INTESA SANPAOLO

Weekly Economic Monitor

Il punto

La decisione di Trump di **alzare al 25% i dazi su 200 mld di dollari di importazioni dalla Cina** mentre sono in corso gli incontri fra le delegazioni cinese e americana, conferma la svolta negativa dei **negoziati**. Dopo gli eventi di questa settimana, anche nel caso favorevole (e probabile) di proseguimento delle trattative, il clima di distensione sul commercio internazionale degli ultimi mesi difficilmente potrà riassestarsi. Il rischio di volatilità ed escalation delle tensioni sarà probabilmente percepito dalle imprese come un fattore strutturale, con conseguenze rilevanti per le decisioni produttive e per il clima di fiducia.

Le nuove previsioni della **Commissione UE sull'Italia** non differiscono molto da quelle del Governo (laddove si tenga conto delle diverse ipotesi su clausole di salvaguardia e proventi da privatizzazioni).

I market mover della settimana

Nell'**area euro** il focus sarà sulla stima di crescita del PIL tedesco che ci aspettiamo sia avanzato di 0,3% t/t. L'indice ZEW dovrebbe segnalare una stabilizzazione dell'economia tedesca dopo la frenata dei sei mesi precedenti. Le seconde stime confermeranno l'aumento dell'inflazione all'1,7% da 1,4% nell'area euro, di sette decimi in Germania al 2,1% e di un decimo all'1,2% sia in Italia che Francia.

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini di maggio dovrebbero confermare una modesta espansione dell'attività nel manifatturiero e stabilità della fiducia dei consumatori su livelli elevati. Sarà importante monitorare il trend delle aspettative di inflazione delle famiglie e le indicazioni sui prezzi futuri delle imprese nell'attuale contesto di inflazione debole. Per aprile, le vendite al dettaglio dovrebbero essere in ripresa moderata al netto di auto e benzina, e la produzione industriale dovrebbe essere invariata.

10 maggio 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 10.05.2019

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

Il Punto

La decisione di Trump di **alzare al 25% i dazi su 200 mld di dollari di importazioni dalla Cina** mentre sono in corso gli incontri fra le delegazioni cinese e americana, conferma la svolta negativa dei **negoziati**. Dopo gli eventi di questa settimana, anche nel caso favorevole (e probabile) di proseguimento delle trattative, il clima di distensione sul commercio internazionale degli ultimi mesi difficilmente potrà riassestarsi. Il rischio di volatilità ed escalation delle tensioni sarà probabilmente percepito dalle imprese come un fattore strutturale, con conseguenze rilevanti per le decisioni produttive e per il clima di fiducia.

Il presidente Trump ha deciso di procedere con il **rialzo al 25% dei dazi USA su 200 mld di importazioni dalla Cina a partire dalla mezzanotte di oggi,** giustificandolo con l'arretramento della controparte su punti già concordati nelle trattative dei mesi passati, e ha riaffermato la volontà di introdurre dazi del 25% su altri 325 mld di importazioni, dando istruzioni all'US Trade Representative (USTR) di iniziare a predisporre le condizioni amministrative per attuare le nuove misure. Gran parte delle importazioni soggette al rialzo dei dazi che entrerà in vigore da domani sono beni capitali e/o intermedi, ma circa 40 mld sono beni di consumo. L'ufficio dell'USTR darà la possibilità alle imprese del settore di richiedere esenzioni in caso di danni ingenti dai nuovi dazi, come era avvenuto per acciaio e alluminio. Invece, le eventuali misure sugli ulteriori 325 mld di importazioni colpirebbero prevalentemente beni di consumo, dall'elettronica, all'abbigliamento. Secondo stime della Tax Foundation, il rialzo dei dazi al 25% su 200 mld di import cinesi avrebbe un effetto negativo sulla crescita di circa -0,1pp. In caso di implementazione di dazi del 25% sui restanti 325 mld di importazioni dalla Cina, l'effetto stimato sul PIL sarebbe pari a -0,2pp. I dazi applicati finora sulle importazioni cinesi (25% su 50 mld e 10% su 200 mld) dovrebbero aver frenato la crescita complessivamente di -0,1pp. Va aggiunto che, come già accaduto nel 2018, l'aumento dei dazi sarebbe probabilmente accompagnato da una significativa svalutazione del renminbi sui mercati valutari.

Per dare maggiore credibilità alla propria strategia, Trump ha dichiarato di essere "diverso da molte altre persone", dato che pensa che "i dazi siano molto potenti" per gli USA. La Cina ha ribadito che intende agire con le contromisure necessarie, per ora non identificate. L'annuncio del rialzo dei dazi USA è avvenuto mentre è in corso l'incontro fra le **delegazioni cinese e americana,** iniziato giovedì, in un clima di tensioni elevate. Una settimana fa si prevedeva che oggi avrebbe potuto essere annunciata la data di un summit fra i presidenti Trump e Xi. Invece, nella migliore delle ipotesi, potrà essere confermato il proseguimento dei negoziati, mentre le parti cercano di ricostruire un accordo che potrebbe richiedere tempo, alla luce della divergenza di opinioni su alcuni temi cruciali che sembravano essere stati risolti.

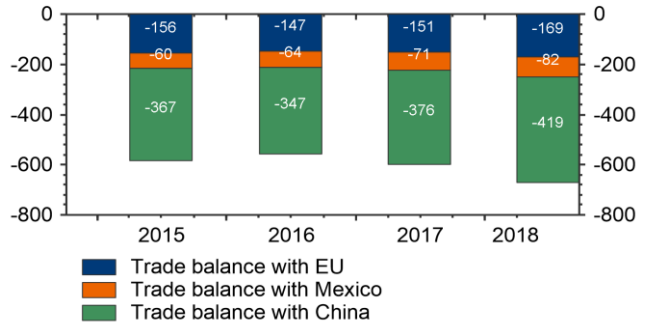
In parte, l'escalation delle tensioni nell'ultima settimana sembra sia dovuta alla percezione cinese di avere una posizione di maggiore forza rispetto a qualche mese fa, sulla scia del miglioramento della congiuntura e del successo della conferenza per la Belt and Road Initiative, che ha potenziato lo *standing* internazionale della Cina. Inoltre, sembra che le Autorità cinesi abbiano interpretato i richiami di Trump a Powell per tassi più bassi come un segnale di timore di rallentamento dell'economia USA da parte dell'amministrazione. Una conclusione dei negoziati è ora più lontana del previsto, e dipende da un eventuale compromesso sulla questione che ha portato al blocco delle trattative domenica scorsa. La svolta negativa dell'ultima settimana riguarda principalmente la pubblicazione dei dettagli di un eventuale trattato, che dovrebbe includere impegni da parte cinese a modificare leggi e regolamentazioni per aprire i propri mercati, tutelare le imprese americane e ridurre i sussidi alle imprese statali. Dal lato cinese, l'intenzione era di pubblicare solo un sommario, senza indicare i dettagli per evitare di mostrare una perdita di sovranità legislativa.

La svolta negativa dei negoziati con la Cina, indipendentemente dall'esito futuro per i dazi attuati oggi e per quelli minacciati, **avrà un effetto segnaletico importante e duraturo** per le imprese, con l'indicazione che i rischi di turbolenza per gli scambi commerciali con la Cina restano elevati e con incentivi a spostare produzione e/o importazioni dalla Cina ad altri paesi. I flussi di investimento fra i due paesi sono già ampiamente rallentati nel 2018 (investimenti cinesi in USA sui livelli del 2010, meno del 10% dei livelli del 2016) e gli scambi commerciali probabilmente seguiranno in modo più strutturale, dopo un anno di volatilità.

Per gli Stati Uniti, lo scenario del commercio è sempre più complesso: il fronte con la Cina resta aperto, mentre è ancora da approvare il **nuovo NAFTA**, si stanno discutendo **trattati bilaterali con l'UE e con il Giappone** e potrebbe aprirsi la prossima settimana il fronte dei **dazi sul settore auto**. Infatti, il presidente Trump ha tempo fino al 17 maggio per decidere se intervenire sulla base delle raccomandazioni del rapporto preparato dal Commerce Department sul settore auto. Entro tale data, Trump dovrà indicare se intende perseguire le indicazioni del rapporto, che probabilmente conclude che le importazioni di auto rappresentano una minaccia per la sicurezza nazionale, da affrontare con misure di contenimento, fra cui dazi e/o quote.

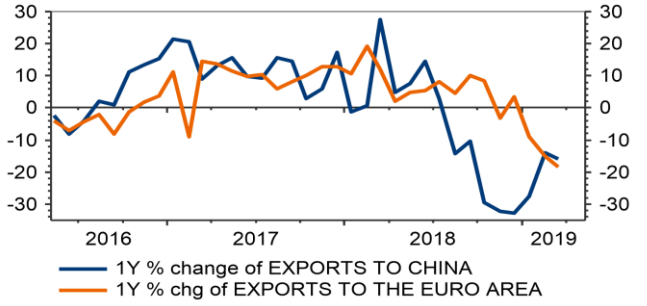
Lo scenario del commercio internazionale è ormai radicalmente cambiato: oltre alla progressiva riduzione del ruolo del WTO, la tendenza all'integrazione commerciale potrebbe essersi ormai invertito definitivamente. Ciò avrà implicazioni di lungo respiro anche sugli investimenti delle imprese, soprattutto per l'incertezza che tale svolta ha creato.

Il deficit commerciale americano con la Cina continua ad allargarsi nonostante, o anche a causa dei dazi



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Il mondo è cambiato con la presidenza Trump: effetti sul commercio con la Cina



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Le nuove previsioni della **Commissione UE sull'Italia** non differiscono molto da quelle del Governo (laddove si tenga conto delle diverse ipotesi su clausole di salvaguardia e proventi da privatizzazioni).

Nelle Previsioni Economiche di Primavera, **la Commissione Europea ha rivisto al ribasso di un decimo sia nel 2019 che nel 2020 le stime di crescita** per la zona euro all'1,2% e all'1,5%. Le stime sono allineate con le nostre previsioni più recenti. Le revisioni più ampie rispetto all'autunno riguardano la Germania, dove la crescita per quest'anno è stata rivista a 0,5% da un precedente 1,1%. La crescita sarà sostenuta ancora dalla dinamica della domanda interna e da un mix di politiche economiche di ampio supporto. Oltre alla politica monetaria anche la politica fiscale sarà di supporto all'economia: il saldo strutturale di bilancio è atteso peggiorare di mezzo punto nel biennio in corso. Secondo la Commissione, il rallentamento economico che si è registrato dall'estate scorsa fino a inizio 2019 è in larga misura legato a fenomeni temporanei e specifici di settore, in primis l'auto ma anche l'elettronica. Il rallentamento del commercio mondiale stimato al 2,9% nel 2019 dal 3,8% del 2018 è la causa dell'andamento recente

dell'export. La Commissione nota che i rischi restano verso il basso e sono legati all'incertezza su politiche commerciali e Brexit. In caso di rallentamento più marcato, la Commissione indica come opportuno usare più aggressivamente la leva della politica fiscale.

L'Italia, assieme alla Francia, è l'unico paese dell'Eurozona dove il rapporto debito/PIL è previsto in crescita nel biennio 2019-20. Tuttavia, diversamente che in Italia, l'incremento previsto in Francia è marginale. Invece, fra i paesi ad alto debito il saldo strutturale peggiora anche in Spagna, Portogallo e Belgio, per quanto molto meno rispetto all'Italia. La Commissione Europea prevede che Germania e Olanda, i due maggiori paesi a basso debito e in surplus, usino in parte lo spazio di manovra di cui dispongono sul piano fiscale per sostenere l'economia.

Per quanto riguarda l'Italia, la Commissione ha tagliato la stima di crescita del PIL a 0,1% per l'anno in corso e 0,7% per il 2020 (cifre limate al ribasso di un decimo rispetto alla previsione di febbraio). Tuttavia, le previsioni sono state redatte con le informazioni disponibili il 24 aprile, cioè prima che fosse diffuso il dato preliminare sul PIL del 1° trimestre, infatti dal profilo trimestrale pubblicato nel rapporto si vede che la stima per il 1° trimestre è 0,1% t/t (seguito da 0,1% t/t nel 2° trimestre e 0,2% t/t nei due trimestri successivi). Con lo 0,2% t/t già uscito nel 1° trimestre, mantenendo lo stesso profilo previsivo per i trimestri successivi, la crescita annua risulterebbe pari a 0,3% nel 2019 (e 0,8% nel 2020). A nostro avviso, il PIL probabilmente non crescerà nel trimestre corrente, mentre resta possibile una ripresa nella seconda metà dell'anno all'incirca sugli stessi ritmi visti nei primi tre mesi. Questo scenario è coerente con un'espansione annua di 0,2% (attualmente superiore alle attese di consenso, scese a zero ad aprile).

Le proiezioni di finanza pubblica (a politiche invariate ovvero senza ipotizzare il rialzo dell'IVA né misure alternative) vedono un deficit al 2,5% quest'anno e al 3,5% l'anno prossimo (le precedenti stime, di novembre, erano 2,9% e 3,1% rispettivamente). La revisione migliorativa per l'anno in corso è dovuta alle modifiche dell'ultima ora alla Legge di bilancio, che valevano esattamente quattro decimi di punto. Tenuto conto del deteriorarsi del quadro di crescita (che era attesa a 1,2% dalla Commissione a novembre), ci si sarebbe potuti anzi aspettare un numero peggiore (la stima della Commissione è di appena un decimo superiore al target governativo). Inoltre, il peggioramento rispetto al 2018 è dovuto quasi interamente al ciclo, infatti il disavanzo strutturale peggiora di appena due decimi, come previsto dall'accordo UE-Governo dello scorso dicembre (ovvero è invariato tenuto conto della flessibilità di due decimi concessa per circostanze eccezionali). Insomma, l'andamento del disavanzo sia nominale che strutturale quest'anno non sembra giustificare la richiesta di una manovra correttiva.

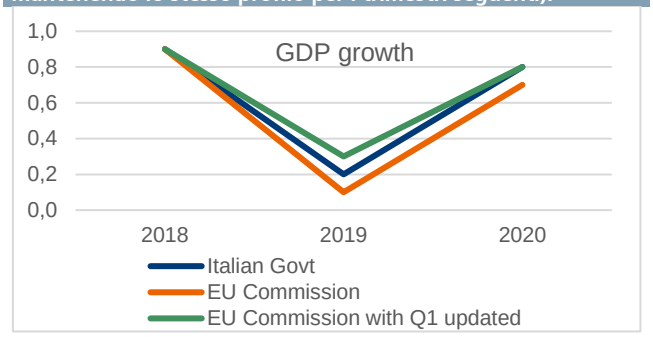
Le maggiori criticità vengono dall'evoluzione del debito (già quest'anno) e del deficit l'anno prossimo. Quest'ultimo è atteso peggiorare a 3,5% in termini nominali e di ben 1,2% in termini strutturali. La differenza rispetto alle stime del Governo è spiegata dalle clausole di salvaguardia (e dalle spese a politiche invariate). In altri termini, solo per ottenere un disavanzo strutturale invariato l'anno prossimo, il Governo dovrebbe coprire interamente le clausole, il che appare condizione necessaria per evitare che possa materializzarsi il rischio di una procedura per deficit eccessivo. Ma potrebbe essere non sufficiente, in quanto per un pieno rispetto della regola sul saldo strutturale sarebbe richiesto un aggiustamento di +0,6%, ovvero una manovra netta pari all'1,8% del PIL (circa 33 miliardi).

Ancora più preoccupante la dinamica del debito, che la Commissione ha rivisto al rialzo a 133,7% per quest'anno, e a 135,2% per l'anno prossimo (a novembre il debito era visto poco variato al 131% del PIL nel biennio). In questo caso, le ragioni degli scostamenti rispetto alle previsioni governative sono due: non solo le clausole, che agiscono dal 2020, ma anche le ipotesi in merito all'ambizioso programma di privatizzazioni (che vale un punto di PIL quest'anno e tre decimi l'anno prossimo). La Commissione non sembra incorporare proventi da tale

programma (il che sarebbe giustificato dal fatto che il Governo non ha sinora fornito alcun dettaglio in merito).

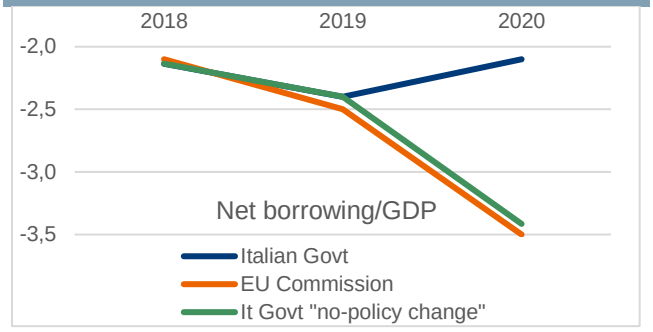
In sintesi, le nuove previsioni di crescita del PIL della Commissione ci sembrano non aggiornate e forse (lievemente) pessimistiche, le proiezioni sulla finanza pubblica delineano un **quadro tendenziale non compatibile con il rispetto delle regole UE** e del tutto coerente con le stime inserite dallo stesso Governo nel DEF, con la differenza data da una diversa valutazione della probabilità che vengano attuate privatizzazioni e aumento dell'IVA.

Fig. 1 – Previsioni sulla crescita del PIL reale: Governo vs Commissione UE (con dato 1° trimestre aggiornato e mantenendo lo stesso profilo per i trimestri seguenti).



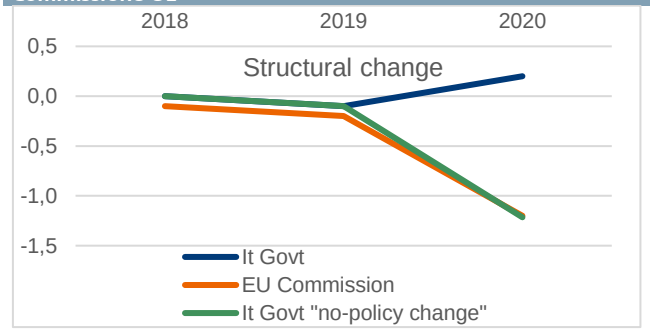
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Fig. 2 – Previsioni sul rapporto deficit/PIL: Governo (quadro programmatico e a politiche invariate) vs Commissione UE



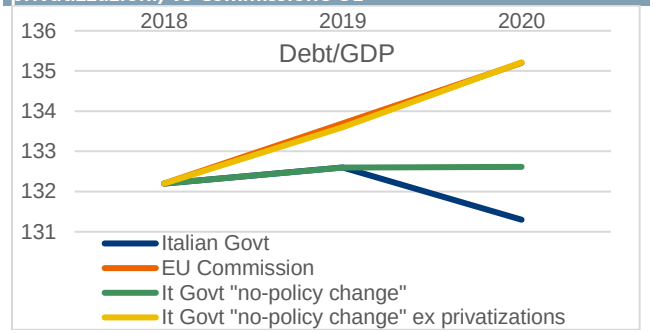
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Fig. 3 – Previsioni sulla variazione del saldo strutturale: Governo (quadro programmatico e a politiche invariate) vs Commissione UE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

Fig. 4 – Previsioni sul rapporto debito/PIL: Governo (quadro programmatico, a politiche invariate e al netto delle privatizzazioni) vs Commissione UE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati MEF, Commissione UE

I market mover della settimana

Nell'**area euro** il focus sarà sulla stima di crescita del PIL tedesco che ci aspettiamo sia avanzato di 0,3% t/t. L'indice ZEW dovrebbe segnalare una stabilizzazione dell'economia tedesca dopo la frenata dei sei mesi precedenti. Le seconde stime confermeranno l'aumento dell'inflazione all'1,7% da 1,4% nell'area euro, di sette decimi in Germania al 2,1% e di un decimo all'1,2% sia in Italia che Francia.

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini di maggio dovrebbero confermare una modesta espansione dell'attività nel manifatturiero e stabilità della fiducia dei consumatori su livelli elevati. Sarà importante monitorare il trend delle aspettative di inflazione delle famiglie e le indicazioni sui prezzi futuri delle imprese nell'attuale contesto di inflazione debole. Per aprile, le vendite al dettaglio dovrebbero essere in ripresa moderata al netto di auto e benzina, e la produzione industriale dovrebbe essere invariata.

Lunedì 13 maggio

- Nessun dato.

Martedì 14 maggio

Area euro

- **Germania.** La seconda stima dovrebbe confermare che l'**inflazione** è salita al 2,1% da un precedente 1,4% sulla misura armonizzata e al 2,0% da un precedente 1,3% sull'indice nazionale. Il rialzo dei prezzi nel mese di aprile è stato particolarmente marcato nell'abbigliamento e nei servizi ricreativi (pacchetti vacanze e ristorazione), potrebbero aver pesato effetti di calendario e la Pasqua avanzata. Ci aspettiamo che l'inflazione tedesca torni indietro all'1,7% e resti su tale livello fino a fine anno.

- **Euro zona**. La **produzione Industriale** è vista in calo di 0,2% m/m a marzo dopo la contrazione del mese precedente. I dati dalla Germania hanno indicato un recupero di produzione, ma l'*output* ha ceduto in Italia, Spagna e Portogallo. Se confermato il dato lascerebbe la produzione in calo di 0,6%tt. La crescita acquisita per il 2° trimestre è di -0,7%. L'andamento della produzione ad aprile potrebbe risultare assai volatile a causa della Pasqua ritardata rispetto al 2018.

- **Germania.** L'indice **ZEW** sulle attese è visto circa stabile a maggio a 4 da un precedente 3,1. L'indice sulla situazione corrente potrebbe muovere finalmente al rialzo a 8 da 5,5 dopo sei mesi di cali ininterrotti.

- **Paesi Bassi.** La stima preliminare dovrebbe indicare che nel 1° trimestre l'economia ha rallentato, registrando un avanzamento del PIL di 0,3% t/t da 0,5% t/t di fine anno. Dai dettagli dovrebbe emergere un contributo negativo del commercio estero, ma un avanzamento della domanda interna. Se confermato, la variazione annua passerebbe a 1,7% da 2,0%, portando la crescita acquisita all'1,0%. Per l'anno in corso prevediamo una normalizzazione del PIL attorno all'1,6% da 2,6% del 2018.

Stati Uniti

- I **prezzi all'import** ad aprile sono previsti in aumento di 0,8% m/m, dopo 0,6% m/m a marzo, sulla scia di prezzi in rialzo nel settore energetico.

Mercoledì 15 maggio

Area euro

- **Germania.** La prima stima dovrebbe mostrare una crescita del **PIL di 0,3% t/t** nel 1° trimestre dopo lo stallo della seconda metà dello scorso anno. Su base annua la crescita è attesa stabilizzarsi a 0,6% a/a. Nonostante il calo di attività nel manifatturiero i servizi e il commercio al dettaglio dovrebbero aver contribuito positivamente. Da lato della domanda interna ci aspettiamo un contributo positivo della domanda domestica in parte controbilanciato dal calo dell'export. Nel trimestre primaverile, la crescita dovrebbe stabilizzarsi intorno a 0,3% t/t. In media 2019 ci aspettiamo una crescita di 0,9% dall'1,4% del 2018.

- **Euro zona.** La seconda stima dovrebbe confermare la crescita del **PIL** a 0,4% t/t nel 1° trimestre dopo lo 0,2% t/t della seconda metà del 2018 (1,2% a/a). I dettagli si avranno con la 3° stima ma la crescita dovrebbe essere stata spinta dalla domanda interna. In media 2019, confermiamo la nostra previsione di 1,2% ma i rischi restano verso il basso e sono legati all'evoluzione dello scenario internazionale.

- **Francia.** La seconda lettura dovrebbe confermare che ad aprile i prezzi al consumo sono avanzati di 0,2% m/m sull'indice nazionale e di 0,3% m/m su quello armonizzato rispettivamente da 0,8% m/m e 0,9% m/m. L'inflazione è attesa quindi essere confermata anch'essa in accelerazione di un decimo all'1,2% dall'1,1% sulla misura nazionale e all'1,4% dall'1,3% su quella armonizzata.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** ad aprile sono previste in aumento di 0,2% m/m, dopo +1,6% m/m, sulla scia di una correzione nel comparto auto. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero essere in rialzo solido, +0,7% m/m, in parte però dovuto all'aumento del prezzo della benzina. Al netto di auto e benzina, le vendite dovrebbero essere in rialzo più moderato, 0,3% m/m, ma sempre positive anche in termini reali. I dati saranno frenati anche da prezzi deboli nel comparto abbigliamento, come rilevato dal CPI e dal deflatore. Il trend dei consumi nel 2° trimestre rimane comunque di accelerazione solida dopo la variazione modesta vista nel 1° trimestre (1,2% t/t ann.).

- L'indice **Empire della NY Fed** a maggio è previsto in modesto calo, a 9 da 10,1 di aprile. Lo spaccato dell'indagine ad aprile era coerente con il proseguimento di una ripresa moderata nel settore, su ritmi inferiori a quelli del 2018 ma sempre positivi. Un campanello d'allarme nell'indagine era stata la correzione degli indici di aspettative a 6 mesi, oltre che il persistente scivolamento degli indici dei prezzi ricevuti. Nelle informazioni di maggio, questi saranno i due punti da monitorare. La ripresa delle tensioni nei negoziati commerciali con la Cina potrebbe avere un effetto negativo sulle indagini presso imprese e famiglie.

- La **produzione industriale** ad aprile dovrebbe essere invariata su base mensile, dopo -0,1% m/m di febbraio, sulla scia di una correzione attesa per le utility e per l'estrattivo. La **produzione manifatturiera** dovrebbe essere in modesto rialzo (+0,1% m/m). Le ore lavorate ad aprile sono rimaste stabili nel manifatturiero e la crescita della produttività dovrebbe spingere l'output in marginale aumento, il primo da dicembre 2018.

Giovedì 16 maggio

Area euro

- **Francia.** La **disoccupazione** nel 1° trimestre è attesa calare di un decimo all'8,7% dall'8,8% (sull'aggregato che include i possedimenti d'oltremare) e all'8,4% dall'8,5% sull'indice per la Francia continentale. Rispetto al deciso calo di tre decimi di fine 2018 ci attendiamo per l'anno in corso un calo dei senza lavoro più moderato che potrebbe portare la media annua all'8,6% quest'anno dal 9,1% del 2018.

- **Italia**. La **seconda stima dei prezzi al consumo** ad aprile dovrebbe confermare l'inflazione in salita di un decimo, a 1,1% sull'indice nazionale e a 1,2% sull'armonizzato (nel mese i prezzi dovrebbero essere aumentati di due decimi sul NIC e di 0,6% m/m sull'IPCA). I rincari appaiono legati a fattori stagionali e di calendario, visto che la prossimità della Pasqua con la festa della Liberazione ha favorito una crescita congiunturale marcata in particolare nei servizi ricettivi e di ristorazione e nei trasporti (anche per via degli aumenti dei carburanti), che ha compensato le pressioni al ribasso dalle spese per la casa e dalle comunicazioni. Pensiamo che l'inflazione possa tornare a calare nei prossimi mesi (toccando un minimo attorno a 0,6% nei mesi estivi), per poi risalire sopra l'1% nella parte finale dell'anno.

Stati Uniti

- I **nuovi cantieri** ad aprile dovrebbero recuperare salendo a 1,230 mln, da 1,139 mln di febbraio, e dopo due cali consecutivi. L'employment report di aprile ha registrato un ampio aumento di occupati nelle costruzioni, concentrato però nel settore non residenziale a fronte di debolezza in quello residenziale. Le **licenze** sono previste a 1,280 mln da 1,269 mln di febbraio, con indicazioni di trend in rialzo per l'attività nel settore dell'edilizia residenziale, in linea anche con la moderata ripresa delle vendite di case nuove e del livello elevato della fiducia dei costruttori.

- L'indice della **Philadelphia Fed** a maggio dovrebbe stabilizzarsi a 9, da 8,5 di aprile. L'ISM di aprile ha corretto sulla scia di un ampio calo degli ordini, ma ha mantenuto altre componenti su livelli espansivi. Ad aprile, l'indagine della Philadelphia Fed aveva mostrato una ripresa degli ordini e una stabilizzazione delle consegne su livelli superiori alla media degli ultimi 6 mesi, dando indicazioni di moderata riaccelerazione dell'attività. Nei dati di maggio saranno da seguire non solo le indicazioni sull'attività, ma anche quelle relative ai prezzi. I prezzi ricevuti sono su un trend di rallentamento da inizio 2019 e fanno parte di un insieme di segnali di debolezza della dinamica dei prezzi che la Fed monitorerà con attenzione.

Venerdì 17 maggio

Area euro

- **Euro zona**. L'inflazione dovrebbe essere confermata in aumento di tre decimi all'1,7% ad aprile. La dinamica sottostante è salita all'1,3% da un precedente 1,0% sulla misura preferita dalla BCE. Il rialzo dell'inflazione è in larga misura dovuto a pressioni in Germania sui prezzi di abbigliamento e servizi ricreativi che potrebbe essere legato alla Pasqua ritardata. A maggio l'inflazione euro zona è attesa retrocedere di due decimi sulla misura *headline* e di un decimo sulla misura *core*.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a maggio (preliminare) è attesa in marginale calo a 97 da 97,2 di aprile, per via delle rinnovate tensioni sul commercio internazionale. Il focus sarà sull'andamento delle aspettative di inflazione in questa fase di dinamica dei prezzi debole e di trend modestamente verso il basso delle aspettative sull'orizzonte a 5-10 anni.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (13 – 17 maggio)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Mar	14/5	08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	apr	prel 1.0	%	1.0	1.0
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	apr	prel 1.0	%		1.0
		08:00	GER	IPCA a/a finale		apr	prel 2.1	%	2.1	2.1
		08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		apr	prel 2.0	%	2.0	2.0
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		apr	prel 1.6	%		1.6
		09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T1	2.0	%		1.7
		09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T1	0.5	%		0.3
		10:30	GB	Tasso di disoccupazione ILO		mar	3.9	%	3.9	
		10:30	GB	Retribuzioni medie		mar	3.5	%	3.5	
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	mar	-0.2	%	0.0	-0.3
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mag	5.5		5.1	8.0
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mag	3.1		5.0	4.0
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		apr	0.6	%	0.7	0.8
Mer	15/5	08:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T1	0.0	%	0.4	0.3
		08:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T1	0.6	%	0.7	0.6
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		apr	prel 1.4	%	1.4	1.4
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	apr	0.7	%		
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	apr	prel 0.3	%		0.3
		10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		mar	-2.9	%		
		10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		mar	-2.7	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		mar	0.3	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		mar	1.3	%		
		11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T1	prel 0.4	%	0.4	0.4
		11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T1	prel 1.2	%	1.2	1.2
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	mag	10.10		10.50	9.0
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	apr	1.6	%	0.2	0.2
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	apr	1.2	%	0.7	0.7
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		apr	78.8	%	78.8	
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		apr	-0.1	%	0.2	0.0
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		mag	63		64	
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		mar	0.3	%	0.2	
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		mar	51.9	Mld $		
Gio	16/5	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	apr	prel 0.6	%		0.6
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		apr	prel 1.2	%		1.2
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	apr	prel 0.2	%		0.2
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		apr	prel 1.1	%		1.1
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		mar	1.112	Mld €		
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		mar	3.268	Mld €		
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	228	x1000		
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	mag	8.5		10.0	9.0
		14:30	USA	Licenze edilizie		apr	1.288	Mln	1.298	1.28
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	apr	1.139	Mln	1.215	1.23
Ven	17/5	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		apr	prel 1.3	%	1.3	
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	apr	prel 1.7	%	1.7	1.7
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	apr	prel 0.7	%	0.7	0.7
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		mag	97.2		97.7	97.0
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		apr	0.4	%	0.2	

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 (12 – 17 maggio)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Dom	12/5	16:55	USA		Discorso di Daly (Fed)
Lun	13/5	15:05	USA		Discorso di Rosengren, Clarida (Fed)
Mar	14/5	09:15	USA		Discorso di Williams (Fed)
		18:45	USA		Discorso di George (Fed)
Mer	15/5	15:30	USA		Audizione di Quarles (Fed) testifies al Senato
		18:00	USA		Discorso di Barkin (Fed)
Gio	16/5		UE	*	Riunione Eurogruppo
		18:05	USA		Discorso di Kashkari (Fed)
		19:30	GB		Discorso di Haskel (BoE)
Ven	17/5		UE		Riunione Ecofin
		14:00	GB		Discorso di Brazier (BoE)
		17:15	USA		Discorso di Williams (Fed)
		19:40	USA		Discorso di Clarida (Fed)
		20:00	USA		Discorso di Williams (Fed)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti						
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Richieste di sussidio	settim	230		x1000	220	228
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	apr	0.3		%	0.2	+0.1
PPI m/m	apr	0.6		%	0.2	+0.2
Bilancia commerciale	mar	-49.3	(-49.4)	Mld $	-50.2	-50.0
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	apr	2.0		%	2.1	
CPI m/m	apr	0.4		%	0.4	
CPI a/a	apr	1.9		%	2.1	
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	apr	0.1		%	0.2	

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

Stati Uniti. Il **PPI** ad aprile aumenta di 0,2% m/m, in linea con le attese. L'indice incorpora un netto aumento dei prezzi dei servizi finanziari, che avevano subito un'ampia correzione a inizio anno e avevano contribuito a frenare la dinamica dei prezzi al consumo. Questo corrobora la visione del FOMC secondo cui una parte del rallentamento dell'inflazione di questi mesi è dovuto a fattori transitori.

Stati Uniti. I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 4 maggio sono poco variati a 228 mila, da 230 mila della settimana precedente, su livelli più elevati rispetto a marzo, ma sempre storicamente bassi. I dati di aprile potrebbero essere influenzati dalla difficoltà di destagionalizzazione intorno a Pasqua.

Stati Uniti. Il deficit della **bilancia commerciale** a marzo aumenta a -50 mld da -49,3 mld di febbraio, con le esportazioni in rialzo di 1% m/m e le importazioni in crescita di 1,1% m/m. A marzo, come a gennaio, le esportazioni sono state spinte da una ripresa nel comparto della soia, con destinazione Cina; questo movimento potrebbe invertirsi di nuovo alla luce delle tensioni nei negoziati di quest'ultima settimana. In base ai dati di marzo, il contributo del canale estero alla crescita del 1° trimestre dovrebbe restare molto elevato, intorno a 1pp.

Giappone						
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	apr	49.5				50.2
Consumi delle famiglie a/a	mar	1.7		%	1.7	+2.1

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

Regno Unito						
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
PIL t/t 1a stima	T1	0.2		%	0.5	0.5
Bilancia commerciale (non UE - GBP)	mar	-6.217	(-5.841)	Mld £	-5.400	-4.361
Bilancia commerciale (totale - GBP)	mar	-14.434	(-14.11)	Mld £	-13.80	-13.650
Produzione industriale m/m	mar	0.6		%	0.1	+0.7

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

Area euro							
Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
EUR	PMI servizi finale	apr	52.5			52.5	52.8
EUR	PMI composito finale	apr	51.3			51.3	51.5
EUR	Vendite al dettaglio m/m	mar	0.5	(0.4)	%	-0.1	0.0
FRA	PMI servizi finale	apr	50.5			50.5	50.5
FRA	Occupati non agricoli prelim	T1	0.2		%		0.3
FRA	Produzione industriale m/m	mar	0.1	(0.4)	%	-0.5	-0.9
GER	PMI servizi finale	apr	55.6			55.6	55.7
GER	Ordini all'industria m/m	mar	-4.0	(-4.2)	%	1.5	0.6
GER	Produzione industriale m/m	mar	0.4	(0.7)	%	-0.5	0.5
GER	Bilancia commerciale destag.	mar	18.7		Mld €	18.2	20.00
ITA	PMI servizi	apr	53.1			52.0	50.4
ITA	Produzione industriale m/m	mar	0.8		%	-0.9	-0.9
ITA	Vendite al dettaglio a/a	mar	0.90		%		-3.3
SPA	Produzione industriale a/a	mar	-0.2	(-0.3)	%	-1.3	-3.1

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

Area euro. Il **PMI composito** per il mese di **aprile** è stato rivisto a **51,5** dal preliminare di 51,3, riducendo così a un solo decimo il calo rispetto al mese di marzo. L'indice per i servizi è stato rivisto da 52,5 a 52,8, per effetto del ritocco al rialzo dell'indice tedesco. Il livello del PMI composito è coerente con un tasso di crescita del PIL di +0,2% t/t (valore centrale), e una probabilità di variazione trimestrale negativa inferiore al 23%. Il PMI dei servizi è stato decisamente al di sotto delle attese in Italia (50,4 da 53,1) e in Spagna (53,1 da 56,8).

Area euro. Le **vendite** al dettaglio sono rimaste invariate a marzo dopo l'aumento di 0,5% t/t del mese precedente. Il trimestre chiude con una crescita di 0,7% t/t come nei mesi autunnali. La crescita acquisita per il trimestre primaverile è di 0,2% t/t.

Germania. Gli **ordini all'industria a marzo aumentano di 0,6% m/m**, recuperando solo in parte il crollo di -4,0% m/m di febbraio e -2,1% m/m di gennaio. La ripresa è spiegata dagli ordini esteri, che rimbalzano di 4,2% m/m, spinti sia dalla componente Eurozona (+8,6% m/m) sia da quella ex-euro (+1,4% m/m). Gli ordini domestici sono in calo di -4,2% m/m, terza contrazione consecutiva. Gli ordini di beni capitali sono in rialzo di 1,1% m/m, sulla scia della forte crescita della domanda dalla zona euro (15,4% m/m), e calano di -6,5% m/m a livello domestico. Per i beni di consumo, sono in rialzo sia gli ordini domestici (+1,1% m/m) sia quelli esteri (10,4% m/m). Su base tendenziale, gli ordinativi esteri sono in contrazione di -5,3% a/a, un po' meno rispetto agli ordinativi domestici (-7,1% a/a). Le indagini congiunturali IFO e della Commissione Europea segnalano che **la debolezza della domanda di beni manufatti tedeschi si è estesa anche al mese di aprile**.

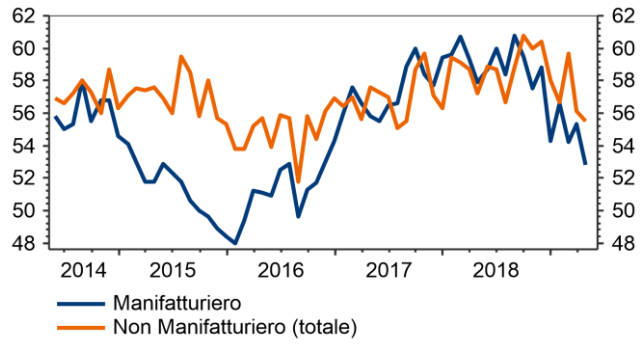
Germania. La **produzione industriale** è cresciuta a marzo di **0,5% m/m**, da 0,4% m/m di febbraio (rivista al ribasso da un precedente 0,7% m/m). La variazione tendenziale (corretta per i giorni lavorativi ma non destagionalizzata) è stata di -0,9% a/a. Il trimestre invernale ha chiuso con un aumento di 0,5% t/t della produzione dopo due trimestri in profondo rosso. Lo scenario di breve termine rimane incerto, con indicazioni poco incoraggianti che continuano ad arrivare dalle indagini e problemi di adattamento delle linee produttive alle mutate condizioni di domanda di autoveicoli. In aumento anche la **produzione nelle costruzioni**, in questo caso di **1,0% m/m**.

Francia. A marzo la **produzione industriale** è calata di -0,9% m/m da 0,4% m/m, ben oltre le attese, in gran parte a causa del crollo della produzione manifatturiera, che ha registrato un -1,0% m/m da +0,8% m/m. La produzione energetica è calata anch'essa di -0,9% m/m dopo -3,6% m/m. Sull'anno si passa quindi a -0,9% a/a da +0,5% a/a. Il dato di marzo lascia comunque l'output del primo trimestre in recupero dello 0,9% t/t dopo il calo di fine 2018 (-0,4% t/t).

Italia. **La produzione industriale è calata di -0,9% m/m a marzo**, in pratica annullando l'incremento di febbraio (+0,8% m/m). È il calo congiunturale più marcato dallo scorso novembre. Il dato è circa in linea con le attese. **La tendenza annua è tornata in territorio negativo**, a -1,4% da +0,9% precedente (dati corretti per i giorni lavorativi, che sono stati a marzo uno in meno rispetto allo scorso anno). **Il calo su base mensile è dovuto soprattutto ai beni di consumo non durevoli** ovvero proprio la componente che aveva trainato l'output nel primo bimestre (-2,8% m/m a marzo dopo un +3,3% in media nei primi due mesi). **I beni strumentali sono l'unico gruppo a evitare una flessione** sia nel mese che sull'anno (+0,1% m/m, +1,2% a/a). **C'è il fondato sospetto che effetti di calendario abbiano contribuito a "spostare crescita" dal 2° al 1° trimestre, con un trend di sostanziale stagnazione al netto della volatilità su base trimestrale.** In sintesi, l'industria potrebbe a nostro avviso tornare a dare un contributo negativo al valore aggiunto nel trimestre corrente, il che peserà sull'attività economica nel suo complesso. **Il trimestre, per il PIL, sarà con ogni probabilità più fiacco** del precedente (ad oggi non si può escludere un numero negativo).

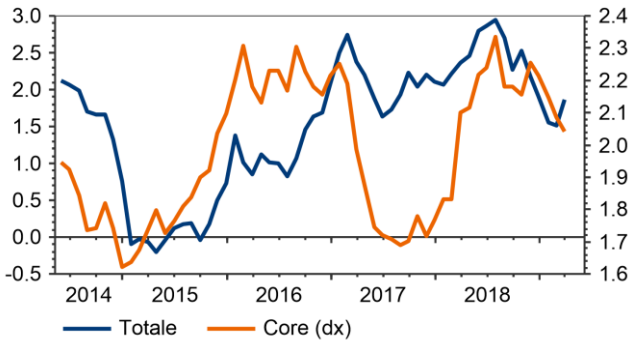
Stati Uniti

Indagini ISM



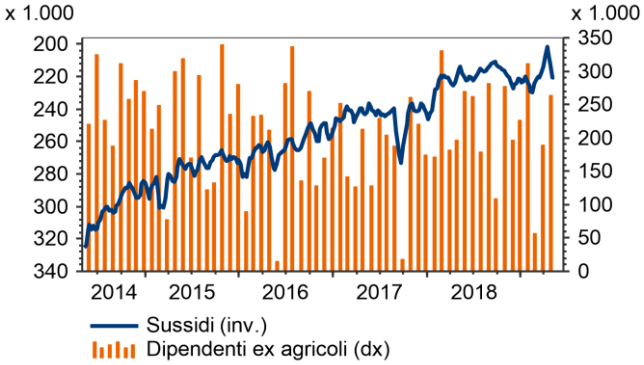
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI – Var. % a/a



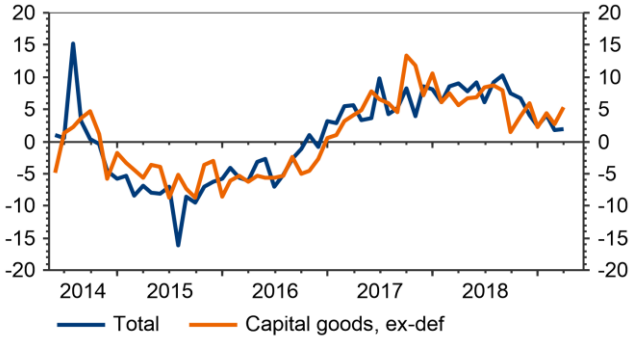
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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

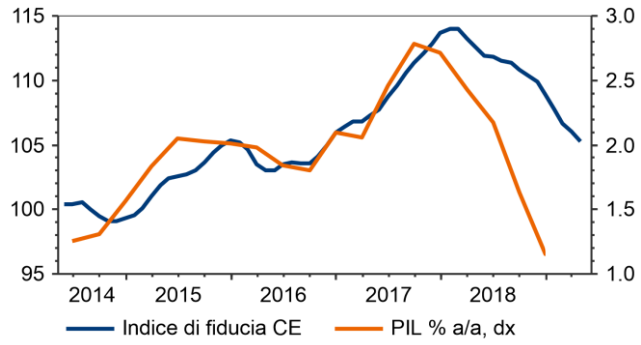
Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018	2019				2020	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.9	2.5	1.8	3.0	3.0	3.2	2.5	2.2	2.2	1.9	1.9
- trim./trim. annualizzato				3.4	2.2	3.2	1.4	2.3	2.1	1.7	1.7
Consumi privati	2.6	2.5	2.2	3.5	2.5	1.2	3.1	2.5	2.3	2.2	2.0
IFL - privati non residenziali	6.9	3.7	2.9	2.5	5.4	2.7	2.9	3.5	3.4	2.8	2.5
IFL - privati residenziali	-0.3	-1.9	0.9	-3.6	-4.7	-2.8	0.2	1.3	1.0	0.8	1.0
Consumi e inv. pubblici	1.5	1.8	1.3	2.6	-0.4	2.4	2.1	2.2	1.4	1.1	1.4
Esportazioni	4.0	2.4	2.5	-4.9	1.8	3.7	3.9	2.9	2.3	2.1	2.3
Importazioni	4.5	1.6	3.0	9.3	2.0	-3.7	3.1	2.9	2.8	3.3	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.2	-0.2	2.7	0.2	0.7	-0.9	-0.3	-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	4.0	2.3	1.6	1.3	1.0	-0.1	0.5	0.4	0.5	0.2	0.4
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

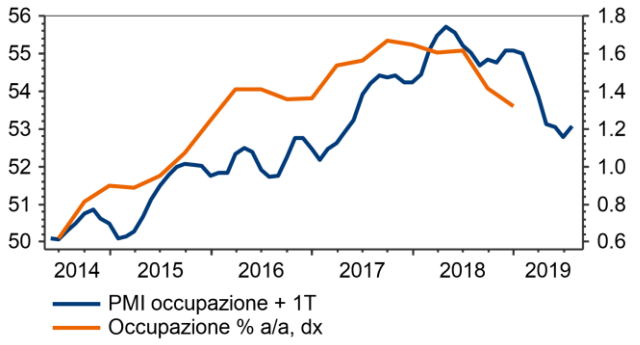
Area euro

PIL



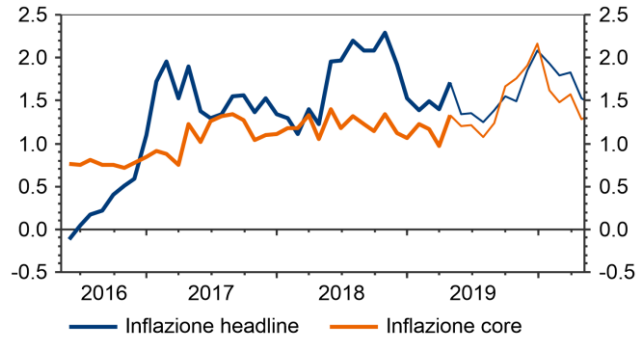
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2018	2019	2020
gennaio	**1.3**	**1.4**	1.9
febbraio	**1.1**	**1.5**	1.8
marzo	**1.4**	**1.4**	1.8
aprile	**1.2**	**1.7**	1.5
maggio	**2.0**	1.3	1.5
giugno	**2.0**	1.4	1.4
luglio	**2.2**	1.3	1.4
agosto	**2.1**	1.4	1.3
settembre	**2.0**	1.5	1.2
ottobre	**2.3**	1.5	1.2
novembre	**1.9**	1.8	1.2
dicembre	**1.5**	2.1	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**	**1.2**	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5
- t/t				**0.1**	**0.2**	**0.4**	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
Consumi privati	**1.3**	1.1	1.5	**0.1**	**0.2**	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	**3.3**	2.0	2.1	**0.5**	**1.3**	-0.5	0.5	0.7	0.6	0.6	0.4
Consumi pubblici	**1.1**	1.3	1.2	**0.0**	**0.7**	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	**3.1**	2.5	2.3	**0.2**	**1.2**	0.3	0.6	0.7	0.6	0.6	0.4
Importazioni	**3.1**	3.5	3.2	**1.1**	**1.1**	0.7	0.7	0.7	0.9	0.9	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.1**	0.3	0.3	**0.4**	**-0.4**	0.5	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	**3.8**	3.6	3.1								
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**	1.5	1.4	**2.1**	**1.9**	**1.4**	1.5	1.4	1.8	1.9	1.5
Produzione industriale (a/a)	**0.9**	0.5	1.7	**0.5**	**-1.9**	-0.6	-0.3	0.6	2.4	2.4	2.1
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**	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.28

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

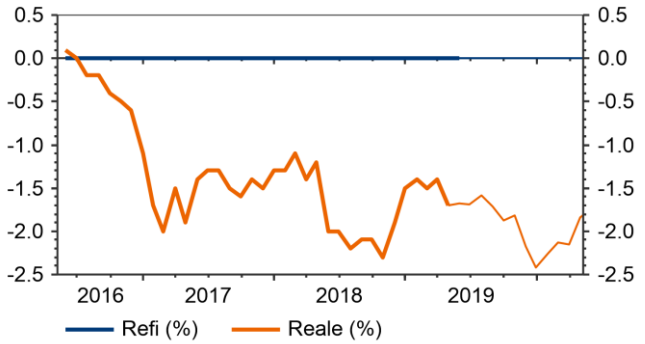
Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona	set	dic	mar	9/5	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	-0.37
Euribor 3m	-0.32	-0.31	-0.31	**-0.31**	-0.33	-0.33	-0.34	-0.32

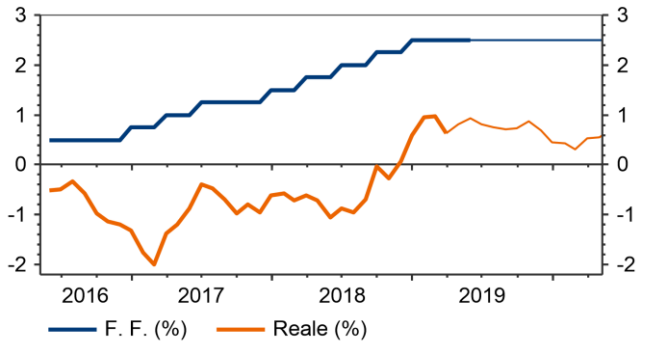
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti	set	dic	mar	9/5	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	**2.55**	2.59	2.59	2.59	2.59

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



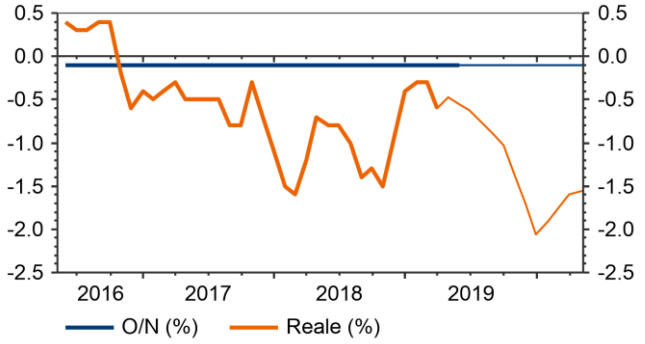
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone	set	dic	mar	9/5	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	**-0.08**	-0.04	-0.02	-0.02	-0.02

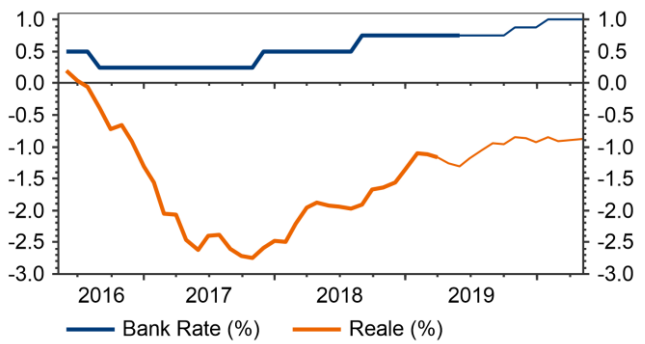
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito	set	dic	mar	9/5	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	**0.81**	0.95	0.95	0.98	1.11

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	10/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.19	1.13	1.13	1.13	**1.1234**	1.12	1.13	1.15	1.20	1.22
USD/JPY	114	110	114	110	111	**109.84**	112	112	112	112	110
GBP/USD	1.29	1.35	1.30	1.29	1.31	**1.3010**	1.30	1.31	1.32	1.32	1.32
EUR/CHF	1.09	1.19	1.14	1.14	1.13	**1.1383**	1.13	1.13	1.13	1.15	1.16
EUR/JPY	124	130	129	125	125	**123.39**	125	127	129	134	134
EUR/GBP	0.84	0.88	0.87	0.87	0.86	**0.8631**	0.86	0.86	0.87	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@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/governance/ita_dlgs_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 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 all'indirizzo https://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/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.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/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.