	0.8
14:30	USA			Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	mar	-0.4	%	0.4	0.6
14:30	USA			Indice Philadelphia Fed	*	apr	13.7		10.3	12.0
15:45	USA			Markit PMI prelim		apr	52.5			
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		feb	0.8	%	0.3			
16:00	USA	Indice anticipatore m/m		mar	0.2	%	0.2			
Ven	19/4	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	mar	0.7	%		
		01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	mar	0.2	%		
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		apr	111.2			111.8
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	apr	100.8			101.1
		14:30	USA	Licenze edilizie		mar	1.291	Mln	1.299	1.295
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	mar	1.162	Mln	1.230	

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 (15 – 19 aprile)

Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun 15/4	02:00	GIA		Discorso di Wakatabe (BoJ)
	18:00	GB		Discorso di Haskel (BoE)
	18:30	EUR		Discorso di Villeroy (BCE)
	19:00	USA		Discorso di Evans (Fed)
Mar 16/4		ITA		Audizioni ISTAT e Banca d'Italia su DEF
	02:00	USA		Discorso di Rosengren (Fed)
	15:50	USA		Discorso di Nowotny (BCE)
	20:00	USA		Discorso di Kaplan (Fed)
Mer 17/4	09:30	ITA	*	Audizione di Tria sul DEF
	15:00	GB		Discorso di Carney (BoE) e Villeroy (BCE)
	18:30	USA		Discorso di Harker (Fed)
	18:45	USA		Discorso di Bullard (Fed)
	20:00	USA	*	Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio 18/4	18:10	USA		Discorso di Bostic (Fed)
Ven 19/4		EU		EU: mercati chiusi per festività
		USA		USA: mercati chiusi per festività

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

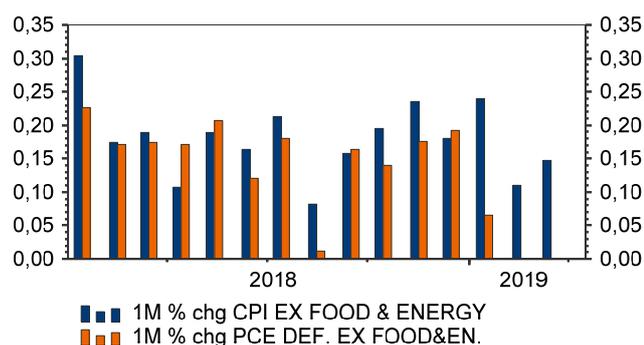
Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti					
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	mar	2.1	%	2.1	2.0
CPI m/m	mar	0.2	%	0.3	0.4
CPI a/a	mar	1.5	%	1.8	1.9
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	mar	0.1	%	0.2	0.1
Richieste di sussidio	settim	204	(202) x1000	211	196
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	mar	0.1	%	0.2	0.3
PPI m/m	mar	0.1	%	0.3	0.6
Prezzi all'import m/m	mar	0.6	%	0.4	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	apr	98.4		98.0	

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

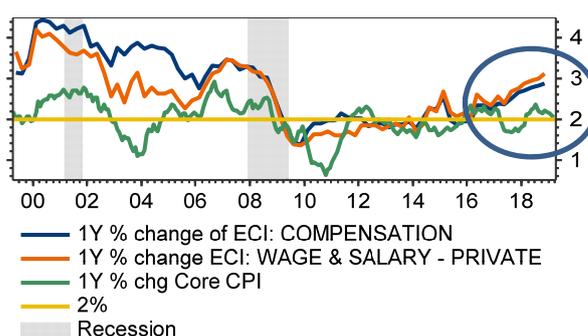
Stati Uniti. Il CPI a marzo aumenta di 0,4% m/m (1,9% a/a), con rialzi di 3,5% m/m (-0,4% a/a) dell'energia (benzina: +6,5% m/m) e di 0,3% m/m degli alimentari. L'indice **core** è in rialzo di 0,1% m/m (0,148% m/m, 2% a/a), mantenendo la variazione media mensile degli ultimi sei mesi vicina a 0,2% m/m. I **beni core** registrano un calo di -0,2% m/m, trainato da auto usate (-0,4% m/m), abbigliamento (-1,9% m/m, dopo due rialzi consecutivi). Invece, sono in aumento i prezzi delle auto nuove (+0,4% m/m), dei beni medici (0,3% m/m, spinti dai medicinali) e dei computer (+0,5% m/m). I **servizi al netto dell'energia** sono in rialzo di 0,3% m/m (2,7% a/a), in lieve accelerazione rispetto alla media recente di +0,2% m/m. L'abitazione segna +0,3% m/m (3,3% m/m), con incrementi di 0,4% m/m per gli affitti, di 0,3% m/m per gli affitti figurativi e di 0,8% m/m per alberghi e altre residenze. Anche i servizi medici hanno tariffe in aumento di 0,3% m/m, concentrate nei servizi ospedalieri e nelle assicurazioni sanitarie. Nell'istruzione, i prezzi aumentano di 0,5% m/m, mentre proseguono le correzioni delle tariffe della telefonia mobile e dei collegamenti internet. Complessivamente, i dati sono in linea con un **sentiero di inflazione core moderato** e senza pressioni verso l'alto, nonostante la ripresa della dinamica salariale.

Prezzi core in rialzo coerente con un'inflazione vicina al 2%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

L'inflazione core rimane impermeabile alle pressioni salariali



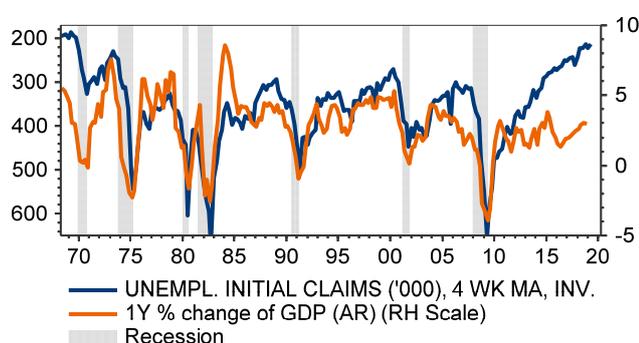
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Stati Uniti. I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 6 aprile scendono a 196 mila, da 214 mila della settimana precedente, toccando il minimo da ottobre 1969 e portando la media mobile a 4 settimane a 207 mila. I dati sono una conferma che il mercato del lavoro è sempre più sotto pressione e caratterizzato da eccesso di domanda. I nuovi sussidi sono un affidabile indicatore delle svolte cicliche: i dati dicono che la ripresa dovrebbe proseguire dopo il periodo di rallentamento visto fra fine 2018 e inizio 2019.

Stati Uniti. Il PPI a marzo sorprende con un aumento di 0,6% m/m (consenso: 0,3% m/m), con una spinta dall'energia più ampia delle attese (+5,6% m/m) dovuta alla componente benzina

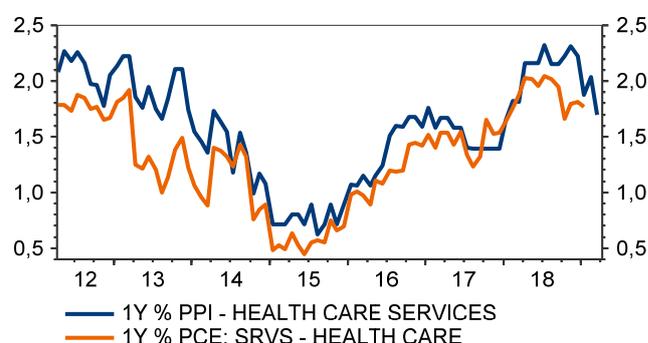
(+16% m/m). Su base annua, il PPI aumenta di 2,2% a/a, restando quindi ancora su un trend decisamente moderato. L'indice core aumenta di 0,3% m/m, con un ampio contributo del comparto del commercio (in rialzo di 1,1% m/m). L'indice al netto di energia, alimentari e commercio è invariato su base mensile. I servizi registrano un incremento di 0,2% m/m. I prezzi di beni e servizi core per il consumo aumentano di 0,4% m/m, con una variazione di 0,2% m/m per i beni core. I servizi per il consumo registrano un incremento di 0,3% m/m. Le informazioni sui prezzi dei servizi sanitari segnalano una riaccelerazione a febbraio e un rallentamento a marzo della componente servizi sanitari nel deflatore dei consumi. I dati danno ulteriori segnali di rialzi moderati dei prezzi al consumo nei prossimi mesi.

Nuovi sussidi e crescita: i segnali sono ancora positivi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Il PPI dei servizi sanitari punta a moderazione dei prezzi dei servizi anche nel deflatore dei consumi



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Fiducia delle famiglie	mar	41.5		40.5
Ordinativi di macchinari m/m	feb	-5.4	%	2.5
				1.8

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

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale (non UE - GBP)	feb	-6.558 (-4.977)	Mld £	-4.500
Bilancia commerciale (totale - GBP)	feb	-14.623 (-13.08)	Mld £	-12.70
Produzione industriale m/m	feb	0.7 (0.6)	%	0.1
				0.6

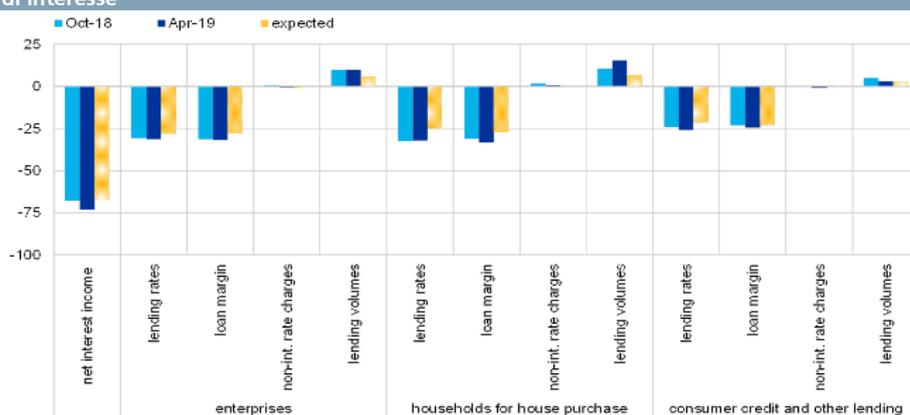
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
 Fonte: Bloomberg

Area euro							
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	feb	1.9	(1.4)	%	-0.6	-0.2
FRA	Produzione industriale m/m	feb	1.2	(1.3)	%	-0.5	0.4
FRA	IPCA m/m finale	mar	0.9		%	0.9	0.9
FRA	IPCA a/a finale	mar	1.3		%	1.3	1.3
FRA	CPI m/m Ex Tob	mar	0.1		%		0.7
GER	Bilancia commerciale destag.	feb	18.6	(18.5)	Mld €	18.0	18.7
GER	CPI (Lander) m/m finale	mar	0.4		%	0.4	0.4
GER	IPCA a/a finale	mar	1.4		%	1.4	1.4
GER	CPI (Lander) a/a finale	mar	1.3		%	1.3	1.3
GER	IPCA m/m finale	mar	0.5		%	0.5	0.5
ITA	Vendite al dettaglio a/a	feb	1.2	(1.30)	%		0.9
ITA	Produzione industriale m/m	feb	1.9	(1.7)	%	-0.8	0.8
SPA	IPCA a/a finale	mar	1.3		%	1.3	1.3

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

Area euro. L'indagine BCE sul credito conferma condizioni di prestito alle imprese poco variate nel 1° trimestre. L'aumento del costo della raccolta ha contribuito a un inasprimento delle condizioni creditizie sui prestiti alle imprese in particolare in Germania, Francia e Italia, mentre la percezione di maggiori rischi paese e a livello di impresa ha pesato principalmente in Italia. La domanda di prestiti è calata in Spagna e Italia mentre è cresciuta ancora in Germania e Olanda. Ovunque la domanda di prestiti è stata sostenuta dal basso livello dei tassi di interesse. L'indagine della BCE altresì **evidenzia un lieve inasprimento delle condizioni creditizie per le famiglie, in particolare sui mutui.** Le condizioni nel complesso restano al di sotto del livello medio dal 2003. Le banche hanno allentato le condizioni al credito in Francia e Olanda. Viceversa si è vista una stretta in Germania, Spagna e Italia. Come per il credito alle imprese, il costo del *funding* e i vincoli di bilancio hanno pesato sulle condizioni al credito. **Tra le domande ad hoc, l'indagine di aprile include una domanda sull'effetto dei tassi negativi sui margini da interesse delle banche** e sulle condizioni di credito praticate presso le imprese e famiglie. L'indagine evidenzia che le banche si attendono nei prossimi mesi un effetto ancora negativo.

Area euro – L'indagine sul credito evidenzia che i tassi negativi continuano a pesare sui margini di interesse



Fonte: BCE, *The euro area bank lending survey – first quarter of 2019*, Chart 19 a p. 30. Differenza fra la somma di banche che registrano un incremento del margine di interesse e la somma di banche che registrano una contrazione.

Francia. La **produzione industriale** è avanzata a febbraio di 0,4% m/m da 1,2% m/m di gennaio, smentendo le attese, che erano per una contrazione. Il contributo del comparto manifatturiero è stato determinante, registrando un avanzamento di 1,1% m/m da 0,7% m/m, che ha più che controbilanciato l'atteso crollo della produzione energetica (-3,8% m/m da 4,5% m/m). La variazione annua si è mantenuta in territorio positivo, a 0,6% da 1,7%. Il dato di febbraio lascia

la produzione industriale in rotta per un avanzamento di 1,2% t/t nel 1° trimestre da -0,4% t/t (per un contributo positivo alla formazione del PIL di oltre un decimo).

Italia. La produzione industriale è salita a sorpresa anche a febbraio, di +0,8% m/m dopo il +1,9% m/m di gennaio (rivisto al rialzo di due decimi). Era da fine 2017 che non si vedeva un bimestre così positivo per l'output. L'aspettativa sia nostra che di consenso era per una correzione dopo il balzo del mese precedente. **La tendenza annua è tornata in territorio positivo**, a +0,9% da -0,8% precedente (ai massimi dallo scorso settembre). Nel solo manifatturiero, la produzione è in crescita di +1,3% rispetto a un anno prima. Il rimbalzo su base congiunturale è trainato per il secondo mese dai beni di consumo (+3,2% m/m dopo il +2,6% precedente), soprattutto non durevoli. Ciò conferma come in questa fase **la tenuta del ciclo sia legata soprattutto ai consumi delle famiglie**. In progresso comunque anche i beni capitali (+1,1% m/m da +0,7% precedente, dopo i forti cali registrati tra settembre e novembre dell'anno scorso). Inoltre, **la crescita sarebbe stata anche più accentuata al netto dell'energia** (in calo di -2,4% dopo il +2,9% m/m di gennaio, probabilmente per via del clima mite che ha caratterizzato il mese). L'andamento per settore mostra un **deciso recupero, dopo il calo del mese precedente, per i farmaceutici** (+11% m/m, -5,3% a/a) **e per i mezzi di trasporto** (+2,6% m/m, -0,6% a/a). **Il comparto maggiormente trainante è quello tessile** (+5,5% m/m, +11,7% a/a), seguito da metallurgici, alimentari e altre industrie manifatturiere, mentre risultano in calo, tra gli altri: legno, carta e stampa; gomma e materie plastiche; chimici.

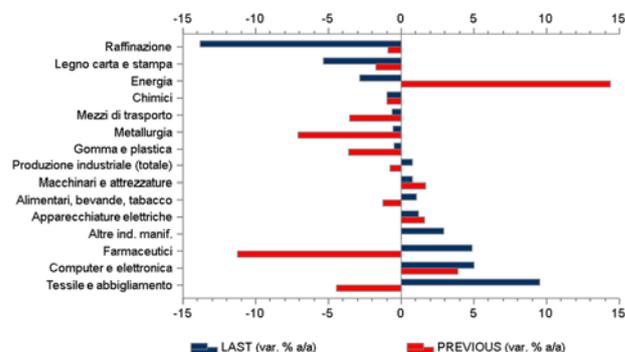
- Il dato è per molti versi sorprendente, soprattutto perché **in controtendenza rispetto alla fiducia delle imprese manifatturiere**, che mantiene un trend di calo. L'aumento di produzione potrebbe essere legato all'**anticipo di ordini dall'estero nei primi due mesi dell'anno dovuto ai timori connessi agli effetti della Brexit**. In tal senso, non è escluso che l'attività produttiva possa tornare a calare nei mesi di marzo e aprile. In ogni caso, **il dato migliora le prospettive per il 1° trimestre**, in quanto la produzione è ora in rotta per un incremento di 1,4% t/t (doppio rispetto a quanto stimato in precedenza), dopo la flessione di -0,9% t/t vista a fine 2018. **Sarebbe il miglior trimestre per l'industria dall'estate 2017**.
- A differenza della maggior parte degli altri previsori, **già prima di questo dato non ci aspettavamo un terzo calo consecutivo del PIL** in termini congiunturali a inizio 2019 (nostra stima: zero dopo il -0,1% t/t dei due trimestri precedenti). Dopo l'aumento della produzione nei primi due mesi dell'anno, i rischi su tale stima sono a nostro avviso verso l'alto. Infatti l'industria dovrebbe tornare a contribuire al valore aggiunto, per circa due decimi. Anche le costruzioni, favorite da fattori meteorologici, potrebbero mostrare un incremento di produzione nel trimestre. Per i servizi, l'unico indicatore disponibile è quello sulla fiducia delle imprese, che ha fatto segnare un recupero a partire da marzo secondo l'indagine Istat e già da febbraio in base all'indice PMI. Insomma **è possibile che il PIL torni a crescere su base congiunturale nel 1° trimestre, anche se non si può escludere che il trimestre in corso possa essere invece meno dinamico**, proprio sulla scia di una possibile correzione nell'industria.

Italia – Produzione industriale in recupero



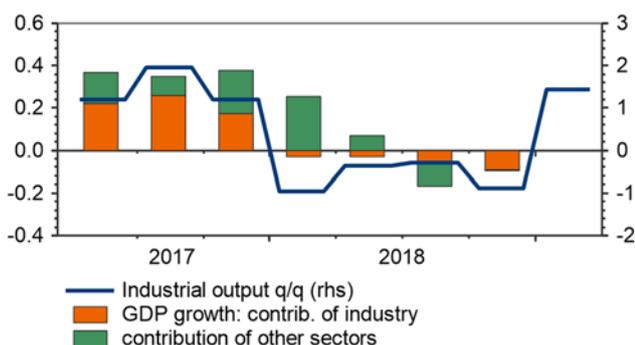
Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – A differenza del mese scorso, l'incremento di febbraio non è trainato dall'energia (anzi in calo)



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – L'industria dovrebbe tornare a contribuire al PIL a inizio 2019



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

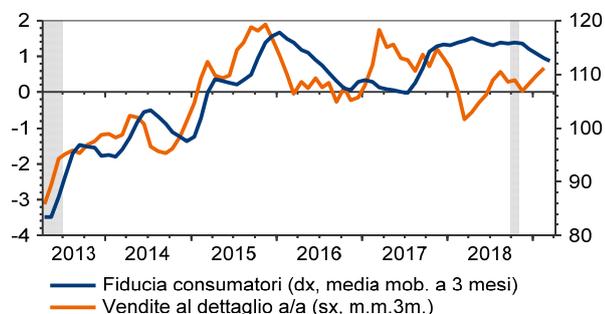
Italia – Tuttavia le indagini, almeno per ora, non segnalano un'inversione del trend negativo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

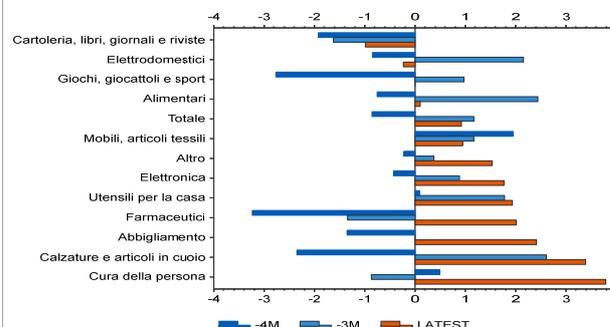
Italia. Le vendite al dettaglio sono risultate poco variate a febbraio (+0,1% m/m in valore, -0,1% m/m in volume), per via di un calo degli alimentari compensato da una crescita dei non alimentari. La variazione tendenziale è rallentata lievemente, a 0,9% da 1,2% precedente, frenata soprattutto anche in questo caso dalla diminuzione delle vendite di beni alimentari in volume (-1,7% a/a). Nel 1° trimestre, le vendite risultano in rotta per un aumento di 0,4% t/t in valore (dopo la stagnazione di fine 2018) e di 0,3% t/t in volume (in linea con i tre mesi precedenti). Ciò conferma la nostra idea che i consumi reali di contabilità nazionale a inizio 2019 possano evidenziare una variazione di 0,1-0,2% t/t (simile o marginalmente superiore a quella dei tre mesi precedenti).

Italia – Il ritmo attuale di crescita delle vendite al dettaglio è più coerente con il livello della fiducia dei consumatori



Nota: area ombreggiata=recessione. Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – Solo due gruppi di prodotti mostrano un calo tendenziale delle vendite al dettaglio a febbraio

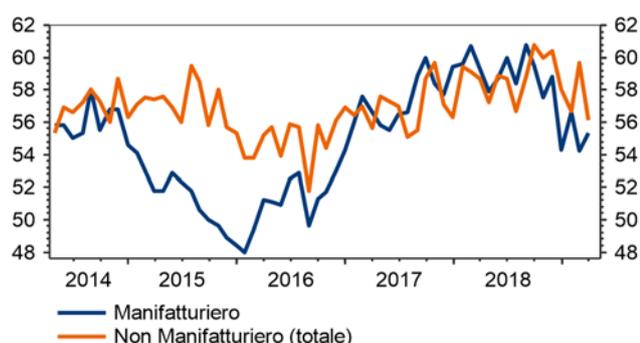


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia. L'Istat ha diffuso la **nuova versione dei conti economici nazionali e del conto delle Amministrazioni pubbliche per il 2017 e 2018**, per tenere conto della riclassificazione all'interno del settore pubblico di diverse unità istituzionali (Rfi, FerrovieNord, Invitalia, Cassa del Trentino, Finanziaria per lo sviluppo della Lombardia, Finanziaria regionale abruzzese, Finpiemonte, Finanziaria regionale Valle d'Aosta, Acquirente Unico, Ricerca sul sistema energetico). La nuova stima implica una revisione verso l'alto del PIL nominale di circa 3,2 miliardi nel 2017 e 3 mld nel 2018 (risulta immutata la variazione del PIL sia nominale che reale nel 2018). Si riscontra una lievissima riduzione del livello dell'indebitamento netto rispetto alle precedenti stime, che peraltro risulta invariato in rapporto al PIL (2,4% nel 2017 e 2,1% nel 2018). La revisione è più cospicua, ma inferiore alle attese, sul debito: come comunicato da Banca d'Italia, **il livello assoluto del debito è stato rivisto al rialzo di 0,8 miliardi nel 2016, 5,5 miliardi nel 2017 e 5,3 miliardi nel 2018, ma, in rapporto al PIL, la revisione al rialzo è di appena un decimo** (il rapporto debito/PIL si attesta perciò al 132,2% a fine 2018).

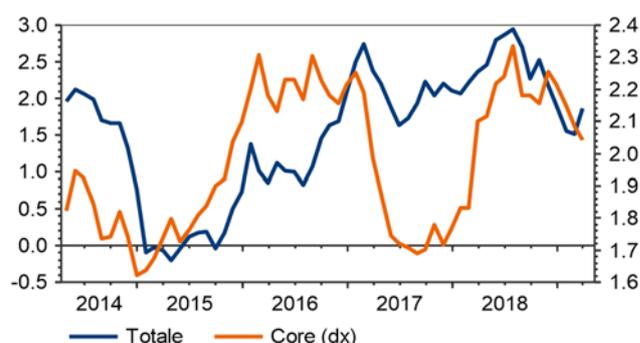
Stati Uniti

Indagini ISM



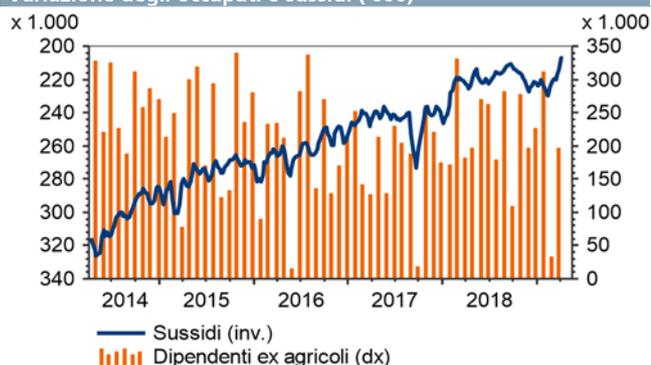
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI – Var. % a/a



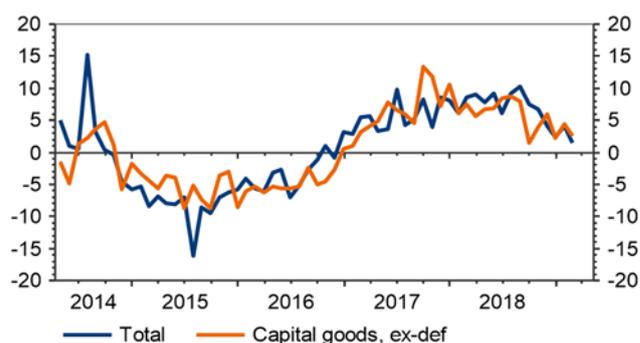
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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

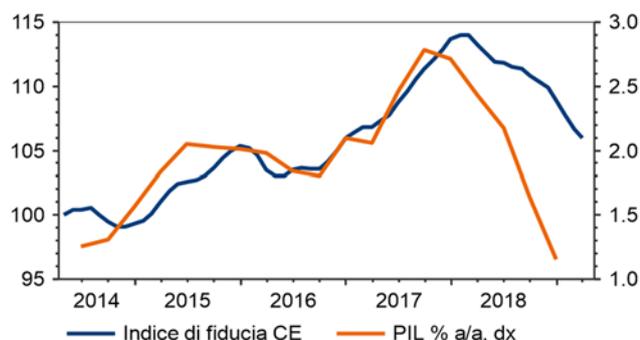
Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018		2019				2020	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.9	2.4	1.9	3.0	3.0	2.8	2.5	2.3	2.2	2.3	2.0
- trim./trim. annualizzato				3.4	2.2	1.4	3.1	2.5	2.1	1.7	1.7
Consumi privati	2.6	2.3	2.2	3.5	2.5	0.8	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0
IFL - privati non residenziali	6.9	4.1	2.9	2.5	5.4	3.5	3.8	3.5	3.4	2.8	2.5
IFL - privati residenziali	-0.3	-0.1	1.0	-3.6	-4.7	4.0	0.8	1.3	1.0	0.8	1.0
Consumi e inv. pubblici	1.5	2.3	1.4	2.6	-0.4	3.7	3.5	2.2	1.4	1.1	1.4
Esportazioni	4.0	2.3	2.5	-4.9	1.8	3.8	3.2	2.9	2.3	2.1	2.3
Importazioni	4.5	3.1	3.0	9.3	2.0	2.1	3.0	2.9	2.8	3.3	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.4	-0.1	2.7	0.2	0.2	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.6	-2.7								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.5	-6.6	-6.9								
Debito pubblico (% PIL)	138.5	139.8	141.7								
CPI (a/a)	2.4	1.7	1.9	2.6	2.2	1.6	1.6	1.8	1.8	2.1	1.9
Produzione Industriale	3.9	2.8	1.9	1.3	0.9	0.1	0.7	0.7	0.7	0.3	0.3
Disoccupazione (%)	3.9	3.7	3.5	3.8	3.8	3.9	3.7	3.6	3.5	3.5	3.3

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

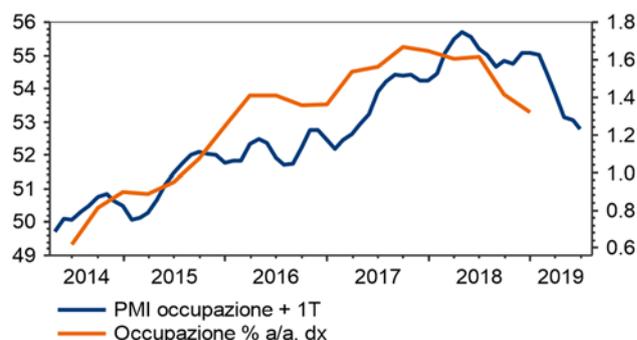
Area euro

PIL



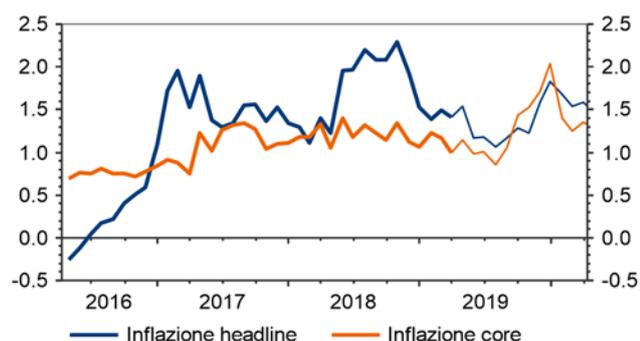
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2018	2019	2020
gennaio	1.3	1.4	1.7
febbraio	1.1	1.5	1.5
marzo	1.4	1.4	1.6
aprile	1.2	1.5	1.5
maggio	2.0	1.2	1.4
giugno	2.0	1.2	1.3
luglio	2.2	1.1	1.3
agosto	2.1	1.2	1.2
settembre	2.0	1.3	1.2
ottobre	2.3	1.2	1.2
novembre	1.9	1.6	1.2
dicembre	1.5	1.8	1.3

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

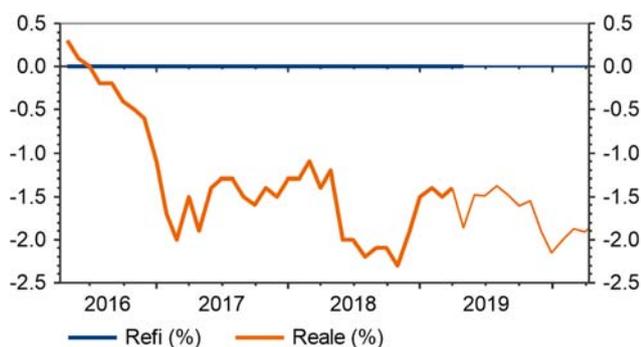
	2018	2019p	2020p	2018			2019			2020	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.8	1.2	1.4	1.6	1.2	1.0	0.9	1.3	1.4	1.5	1.5
- t/t				0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
Consumi privati	1.3	1.0	1.4	0.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	3.3	2.1	2.3	0.5	1.3	-0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
Consumi pubblici	1.1	1.4	1.2	0.0	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.1	2.6	2.5	0.2	1.2	0.3	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6
Importazioni	3.1	3.3	2.9	1.1	1.1	0.6	0.7	0.6	0.9	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.1	0.0	0.4	-0.4	0.3	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.8	3.6	3.2								
Deficit pubblico (% PIL)	-0.8	-1.0	-1.0								
Debito pubblico (% PIL)	86.9	85.2	82.8								
Prezzi al consumo (a/a)	1.8	1.4	1.4	2.1	1.9	1.4	1.3	1.2	1.5	1.6	1.4
Produzione industriale (a/a)	0.9	0.8	1.8	0.5	-1.9	-0.5	0.1	0.9	2.7	2.7	2.0
Disoccupazione (%)	8.2	7.8	7.7	8.0	7.9	7.8	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7
Euribor 3 mesi	-0.32	-0.32	-0.17	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.30

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								
	set	dic	mar	11/4	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36
Euribor 3m	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33

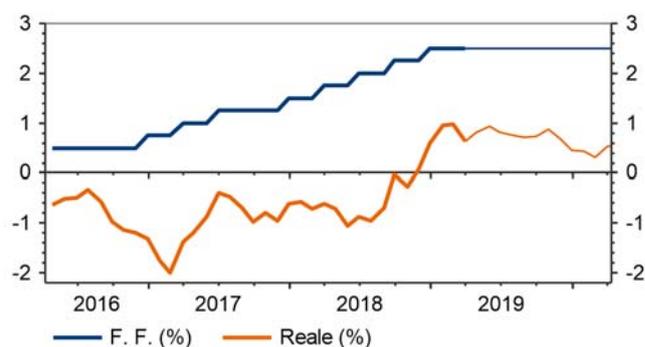
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	set	dic	mar	11/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Libor USD 3m	2.40	2.81	2.60	2.60	2.55	2.55	2.55	2.56

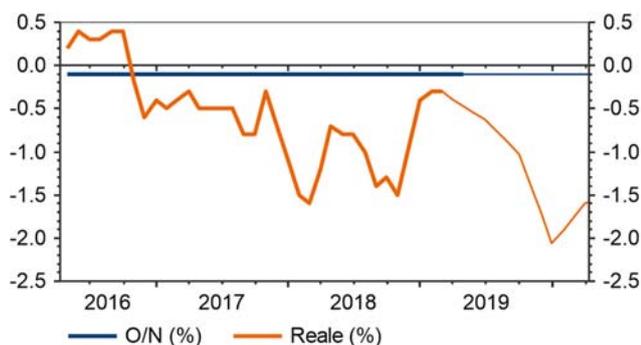
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	set	dic	mar	11/4	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.07	-0.06	-0.06	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02

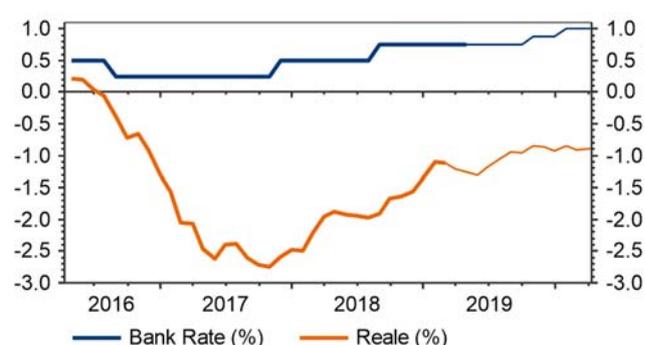
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	set	dic	mar	11/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.88	1.00
Libor GBP 3m	0.80	0.91	0.85	0.82	0.95	0.95	1.03	1.16

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio											
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	12/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.06	1.23	1.16	1.15	1.13	1.1307	1.14	1.15	1.16	1.20	1.22
USD/JPY	110	107	112	108	111	111.86	110	111	111	112	110
GBP/USD	1.25	1.42	1.32	1.28	1.31	1.3068	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32
EUR/CHF	1.07	1.19	1.15	1.13	1.14	1.1319	1.13	1.13	1.13	1.15	1.16
EUR/JPY	116	132	130	125	125	126.50	126	127	129	134	134
EUR/GBP	0.85	0.87	0.88	0.90	0.86	0.8652	0.86	0.87	0.88	0.91	0.92

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@intesaspaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesaspaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesaspaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesaspaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesaspaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesaspaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesaspaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesaspaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesaspaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesaspaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesaspaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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.

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. 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 Consob 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

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlg_231_2001.jsp che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp ed aggiornate 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.