INTESA SANPAOLO

Weekly Economic Monitor

30 agosto 2019

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Guido Valerio Ceoloni
Economista – Area Euro

Andrej Arady
Economista - Area Euro

Il punto

Stati Uniti: gli shock geopolitici complicano lo scenario economico e aumentano i rischi di rallentamento o recessione, sia a livello domestico, sia a livello globale.

Italia: l'accordo fra Movimento Cinque Stelle e PD per formare un nuovo governo ha dato una svolta inattesa alla crisi scatenata dalla Lega. Il cammino del governo non sarà facile: la maggioranza al Senato è risicata, malgrado l'appoggio promesso da altre forze politiche minori, e tutti e due i partiti hanno divisioni al loro interno. I mercati sono in attesa di conoscere il programma di governo soprattutto in materia economica. L'esito della crisi è il migliore ipotizzabile nel breve termine per contenere il premio per il rischio Italia, perché rimuove dall'orizzonte gli scenari di uscita dall'Unione Monetaria e spiana la via a una relazione più costruttiva con l'Unione Europea.

I market mover della settimana

Nella zona euro, la seconda stima del PIL dell'Eurozona dovrebbe confermare il dato preliminare di 0,2% t/t, così come la seconda stima dei PMI di luglio dovrebbe confermare il PMI manifatturiero a 47,0 da 46,5, quello dei servizi a 53,4 da 53,2 e il composito a 51,8 da 51,5. Infine, le vendite al dettaglio dell'Eurozona sono attese contrarsi a luglio di 0,4% m/m da 1,1% m/m.

La prossima settimana, negli Stati Uniti, usciranno i principali dati di agosto. Alla luce della comunicazione della Fed e degli sviluppi sul fronte della politica commerciale, la probabilità (circa 100%) di un taglio di 25pb alla riunione del FOMC di settembre la prossima settimana non dipenderà dall'evoluzione congiunturale. L'employment report dovrebbe essere sempre positivo, ma dovrebbe anche confermare il graduale rallentamento della dinamica occupazionale, pur in presenza di un tasso di disoccupazione sui minimi da fine 1969. Gli indici ISM dovrebbero dare indicazioni di espansione dell'attività in rallentamento nella parte finale dell'anno. Il Beige Book dovrebbe dare un quadro di crescita moderata, e sottolineare i timori delle imprese per gli sviluppi sul fronte dei dazi. Fra i dati di luglio, la spesa in costruzioni dovrebbe rimbalzare modestamente dopo due mesi deboli e il deficit della bilancia commerciale dovrebbe essere marginalmente inferiore a quello di giugno.

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 30.08.2019

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

Il Punto

Stati Uniti: gli shock geopolitici complicano lo scenario economico e aumentano i rischi di rallentamento o recessione, sia a livello domestico, sia a livello globale.

- Lo scenario dell'economia USA per il resto del 2019 e per il 2020 ha due facce. Da un lato, l'evoluzione dei dati "strettamente" economici resta positiva e coerente con una crescita "endogena" poco sopra il potenziale (v. tab. 1), in moderato rallentamento. Dall'altro, le nubi collegate agli shock geopolitici si stanno addensando e rischiano di fare deragliare la ripresa nel 2020. Il punto cruciale riguardo alla valutazione del ciclo USA è la **scarsità di strumenti disponibili per contrastare un eventuale ampio rallentamento** causato dagli shock geopolitici.

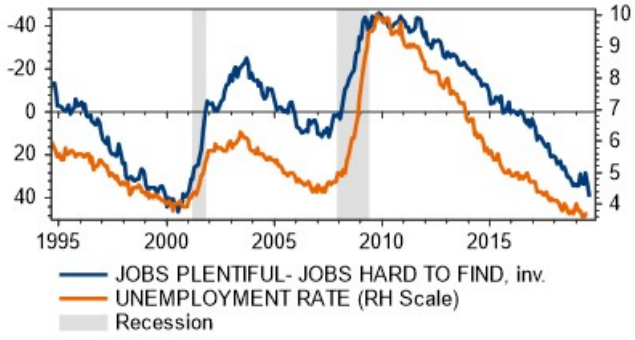
We are experiencing a series of major political shocks, (…) and those political shocks are turning into economic shocks." (P. Lowe, Reserve Bank of Australia, 25/8/2019)

Dati macroeconomici

- **1. Dati macro.** L'aggiornamento dei dati macroeconomici USA dell'ultimo mese mantiene un **quadro moderatamente positivo** della ripresa americana, appena entrata nel suo undicesimo anno. Lo scenario è caratterizzato dalla dinamica sostenuta dei consumi, dalla ripresa degli investimenti residenziali e dalla crescita della spesa pubblica, in espansione grazie all'accordo bipartisan raggiunto a luglio. I fattori di debolezza sono concentrati nel settore manifatturiero e nel canale estero, esposti al rallentamento del ciclo globale e agli effetti della guerra dei dazi.

- I principali elementi macro emersi/confermati nell'ultimo mese sono quattro. I **consumi** restano solidi, con una crescita attesa di 3,4% t/t ann. (stima GDP Nowcasting Atlanta Fed) nel 3° trimestre, spinti da condizioni di pieno impiego. Gli sviluppi del **mercato del lavoro** evidenziano un trend in rallentamento della dinamica occupazionale (da una media di 223 mila nel 2018 a 165 mila da inizio 2019), che si mantiene però su livelli elevati e superiori a quelli della forza lavoro. La conseguenza è un tasso di disoccupazione sui minimi da dicembre 1969, con un tasso di partecipazione circa stabile dal 2014, intorno a 62,9%. Il tasso di disoccupazione allargato a individui marginalmente attaccati alla forza lavoro e ai lavoratori part-time per motivi economici ha raggiunto a luglio il 7%, minimo da dicembre 2000. La **spesa pubblica** sarà in espansione nel 2020-21 grazie all'accordo bipartisan di luglio e la politica fiscale sarà accomodante, con il deficit/PIL al 4,5%, da 3,9% del 2018. Gli **investimenti non residenziali** sono l'anello debole. La previsione di ripresa estiva, dopo la contrazione del 2° trimestre, non è blindata per il 4° trimestre (rischi dai dazi e dalla crescita globale, v. sotto). Nel complesso, comunque, in una situazione congiunturale soggetta a shock "normali", la domanda finale domestica sarebbe in grado di generare una crescita intorno al potenziale nel 2020, compensando la debolezza del canale estero. **Il problema in questa fase ciclica è che gli shock in corso non sono "normali".**

Fig. 1 – Valutazione del mercato del lavoro e tasso di disoccupazione



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Tab. 1 - I dati economici del 3° trimestre sono coerenti con una crescita moderata, frenata solo dal commercio estero

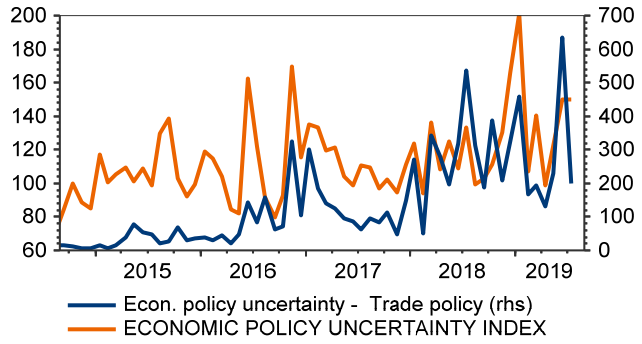
	maggio	giugno	luglio	agosto
ISM manifatturiero	52.1	51.7	51.2	51.5
Nuovi ordini, ISM manifatturiero	52.7	50	50.8	
ISM non manifatturiero	56.9	55.1	53.7	53.6
Nuovi occupati non agricoli	75	193	164	165
Tasso di disoccupazione (%)	3.6	3.7	3.7	3.7
Salari orari (a/a)	3.1	3.1	3.2	3.1
Indagine NFIB (piccole impese)	105	103.3	104.7	
Vendite al dettaglio	0	0.3	0.7	0.2
Produzione manifatturiera (m/m)	0.2	0.6	-0.4	
Fiducia consumatori (Conf. Board)	131.3	124.3	135.8	135.1
Spesa personale (m/m)	0.4	0.2	0.5	
Reddito personale (m/m)	0.5	0.4	0.3	
Deflatore consumi core (m/m)	0.2	0.2	0.2	
CPI core (m/m)	0.1	0.3	0.3	0.2
Aspettative inflazione 5-10 anni (Un. Mich.)	2.6	2.3	2.5	2.6

Fonte: Bloomberg. In rosso, previsioni di consenso Bloomberg per i dati in uscita nelle prossime settimane

Rischi geopolitici e guerra dei dazi: la nuova normalità

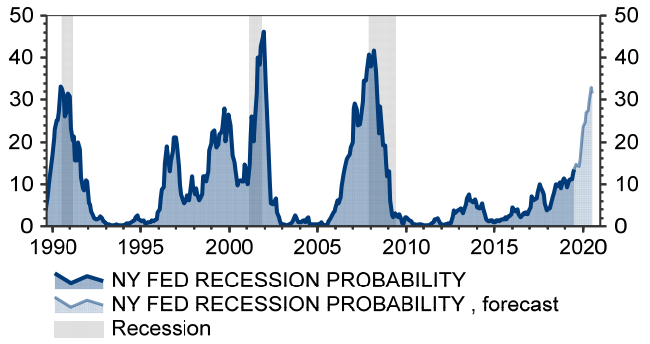
- **2. Gli shock in corso: rischi geopolitici.** La presidenza Trump ha messo in discussione l'ordine geopolitico mondiale. A partire dal 2018, dopo l'entrata in vigore della riforma tributaria, la Casa Bianca ha perseguito gli obiettivi nazionalistici presenti nella piattaforma elettorale di Trump, scardinando il multilateralismo e la cooperazione globale sul fronte del commercio, che avevano caratterizzato il secondo dopoguerra. Questo **cambiamento di regime** è stato graduale, ma ormai è consolidato: il contesto operativo del commercio internazionale e anche quello delle tradizionali alleanze politiche è strutturalmente mutato. In questo senso, gli shock che hanno colpito l'economia mondiale e che probabilmente proseguiranno anche nel 2020 non sono "normali" e difficilmente possono essere contrastati con la politica monetaria.

Fig. 2 - Nell'era Trump, la politica commerciale rappresenta la principale fonte di incertezza di politica economica…



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Fig. 3 - …che influenza le aspettative sul ciclo



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

- Gli interventi sui dazi attuati e minacciati dall'amministrazione Trump non riguardano solo la Cina, ma colpiscono tutto il sistema del commercio internazionale mondiale.

- Per quanto riguarda il **resto del mondo**, le misure attuate (alluminio e acciaio, lavatrici e pannelli solari) e minacciate (auto e componenti) dagli USA non hanno escluso i partner politici tradizionali e hanno messo in dubbio la solidità delle alleanze coltivate nei decenni passati. Gli scontri con l'UE, il Canada e il Messico e la minaccia di colpire con dazi sulle auto soprattutto Germania, Giappone, Corea del Sud (e potenzialmente anche Canada e Messico se non verrà approvata la nuova versione del NAFTA) avranno effetti difficilmente stimabili, ma non per questo modesti, sulle scelte di investimento e sulla *global value chain*.

- Senza elencare tutte le tappe dell'escalation della guerra dei dazi a partire da gennaio 2018, riassumiamo solo le misure principali **Cina-USA** nelle tabelle 2 e 3. Da inizio 2018 a fine 2019, i **dazi sulle importazioni USA dalla Cina** passeranno dal 3% medio a poco oltre il 24%, con aumenti per il 96,8% del totale dei beni importati. I **dazi imposti dalla Cina sulle importazioni dagli USA** passeranno dall'8% medio di inizio 2018 al 25,9% atteso a fine 2019, con aumenti per circa il 70% delle importazioni totali dagli Stati Uniti (fonte: PIIE). La guerra USA-Cina sui dazi è stata guidata dagli Stati Uniti, con risposte complessivamente moderate da parte della Cina fino ad agosto. L'eventuale entrata in vigore delle misure annunciate ad agosto sarebbe un **cambiamento di marcia** anche **da parte della Cina**, come segnalato dalla minaccia di alzare i dazi sulle auto USA al 42,6% dall'attuale 12,6%.

- Dal **lato americano**, nei prossimi mesi si potrebbe vedere **un'ulteriore escalation di misure al di là dei dazi**. L'amministrazione finora ha utilizzato in modo anomalo leggi pre-esistenti e ha aggirato il WTO. In particolare, la maggior parte dei dazi imposti nel 2018-19, non solo verso la Cina, si è basata su legislazione di emergenza, non utilizzata da decenni: minacce alla sicurezza nazionale (acciaio, alluminio e, potenzialmente, auto); danni alle industrie domestiche (lavatrici e pannelli solari); pratiche sleali definite in base alla sezione 301 del Trade Act del 1974 (pratiche sleali della Cina per tecnologia, proprietà intellettuale).

- Nella comunicazione aggressiva di fine agosto, Trump si è spinto anche oltre, "ordinando" alle

imprese americane di interrompere le forniture dalla Cina. L'esecutivo normalmente non ha poteri così ampi, ma Trump ha minacciato il ricorso all'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) del 1977, in base al quale, in caso di emergenza nazionale, il Presidente può regolare tutti i rapporti con singoli paesi (la legge è stata utilizzata nei confronti dell'Iran e di altre "emergenze" terroristiche, ad esempio, per imporre sanzioni). Trump aveva già minacciato il ricorso all'IEEPA nei confronti del Messico, durante la crisi collegata al presidio del confine.

- Per potere utilizzare l'IEEPA, il Presidente deve dichiarare un'emergenza nazionale. Il Congresso può votare per terminare lo stato di emergenza, ma il Presidente a sua volta può imporre un veto, lasciando come via di uscita al ramo legislativo un voto che possa ribaltare il veto presidenziale (maggioranza di 2/3 in entrambe le camere). L'IEEPA non è mai stato utilizzato per imporre dazi o altre misure sul commercio internazionale.

- La **volatilità delle trattative USA-Cina non deve offuscare il trend**: i dazi USA hanno continuato ad aumentare in termini sia di beni colpiti sia di livelli, e **difficilmente ci sarà un'inversione di tendenza nel 2020.** Diversi commentatori rilevano anche che la Cina potrebbe avere interesse a non arrivare a un accordo prima delle elezioni del 2020, nella speranza di avere un interlocutore diverso. La previsione è che la situazione USA-Cina nella migliore delle ipotesi resti in un limbo; ma nella peggiore delle ipotesi, potrebbe peggiorare ulteriormente con interventi dannosi per l'economia americana, attuati utilizzando l'IEEPA. Inoltre, in autunno l'amministrazione dovrà pronunciarsi sulla questione del **settore auto**, che potrebbe riprodurre il percorso visto con la Cina, con ricadute sull'economia USA e su quella mondiale, generate non solo da possibili nuovi dazi, ma anche dall'aumento di incertezza.

- Dall'inizio della guerra di dazi, le **stime degli effetti delle misure attuate/annunciate** sono state complessivamente modeste. Il Congressional Budget Office, nella revisione dello scenario 2019-29, stima che gli aumenti dei dazi attuati finora riducano la crescita USA di -0,3pp nel 2019-20, e ipotizza che tali effetti siano riassorbiti dal 2021 in poi, pur riconoscendo che nel medio termine la guerra dei dazi potrebbe frenare la crescita potenziale di 0,1pp. La Tax Foundation stima che gli effetti (incluso un eventuale intervento sul settore auto) siano pari a -0,7pp, con –0,1pp dovuto alle ritorsioni degli altri paesi. Con una crescita sottostante, sempre superiore al potenziale, se pure in rallentamento, una politica fiscale espansiva e un aumento di stimolo monetario potrebbero contrastare gli effetti stimati dei dazi.

- Ma, come detto sopra, **gli shock in corso sono anomali** e le autorità di politica economica hanno armi spuntate di fronte agli sviluppi correnti. In generale, l'estensione geografica e la dimensione degli interventi americani segnalano che gli effetti degli aumenti dei dazi sono probabilmente sottostimati perché il contesto operativo è cambiato. La guerra dei dazi di Trump appare concentrata sulla Cina, ma in realtà riguarda l'economia globale e segna il passaggio a un nuovo regime, che ribalta le coordinate del commercio internazionale e le fondamenta delle decisioni delle imprese globali. Per questo, il rischio di recessione USA e globale è aumentato significativamente, a meno di un'improbabile tregua commerciale.

- **3. Quali politiche potrebbero essere efficaci per contrastare gli shock "anomali"?** I timori di rallentamento della crescita americana, per ora basati su rischi e non sulla realizzazione di un significativo indebolimento ciclico, hanno indotto la Fed a iniziare un intervento di tipo preventivo, un "aggiustamento di metà ciclo", con un taglio dei tassi attuato a luglio e almeno un altro in arrivo probabilmente a settembre. Ma, come ha notato un partecipante al FOMC, di fronte agli aumenti dei dazi, l'ulteriore allentamento delle condizioni finanziarie potrebbe avere l'unico effetto di gonfiare i prezzi degli asset senza indurre una spinta agli investimenti, in linea con l'esperienza in Giappone e nell'area euro. Il consenso nel FOMC è per **intervenire comunque a sostegno dell'espansione**. La politica fiscale potrebbe essere più efficace, ma negli USA c'è poco margine, con il deficit/PIL fra il 4,5% e il 5% nel prossimo decennio. In conclusione, la ripresa più lunga della storia americana questa volta potrebbe non essere interrotta dalla Fed, ma dagli interventi strutturali della svolta nazionalista di Trump.

Tab. 2 - Dazi USA su importazioni dalla Cina

	mld USD	% dazi	entrata in vigore
1 – 2018	50	25%	
2 - 2018	200	10%	dal 24/9/2018
3 - 2019		25%	dal 10/5/2019
4 – 2019		30% annuncio 23/8	dal 1/10/2019
5 - 2019	300	10%	dal 1/9/2019 su 112 mld
		annuncio 13/8	dal 15/12/2019 su 160 mld
		15%	dal 1/9/2019 su 112 mld
		annuncio 23/8	dal 15/12/2019 su 160 mld
totale soggetto a nuovi dazi	550		
% import dalla Cina	96.8%		
dazi medi 12/2017	3.0%		
dazi medi 12/2019	24.1%		

Fonte: USTR, Tax Foundation, Peterson Institute for International Economics

Tab. 3 - Dazi cinesi su importazioni dagli USA

	mld USD	% dazi	entrata in vigore
1 – 2018	50	25%	
2 – 2018	60	5%, 10%, 20%, 25% (dazi effettivi: 16%)	
3 - 2019		10%, 15%, 30%, 35% (dazi effettivi: 24%)	
4 - 2019	75	5%, 10% (dazi effettivi 6.5%) annuncio 23/8/2019	dal 1/9 su circa 50 mld USD
		5%, 10% (dazi effettivi 6.5%) annuncio 23/8/2019	dal 15/12 su circa 25 mld USD
totale nuovi dazi	185		
% import dagli USA	70%		
dazi medi 12/2017	8.0%		
dazi medi 12/2019	25.9%		

Fonte: USTR, Tax Foundation, Peterson Institute for International Economics

Italia: l'accordo fra Movimento Cinque Stelle e PD per formare un nuovo governo ha dato una svolta inattesa alla crisi scatenata dalla Lega. Il cammino del governo non sarà facile: la maggioranza al Senato è risicata, malgrado l'appoggio promesso da altre forze politiche minori, e tutti e due i partiti hanno divisioni al loro interno. I mercati sono in attesa di conoscere il programma di governo soprattutto in materia economica. L'esito della crisi è il migliore ipotizzabile nel breve termine per contenere il premio per il rischio Italia, perché rimuove dall'orizzonte gli scenari di uscita dall'Unione Monetaria e spiana la via a una relazione più costruttiva con l'Unione Europea.

Il Presidente della Repubblica ha conferito l'incarico di formare il nuovo governo al presidente del consiglio uscente Giuseppe Conte, che può contare sul sostegno promesso dal Movimento Cinque Stelle (M5S) e dal Partito Democratico (PD). In base alle dichiarazioni rilasciate dai leader di partito dopo il conferimento dell'incarico, l'esecutivo potrebbe godere del sostegno anche di altri partiti minori di sinistra e centro, almeno nella fase del voto di fiducia. Programma e compagine ministeriale saranno definiti nei prossimi giorni: attualmente, si prevede il giuramento giovedì 5 settembre, seguito dal voto di fiducia venerdì 6.

La vita del nuovo governo non sarà facile, ed è difficile fare previsioni sulla sua durata. La svolta subita dalla crisi, che nelle intenzioni di chi l'ha avviata (la Lega) doveva condurre a elezioni anticipate in autunno, è dipesa dal repentino cambiamento di posizione di una parte del PD finora nettamente ostile ad accordi con il M5S. Dopo un anno di feroci attacchi reciproci, l'intesa ha inevitabilmente prodotto in entrambe le forze politiche malumori e dissensi interni, che potrebbero minare la tenuta della maggioranza parlamentare e, a lungo andare, mettere a rischio la sopravvivenza del governo. Il sostegno parlamentare, in effetti, è risicato. Al Senato, considerando l'appoggio promesso da LEU e altre forze minori di sinistra e centro, si parte con 168 voti a fronte di una maggioranza assoluta di 161, di cui 157 riferibili a PD e M5S. Alla Camera, il governo dovrebbe poter contare invece su 348 seggi su 630, di cui 327 riferibili a PD e M5S (che, quindi, avrebbero la maggioranza assoluta anche senza LEU e altri partiti minori).

Non ci sono elementi concreti per prevedere quale tipo di politica di bilancio sarà attuata dal governo Conte-bis. La nostra facile congettura è che la presenza del PD condurrà a una gestione meno conflittuale del negoziato con l'Unione Europea sugli obiettivi fiscali. Tuttavia, anche

questa maggioranza avrà necessità di guadagnarsi il consenso interno, essendoci la prospettiva di un ritorno alle urne in un arco temporale ad oggi non prevedibile; quindi, non potrà dare priorità alla riduzione del debito, e dovrà invece trovare un punto di equilibrio fra contenimento del debito (che probabilmente continuerà a salire, sebbene di poco) e consenso politico. Se si puntasse a un miglioramento dello 0,2% del saldo strutturale, sulla base dell'ultimo scenario tendenziale ciò potrebbe richiedere misure correttive per l'1,2% del PIL (attualmente più che garantite da un aumento delle imposte indirette che, però, non gode di sostegno politico). Qualche spazio di manovra aggiuntivo potrà giungere dalla dinamica della spesa per interessi (forse 0,2-0,3%), anche per l'impatto molto positivo che l'esito della crisi ha avuto sui premi per il rischio (vedi sotto), dai risparmi sul reddito di cittadinanza e, forse, dall'entrata a regime della fatturazione elettronica. In conclusione, invece di tagli per 23 miliardi si potrebbe alla fine scendere a 12-15 miliardi, purché il Consiglio e la Commissione garantiscano ancora un'interpretazione flessibile delle regole fiscali.

Il nuovo governo parte con il vantaggio di un'accoglienza molto positiva da parte degli investitori. Fin dai giorni del compromesso che ha consentito di evitare la procedura per deficit eccessivo, la componente legata al rischio di ridenominazione è calata tornando sui livelli precedenti la formazione del governo M5S-Lega. Nell'ipotesi virtuosa di un ritorno ai livelli del 2015-16, il premio per il rischio potrebbe ridursi di altri 20pb. Considerando in aggiunta la pressione al ribasso sui tassi a medio e lungo termine dovuta all'aspettativa che la BCE possa far ripartire l'APP, il Tesoro italiano potrebbe beneficiare nel 2020 di condizioni di rifinanziamento decisamente migliori delle attese. Il disallineamento rispetto alla curva spagnola iniziato a giugno 2018 ha generato un maggior costo realizzato di circa 2,9 miliardi fino all'agosto 2019, e ha aumentato il costo del debito nel 2020 di 2,3 miliardi. Tale spreco di risorse sarà ora in larga misura evitato sulle nuove emissioni, e il costo medio del debito potrebbe continuare a calare anche nel 2020.

I market mover della settimana

Nella **zona euro**, la seconda stima del PIL dell'Eurozona dovrebbe confermare il dato preliminare di 0,2% t/t, così come la seconda stima dei PMI di luglio dovrebbe confermare il PMI manifatturiero a 47,0 da 46,5, quello dei servizi a 53,4 da 53,2 e il composito a 51,8 da 51,5. Infine, le vendite al dettaglio dell'Eurozona sono attese contrarsi a luglio di 0,4% m/m da 1,1% m/m.

La prossima settimana, negli **Stati Uniti,** usciranno i principali dati di agosto. Alla luce della comunicazione della Fed e degli sviluppi sul fronte della politica commerciale, la probabilità (circa 100%) di un taglio di 25pb alla riunione del FOMC di settembre la prossima settimana non dipenderà dall'evoluzione congiunturale. L'employment report dovrebbe essere sempre positivo, ma dovrebbe anche confermare il graduale rallentamento della dinamica occupazionale, pur in presenza di un tasso di disoccupazione sui minimi da fine 1969. Gli indici ISM dovrebbero dare indicazioni di espansione dell'attività in rallentamento nella parte finale dell'anno. Il Beige Book dovrebbe dare un quadro di crescita moderata, e sottolineare i timori delle imprese per gli sviluppi sul fronte dei dazi. Fra i dati di luglio, la spesa in costruzioni dovrebbe rimbalzare modestamente dopo due mesi deboli e il deficit della bilancia commerciale dovrebbe essere marginalmente inferiore a quello di giugno.

Lunedì 2 settembre

Area euro

- **Area euro.** La seconda stima dovrebbe confermare che ad agosto il **PMI manifatturiero** è migliorato a 47,0 da 46,5 di luglio. Il dato tedesco è visto confermato al rialzo a 43,6 da 43,2 e quello francese a 51,0 da 49,7. Il livello medio del PMI manifatturiero è in stabilizzazione nel trimestre in corso ma rimane al di sotto del livello di 50 che indica espansione.

- **Germania.** La stima finale dell'indice PMI manifatturiero dovrebbe cambiare di poco la la stima flash, secondo la quale l'indice è aumentato di quattro decimi a 43,2 in agosto, un massimo da due mesi. Un messaggio chiave è che l'indice rimane profondamente in territorio di contrazione, con una domanda esterna particolarmente debole e nuovi ordini in flessione. Se c'è una revisione, è più probabile che al ribasso che al rialzo, in linea con il messaggio negativo di altri sondaggi.

Stati Uniti

- Mercati chiusi per festività (Labor Day).

Martedì 3 settembre

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** ad agosto dovrebbe essere circa stabile a 51,2 sui livelli di luglio. Le indagini regionali di agosto sono state miste, con l'Empire circa stabile e il Philly Fed in calo dopo un rimbalzo inatteso a luglio. Gli sviluppi sul fronte dei dazi sono stati negativi nelle ultime settimane e mettono a rischio la tenuta al di sopra di 50 per l'indice composito. L'indagine dovrebbe riportare crescente preoccupazione da parte delle imprese per l'aumento delle barriere al commercio.

- La **spesa in costruzioni** a luglio dovrebbe essere in rialzo di 0,3% m/m, dopo due correzioni consecutive (-1,3% m/m a giugno). A giugno, il calo era stato particolarmente marcato per via della debolezza della componente pubblica, che dovrebbe invertirsi a luglio. I segnali per la spesa nel segmento privato sono misti. Gli occupati nelle costruzioni a luglio hanno segnato un modesto aumento (+4 mila), mentre i nuovi cantieri residenziali sono calati. Sul fronte della spesa non residenziale, il continuo calo delle trivelle in attività e le tensioni commerciali mantengono indicazioni deboli, tuttavia la fiducia dei costruttori di case è su un chiaro trend

verso l'alto e segnala un miglioramento atteso degli investimenti residenziali, che si dovrebbe già vedere nei dati del PIL del 3° trimestre.

Mercoledì 4 settembre

Area euro

- **Area euro.** L'indice **PMI** dei **servizi** è visto essere confermato a 53,4 da 53,2. Di riflesso il **PMI composito** dovrebbe essere confermato a 51,8 da 51,5. Nel trimestre in corso il livello medio dei PMI si sta stabilizzando attorno al livello del trimestre precedente.

- **Germania.** La stima finale del **PMI servizi** dovrebbe confermare il declino della fiducia nel settore dei servizi nel mese di agosto. Per ora, i servizi continuano a crescere, compensando la recessione nel settore manifatturiero. Questo però non potrà durare a lungo. Secondo la stima flash, il PMI dei servizi è sceso ulteriormente da un decimo a 54,4, minimo degli ultimi 7 mesi. L'indice PMI composito finale per agosto dovrebbe cambiare solo di poco rispetto alla stima flash di 51,4 pubblicata due settimane fa.

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono viste in calo di 0,4% m/m a luglio da 1,1% m/m precedente per effetto del calo registrato in Germania. Il contributo dei consumi francesi nel mese è stato invece positivo. Se confermato, in media annua la variazione passerebbe a 2,1% da 2,3% impostando i consumi per un avanzamento limitato a 0,2% t/t nel terzo trimestre da 0,4% t/t del secondo.

Stati Uniti

- Il deficit della **bilancia commerciale** a luglio è previsto in flessione a -54,8 mld da -55,2 mld di giugno. I dati di giugno avevano visto un netto calo sia delle importazioni sia delle esportazioni, in gran parte per via della correzione dei prezzi, con un saldo relativamente poco variato. A luglio i prezzi dovrebbero contribuire a un modesto rialzo dei valori scambiati. Le indicazioni preliminari dalla bilancia commerciale giapponese sono deboli per l'export USA, ma i dati dell'attività dei porti americani segnalano aumento di attività. Il contributo del canale estero nel 3° trimestre dovrebbe essere negativo (-0,4pp), sulla scia di un aumento delle importazioni maggiore rispetto a quello dell'export.

- La Fed pubblica il **Beige Book**, in preparazione per la riunione del FOMC del 17-18 settembre. Il rapporto dovrebbe confermare lo scenario già evidente dai dati, caratterizzato da consumi in crescita solida e manifatturiero frenato dalle tensioni commerciali. Per il mercato del lavoro, le imprese dovrebbero ancora riportare scarsità di offerta e difficoltà a reperire manodopera. Il quadro del Beige Book dovrebbe essere in linea con le aspettative della Fed, senza modificare le probabilità di un taglio dei fed funds alla riunione del FOMC di settembre.

- Le **vendite di autoveicoli** ad agosto dovrebbero riprendersi dopo il calo di luglio, salendo a 16,9 mln di unità ann., da 16,8 mln, senza però toccare i livelli di maggio e giugno (17,3 mln).

Giovedì 5 settembre

- **Germania.** Gli ordini industriali sono in genere molto volatili, come anche nei mesi scorsi. Dopo aver registrato una crescita sorprendentemente forte del 2,5% m/m a giugno, in netto contrasto con le indicazioni delle indagini congiunturali, prevediamo che a luglio scendano del 3,0% m/m. Le indagini presso le imprese segnalano molto chiaramente la debolezza degli. L'indagine PMI ha segnalato a luglio il calo più marcato degli ordini esteri dal 2009.

Stati Uniti

- La **stima ADP della variazione degli occupati non agricoli privati** è prevista dal consenso a 143 mila, in linea con il dato di luglio (156 mila).

- L'**ISM non manifatturiero** ad agosto dovrebbe essere poco variato a 53,8 da 53,7 di luglio. L'indagine a luglio era stata generalmente debole, con l'indice di attività a 53,1, minimo da agosto 2016. Le indagini regionali di agosto sono state miste. L'indice di attività della Philadelphia Fed Non-manufacturing Business Outlook è in rialzo a 32,5 da 24,6, con miglioramento delle consegne ma ritmi di crescita degli ordini in rallentamento (anche se sempre positivi). La Business Leaders Survey della NY Fed ad agosto ha segnato una marginale correzione, pur restando in territorio espansivo, con un modesto calo di ottimismo sull'orizzonte a 6 mesi. I dati dell'ISM non manifatturiero di agosto dovrebbero confermare continuità dell'espansione, ma indicare un rallentamento dei ritmi di crescita dell'attività rispetto a quelli della prima metà dell'anno, in linea con la previsione di indebolimento della crescita nei prossimi trimestri.

Venerdì 6 settembre

Area euro

- **Area euro.** La seconda stima dovrebbe confermare che il **PIL** nel secondo trimestre è cresciuto di **0,2% t/t** da 0,4% t/t grazie al contributo delle esportazioni nette dovuto alla frenata delle importazioni, mentre la domanda interna ha ristagnato. La crescita acquisita si trova ora all'1,0%. Nel trimestre in corso ci aspettiamo al più una marginale accelerazione del PIL a 0,3% t/t.

- **Germania.** I dati relativi alla **produzione industriale** a luglio ci forniranno la prima indicazione sull'attività reale nel terzo trimestre dopo un secondo trimestre molto debole. La produzione è stata l'unica fonte di debolezza dell'economia tedesca nel secondo trimestre. I sondaggi indicano che anche luglio sarà un mese molto debole. Secondo l'inchiesta Ifo, la situazione è ulteriormente peggiorata a luglio e agosto. La svolta dell'indice manifatturiero PMI ha fornito solo un po' di ottimismo, poiché il livello è rimasto comunque in territorio di contrazione. Prevediamo che la produzione industriale registrerà un altro calo mensile a luglio, **-0,5% m/m**, dopo l'1,5% a giugno. Le costruzioni, tuttavia, dovrebbero registrare una certa crescita. Le condizioni meteorologiche non sono state di ostacolo e la fiducia nel comparto edile è rimasta solida, nonostante l'ultimo calo dell'indice. I mesi estivi, tuttavia, sono molto volatili nell'industria a causa delle chiusure estive.

Stati Uniti

- L'*employment report* di agosto dovrebbe confermare un quadro positivo del mercato del lavoro, nonostante le tensioni commerciali, ma anche il trend in rallentamento della dinamica occupazionale, ormai evidente per quanto riguarda gli occupati nel settore privato. La previsione è di aumento degli **occupati non agricoli** di 140 mila, al di sotto del dato di luglio (164 mila). Per gli **occupati privati**, la crescita attesa è di 120 mila, ben al di sotto della media mensile del 2018 (215 mila), dei primi 7 mesi del 2019 (157 mila) e degli ultimi tre mesi (136 mila). La crescita della forza lavoro dovrebbe portarsi su un trend in calo nei prossimi trimestri, dopo un anno e mezzo di partecipazione circa stabile. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe scendere a 3,6%, da 3,7% di giugno e luglio, nell'aspettativa di una correzione del tasso di partecipazione a 62,9% da 63%. I **salari orari**, attesi in rialzo di 0,3% m/m per il quarto mese consecutivo, dovrebbero confermare il trend retributivo superiore al 3% (3,1% a/a). Alla luce delle tensioni commerciali di nuovo in aumento e degli interventi dei partecipanti al FOMC, i dati relativi al periodo fra le due riunioni sono relativamente poco importanti: lo scenario centrale vede un taglio dei tassi a 1,75%-2% alla riunione di settembre, sia con dati forti sia con dati deboli.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (2 – 6 settembre)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	2/9	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		ago	prel 48.3			
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	ago	48.5			
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		ago	prel 51.0			51
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	ago	prel 43.6		43.6	43.6
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	ago	prel 47.0		47.0	47
		10:30	GB	PMI manifatturiero	*	ago	48.0		48.0	
Mar	3/9	11:00	EUR	PPI a/a		lug	0.7	%	0.1	
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		lug	-1.3	%	0.3	0.3
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	ago	51.2		51.4	51.2
Mer	4/9	09:45	ITA	PMI servizi	*	ago	51.7			
		09:50	FRA	PMI servizi finale		ago	prel 53.3			53.3
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	ago	prel 54.4		54.4	54.4
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ago	prel 53.4		53.4	53.4
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	ago	prel 51.8		51.8	51.8
		10:30	GB	PMI servizi	*	ago	51.4		51.1	
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		lug	1.1	%	-0.3	-0.4
		14:30	USA	Bilancia commerciale		lug	-55.2	Mld $	-55.2	-54.8
Gio	5/9	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	lug	2.5	%	-1.3	
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		ago	156	x1000	143	
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	215	x1000		
		14:30	USA	Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale		T2	prel 2.3	%	2.2	
		14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	*	T2	prel 2.4	%	2.5	
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		lug	0.6	%	0.8	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	lug	prel 2.1	%		
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	lug	prel -0.4	%		
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	ago	53.7		53.6	53.8
Ven	6/9	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	lug	2.7	%		
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	lug	-1.5	%	0.4	
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		lug	1.30	%		
		11:00	EUR	PIL a/a finale		T2	prel 1.1	%	1.1	1.1
		11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.2	%	0.2	0.2
		11:00	EUR	Occupazione t/t		T2	0.2	%		
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	ago	164	x1000	165	140
		14:30	USA	Salari orari m/m		ago	0.3	%	0.3	0.3
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	ago	3.7	%	3.7	3.6

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 (2 – 6 settembre)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	2/9		USA		Mercati chiusi per festività
Mar	3/9	23:00	USA		Discorso di Rosengren (Fed)
Mer	4/9	03:30	GIA		Discorso di Kataoka (BoJ)
		13:00	EUR		Discorso di Lane (BCE)
		15:25	USA		Discorso di Williams (Fed)
		18:30	USA		Discorso di Bowman (Fed)
		19:00	USA		Discorso di Kashkari (Fed)
		20:00	USA	*	Fed: pubblicazione del Beige Book
		21:15	USA		Discorso di Evans (Fed)
Gio	5/9	09:00	EUR		Discorso di Guindos (BCE)
		16:30	EUR		Discorso di Tenreyro (BoE)
Ven	6/9		ITA	*	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		18:30	USA	*	Discorso di Powell (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

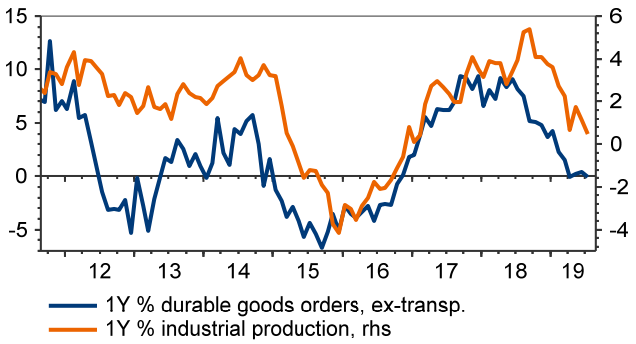
Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti						
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	lug	-8.60			2.00	+4.3
Prezzi all'import m/m	giu	0	~~(-0.3)~~	%	-0.7	-0.9
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	giu	0.4	~~(0.5)~~	%	0.1	0.4
Vendite al dettaglio m/m	giu	0.4	~~(0.5)~~	%	0.1	0.4
Impiego capacità produttiva	giu	78.1		%	78.1	77.9
Produzione industriale m/m	giu	0.4		%	0.1	0.0
Scorte delle imprese m/m	mag	0.5		%	0.3	+0.3
Indice Mercato Immobiliare NAHB	lug	64			64	65
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mag	46.9		Mld $		+3.5
Licenze edilizie	giu	1.299		Mln	1.300	1.220
Nuovi cantieri residenziali	giu	1.265	~~(1.269)~~	Mln	1.261	1.253
Richieste di sussidio	settim	208	~~(209)~~	x1000	216	216
Indice Philadelphia Fed	lug	0.3			5.0	21.8
Indice anticipatore m/m	giu	0.0		%	0.1	-0.3
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	lug	98.2			98.5	

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

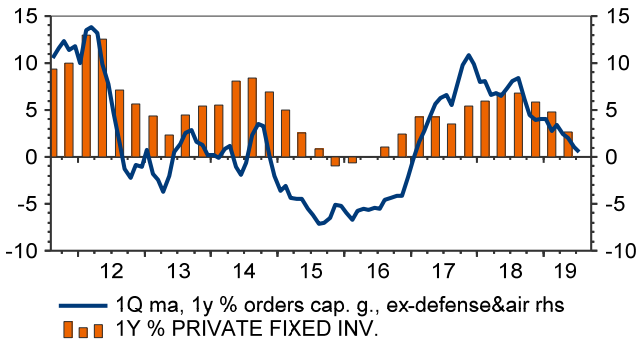
Gli **ordini di beni durevoli** a luglio aumentano di 2,1% m/m, dopo 1,8% m/m di giugno, sulla scia di un incremento solido dei trasporti (+7% m/m, dopo +4,1% m/m). I dati degli ultimi due mesi hanno visto un netto rimbalzo dell'aeronautica civile e, in misura più contenuta, del settore auto. Al **netto dei trasporti**, gli ordini correggono di -0,4% m/m, primo calo da aprile. Nel comparto dei **beni capitali**, la variazione è di 6,2% m/m; **al netto di difesa e aerei**, la variazione è di +0,4% m/m (media a 3 mesi ann., +1,3%). Le **consegne di beni capitali ex-difesa e aerei** calano di -0,7% m/m (media a 3 mesi ann., +0,8%), mentre l'aggregato al netto della sola difesa corregge di -3% m/m. I dati sulle consegne di beni capitali danno indicazioni deboli per gli investimenti fissi delle imprese nel 3° trimestre, dopo un 2° trimestre già negativo, anche se la ripresa degli ordini di beni capitali ex-difesa e aerei dà qualche segno un po' più incoraggiante per la dinamica estiva.

Gli ordini danno indicazioni deboli per la produzione…



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

… e per gli investimenti

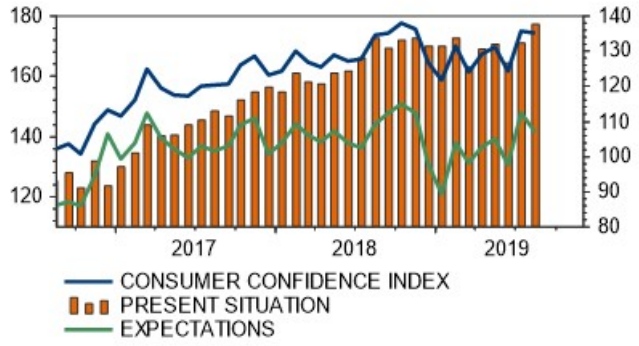


Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board ad agosto corregge solo marginalmente a 135,1 da 135,8 di luglio. L'ampio crollo della fiducia dell'Univ. of Michigan (prel.) di agosto aveva fatto prevedere al consenso una correzione significativa anche per il Conference Board (CF). L'indagine CF riporta un netto aumento delle condizioni correnti, a 177,2 da 170,9, sui massimi da novembre 2000. Invece, le aspettative sono in calo a 107 da 112,4, mantenendosi su un sentiero estremamente volatile, probabilmente per via dell'incertezza e delle notizie relative al commercio internazionale. Il netto miglioramento delle condizioni correnti è collegato a una valutazione estremamente positiva delle condizioni del

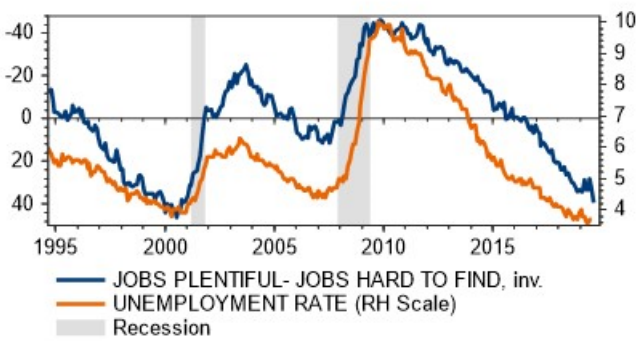
mercato del lavoro: il differenziale *jobs plentiful-jobs hard to get* aumenta a 39,4, da 33,1 di luglio, e tocca il massimo da novembre 2000. Anche le aspettative di reddito sono favorevoli, con una percentuale elevata di intervistati che prevedono un reddito in aumento. Le aspettative di inflazione a 1 anno sono in rialzo a 5% da 4,6%. L'indagine è positiva per il sentiero dei consumi, che resta sostenuto dal mercato del lavoro e non sembra essere influenzato dalla guerra dei dazi.

La fiducia dei consumatori resta su livelli elevati…



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

… grazie al miglioramento della valutazione del mercato del lavoro



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

L'indice della **Richmond Fed per il settore manifatturiero** a settembre aumenta a sorpresa a 1 da -12 di luglio, con un segnale marginalmente favorevole per l'ISM in uscita la prossima settimana.

L'indice della Richmond Fed torna vicino a zero ad agosto …

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

… ma dà indicazioni deboli per l'occupazione nel manifatturiero

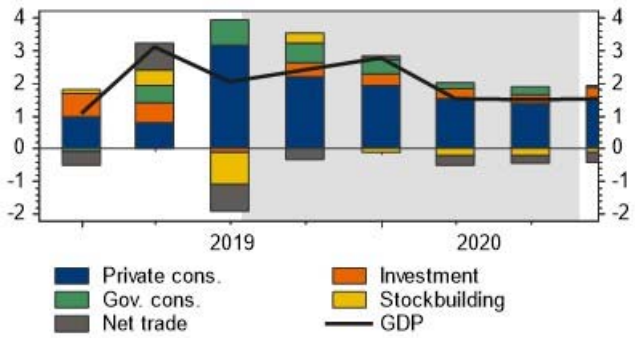
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

La seconda stima del **PIL del 2° trimestre** registra una modesta limatura, a 2% t/t ann. (2,3% a/a), da 2,1% t/t ann. Dietro la revisione marginale del dato complessivo, ci sono modifiche significative ad alcune componenti. I **consumi** sono rivisti verso l'alto, con una crescita di 4,7% t/t ann., da 4,3% t/t ann. della stima advance, grazie a beni durevoli e servizi più dinamici. Gli **investimenti residenziali** e la **spesa pubblica** sono più deboli (-2,9% t/t ann., da -2,5% t/t ann. e 4,5% t/t ann. da 5% t/t ann., rispettivamente). Gli **investimenti fissi non residenziali** sono invariati (-0,6% t/t ann.), con una correzione meno marcata per le strutture (a -9,4% t/t ann., da -10,6% t/t ann.) ma una crescita più contenuta della proprietà intellettuale (3,7% t/t ann.). I contributi delle **scorte** e del **canale estero** sono modestamente più negativi (-0,91pp e -0,72pp, rispettivamente) rispetto alla prima stima. Le informazioni del PIL del 2° trimestre sono in parte influenzate dalla reazione agli effetti negativi dello shutdown di inizio anno, che aveva frenato i consumi, sia privati sia pubblici nel 1° trimestre.

Nel complesso, i dati non modificano il quadro generale della **crescita USA, trainata dai consumi solidi e frenata dagli investimenti fissi.** Le due facce dell'economia americana riflettono da un

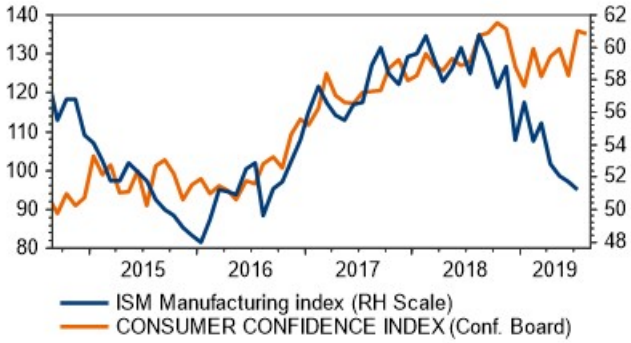
lato la forza del mercato del lavoro al pieno impiego, spinto dalla crescita sopra il potenziale, e dall'altro la fragilità dei settori esposti al ciclo mondiale, rallentato dalla domanda debole in diverse aree e dagli effetti della guerra dei dazi. La previsione per il 3° trimestre è di crescita intorno al 2,4% t/t ann.

La crescita del PIL USA sempre in media sopra il potenziale…



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

… e caratterizzata da una dicotomia fra consumatori e imprese dovuta agli effetti dei dazi sul settore manifatturiero



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 24 agosto sono poco variati, a 214 mila da 211 mila della settimana precedente, e mantengono indicazioni coerenti con il tasso di disoccupazione sui livelli recenti (3,7% a luglio), sempre ampiamente al di sotto del livello di equilibrio (stima FOMC: 4,5%).

La stima *advance* del **deficit della bilancia commerciale dei beni** a luglio registra una riduzione significativa, a -72,3 mld da -74,4 mld del mese precedente. I dati mostrano un calo delle importazioni di -0,4% m/m, spinto da volumi deboli (prezzi all'import: +0,2% m/m), e un aumento delle esportazioni di 0,7% m/m. I flussi commerciali sono influenzati dagli annunci e dalle aspettative per i dazi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	giu	-968.3	(-967.1)	Mld ¥	420.0	+589.5
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	giu	0.8		%	0.6	0.6
CPI (naz.) a/a	giu	0.7		%		0.7

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

La **produzione industriale** a luglio (prel.) aumenta di 1,3% m/m, dopo -3,3% m/m di giugno, con un risultato superiore alle attese di consenso (0,3% m/m). L'incremento di luglio è diffuso alla maggior parte dei settori. Anche le consegne sono positive, con un rialzo di 2,6% m/m, mentre le scorte calano di -0,2% m/m. Le proiezioni per la produzione industriale nei prossimi mesi non sono molto incoraggianti, con aspettative di +1,3% m/m ad agosto e correzione di -1,6% m/m a settembre; tipicamente le proiezioni sovrastimano i risultati effettivi. La variazione trimestrale attesa in estate sulla base di una correzione delle aspettative e dei dati realizzati è prevista in calo di circa -0,3% t/t. Il 4° trimestre sarà ampiamente negativo per via del rialzo dell'imposta sui consumi. Le prospettive per i prossimi trimestri dipenderanno quindi dall'andamento del canale estero, dato che a fine anno la domanda domestica darà contributi ampiamente negativi.

Il **CPI di Tokyo** ad agosto aumenta di 0,6% a/a, in rallentamento da 0,9% a/a di luglio; l'inflazione al netto degli alimentari freschi rallenta a 0,7% a/a da 0,9% a/a di luglio, come anche l'inflazione *core-core* (ex alimentari freschi ed energia). Sulla base dei dati preliminari di Tokyo, la previsione per l'inflazione nazionale *core* ad agosto è di rallentamento a 0,4% a/a da 0,6% di luglio e di prosecuzione di un trend verso il basso previsto per il resto dell'anno, al netto degli effetti del rialzo dell'imposta sui consumi di ottobre.

Le **vendite al dettaglio** a luglio calano di -2,3% m/m e di -2% a/a. I dati sono deboli, anche considerando l'avvicinarsi del rialzo dell'imposta sui consumi di ottobre. La previsione è di accelerazione delle vendite nel resto del 3° trimestre.

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Retribuzioni medie	mag	+3.2	(3.1)	%	3.1	+3.4
Tasso di disoccupazione ILO	mag	3.8		%	3.8	3.8
CPI m/m	giu	0.3		%	0.0	0.0
CPI a/a	giu	2.0		%	2.0	+2.0
Vendite al dettaglio a/a	giu	+2.2	(2.3)	%	2.6	+3.8
Vendite al dettaglio m/m	giu	-0.6	(-0.5)	%	-0.3	+1.0

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T2	0.2		%		
EUR	M3 dest. a/a	lug	4.5		%	4.7	5.2
EUR	Fiducia consumatori finale	ago	-6.6	(-7.1)		-7.1	-7.1
EUR	Fiducia servizi	ago	10.6			10.5	9.3
EUR	Fiducia industria	ago	-7.3	(-7.4)		-7.4	-5.9
EUR	Indice di fiducia economica	ago	102.7			102.3	103.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ago	1.1		%	1.1	1.1
EUR	CPI a/a stima flash	ago	1.0		%	1.0	1.0
EUR	Tasso di disoccupazione	lug	7.5		%	7.5	7.5
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	ago	101			101	102
FRA	Fiducia consumatori	ago	102			102	102
FRA	Spese per consumi m/m	lug	-0.2	(-0.1)	%	0.3	0.4
FRA	IPCA a/a prelim	ago	1.3		%	1.2	1.2
GER	IFO	ago	95.8	(95.7)		95.1	94.3
GER	IFO (sit. corrente)	ago	99.6	(99.4)		98.6	97.3
GER	IFO (attese)	ago	92.1	(92.2)		91.5	91.3
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T2	0.4		%	0.4	0.4
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T2	-0.1		%	-0.1	-0.1
GER	Prezzi import a/a	lug	-2.0		%	-1.7	-2.1
GER	Fiducia consumatori	set	9.7			9.6	9.7
GER	Tasso di disoccupazione	ago	5.0		%	5.0	5.0
GER	Variazione n° disoccupati	ago	1		x1000	4	4
GER	IPCA m/m prelim	ago	0.4		%	0.0	-0.1
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ago	0.5		%	-0.1	-0.2
GER	IPCA a/a prelim	ago	1.1		%	1.2	1.0
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ago	1.7		%	1.5	1.4
GER	Vendite al dettaglio m/m	lug	3.0	(3.5)	%	-1.0	-2.1
GER	Vendite al dettaglio a/a	lug	-1.4	(-1.6)	%		4.4
ITA	Fiducia consumatori	ago	113.3	(113.4)			111.9
ITA	Indice di fiducia delle imprese	ago	100.1			99.8	99.7
ITA	PPI a/a	lug	0.9		%		-0.5
ITA	PPI m/m	lug	-0.3		%		0.0
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	lug	9.8	(9.7)	%		9.9
ITA	IPCA m/m prelim	ago	-1.8		%	0.0	0.0
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ago	0.4		%		0.5
ITA	IPCA a/a prelim	ago	0.3		%	0.5	0.5
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ago	0.0		%		0.5
ITA	PIL a/a finale	T2	0.0		%	0.0	-0.1
ITA	PIL t/t finale	T2	0.0		%	0.0	0.0
SPA	IPCA a/a prelim	ago	0.6		%	0.6	0.4

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

Area euro. La stima flash dell'inflazione nel mese di agosto è di **1,0% a/a**, lo stesso livello di luglio. L'indice che esclude l'energia accelera da 1,1 a 1,2%, mentre escludendo energia ed alimentari freschi è stabile a 1,1%; tuttavia, la tenuta della misura sottostante è dovuta al tabacco, senza il quale l'inflazione è ferma a 0,9% a/a. La dinamica inflattiva è drasticamente

frenata dall'energia, che cala di -0,6% a/a. Ci attendiamo che l'inflazione non vari significativamente fino a novembre, mentre l'indice che esclude l'energia potrebbe salire verso 1,5% per effetti di confronto statistico.

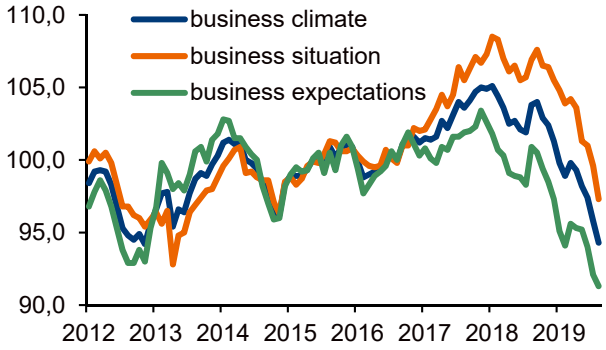
Area euro. Il **tasso di disoccupazione** è stabile in luglio a 7,5%, il livello più basso dal luglio 2008. La dinamica calante dovrebbe ora arrestarsi come conseguenza del rallentamento dell'attività economica.

Area euro. L'indice **M3** a luglio è salito oltre le attese a 5,2% da 4,5% di giugno: sia la componente più liquida, M1, che M2 (sotto i due anni) sono salite.

Germania. La fiducia delle imprese tedesche è calata ancora ad agosto. L'indice **Ifo** ha esteso il suo declino per il quinto mese consecutivo, passando da 95,8 (rivisto al rialzo di 1 decimo) a luglio, a 94,3 ad agosto, e segnando il livello più basso da novembre 2012. L'indice si è deteriorato sia per la situazione corrente sia per le aspettative. Mentre la valutazione della situazione corrente, a 97,2 in agosto contro 99,6 in luglio, è ancora due decimi sopra la media di lungo termine (sebbene da giugno sia già al di sotto della media post-crisi di 100,1), le aspettative a 91,3 in agosto (contro 92,1 in luglio) sono nettamente al di sotto della media di lungo termine di 98,2, che segna la lettura più bassa dalla crisi del 2009. Tutti e tre gli indicatori sono stati al di sotto delle aspettative del mercato e hanno aumentato i timori di una recessione incombente in Germania.

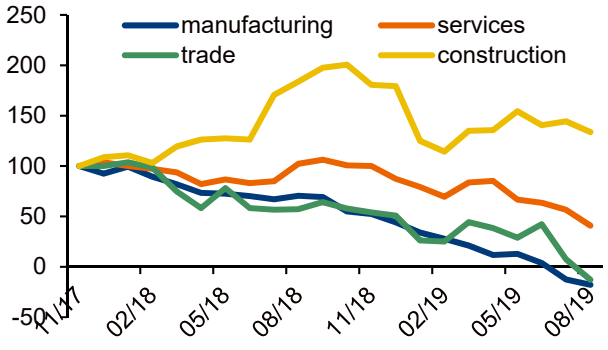
Tra i singoli settori rilevati, l'industria **manifatturiera** è già in recessione e la situazione è ulteriormente peggiorata in agosto, secondo la valutazione delle imprese esaminate. Dall'inizio del 2018, il clima generale delle imprese ha registrato una tendenza verso il basso. Ad agosto, le imprese sono state nuovamente meno ottimiste sulla situazione corrente e hanno aumentato ulteriormente le loro preoccupazioni per il futuro. Il **commercio**, principalmente a causa del segmento all'ingrosso, segue la debolezza della produzione, e recentemente è entrato in territorio negativo. I **servizi**, pur registrando indicazioni solide, sembrano tuttavia a rischio di seguire presto il manifatturiero. Il livello del clima economico nei servizi si è dimezzato negli ultimi quattro mesi, a causa sia della situazione attuale che delle aspettative. Il ritmo del deterioramento è paragonabile a quello della produzione di beni dall'inizio del 2 ° trimestre (v. grafici).

Germania: indici IFO



Fonte: IFO institute, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania: componenti dell'indice IFO dal picco dell'indice headline (Indice nov 2017=100)



Fonte: IFO institute, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania. L'economia tedesca si è contratta nel 2 ° trimestre: la seconda stima del **PIL del 2 ° trimestre** ha confermato la stima iniziale pubblicata all'inizio di questo mese. Su base sequenziale, l'economia tedesca si è contratta nel 2° trimestre di -0,1% t/t, dopo +0,4% nel 1 °

trimestre. La crescita annuale reale corretta per i giorni lavorativi, quindi, è rallentata allo 0,4% nel 2 ° trimestre dallo 0,9% nel 1 ° trimestre. Il ciclo economico tedesco è ora nella sua fase più debole dal 2013: l'economia è scivolata sull'orlo della recessione. I dati e le indagini congiunturali indicano una minaccia di estensione della contrazione anche nel 3° trimestre. Un rischio chiave deriva dal settore manifatturiero orientato all'esportazione.

Germania: crescita del PIL in rallentamento

Fonte: Thomson Reuters

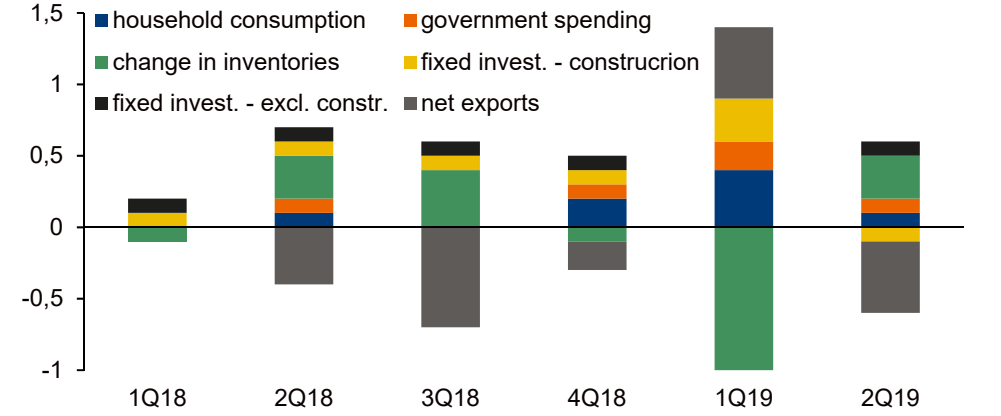
La contrazione dell'economia tedesca nel 2° trimestre è originata principalmente da un **crollo delle esportazioni**. Infatti, i **dati per componente di domanda** hanno rivelato che, mentre i consumi delle famiglie e del governo continuavano a crescere, le esportazioni nette hanno portato l'economia in contrazione trimestrale. Una solida e persistente crescita del reddito disponibile delle famiglie ha mantenuto la dinamica dei consumi privati in territorio positivo, sebbene a un ritmo in calo, fino allo 0,1% t/t nel 2 ° trimestre dopo una crescita sostenuta dello 0,8% t/t nel 1 ° trimestre. Al di là della volatilità trimestrale, i consumi privati rimangono forti. In termini cumulati, la crescita nel 1° semestre 2019 ha già superato la crescita dell'intero anno 2018.

Il governo, beneficiando di una buona condizione delle finanze pubbliche, ha mantenuto la crescita della spesa per consumi al di sopra della tendenza dell'intera economia, con un aumento di 0,5% t/t nel 2° trimestre, rispetto a un rialzo dello 0,8% t/t nel 1° trimestre.

La formazione lorda di capitale fisso ha subìto una contrazione, -0,1% t/t nel 2 ° trimestre, dopo aver registrato una solida crescita dell'1,6% nel 1 ° trimestre. Ciò è dovuto principalmente al settore delle costruzioni, dove la formazione lorda di capitale fisso è scesa dell'1,0% t/t, dopo aver registrato una crescita molto forte del 2,5% t/t nel 1 ° trimestre, sottraendo così 0,1 punti percentuali dalla crescita complessiva nel 2 ° trimestre. Ciò è stato probabilmente guidato dal clima mite nel 1 ° trimestre, che ha anticipato attività nel 1° trimestre e abbassato la dinamica del 2° trimestre. Correggendo per questo effetto, la crescita complessiva del PIL probabilmente non subirebbe una contrazione nel 2° trimestre, nonostante il crollo delle esportazioni.

Una fonte chiave di contrazione per l'economia nel suo complesso è stata chiaramente il commercio estero. Mentre le esportazioni sono diminuite dell'1,3% su base trimestrale nel 2° trimestre, dopo una crescita dell'1,8% nel 1° trimestre, le importazioni sono diminuite dello 0,3% su base trimestrale dopo la crescita dello 0,9% nel trimestre precedente. Le esportazioni nette hanno quindi sottratto dalla crescita complessiva 0,5 punti percentuali. Guardando al lato dell'offerta della composizione del PIL, una chiara fonte di debolezza dell'economia tedesca deriva dal suo settore manifatturiero.

Germania: contributi alla crescita del PIL reale, pp, q/q



Fonte: Federal Statistics Office, ISP

Francia. La seconda stima rivede al rialzo il **PIL** da 0,2% t/t a 0,3% t/t in linea con le nostre attese. La revisione, però, non è stata data da una variazione delle scorte ma da un contributo maggiore delle attese del canale estero. Il contributo del canale estero passa da zero a 0,1 per effetto per la revisione al ribasso delle importazioni (-0,2% t/t), mentre le esportazioni hanno stagnato. Il contributo della domanda interna è rimasto pari a 0,4 e quello delle scorte a -0,2. In termini annui la crescita passa a 1,4% da 1,3%. La crescita acquisita ora si porta a 1,1. Nella restante parte dell'anno ci aspettiamo che altri due decimi si aggiungano alla crescita annua che confermiamo a 1,3% nel 2019 da 1,7% del 2018.

Italia. I **conti nazionali del secondo trimestre 2019** confermano la stima flash di **0,0% t/t** per la crescita del PIL, ma la variazione tendenziale arrotonda ora a **-0,1% a/a**. La variazione "acquisita" (cioè la variazione media annua che si avrebbe con variazioni congiunturali nulle nel terzo e quarto trimestre) è pari a zero. Il dettaglio delle componenti conferma la ripresa dei flussi di import/export, che ha prodotto un contributo nullo del commercio estero alla crescita. Il contributo della domanda finale interna sale a +0,3%, ed è dovuto interamente agli investimenti fissi. La crescita è stata azzerata dal processo di riduzione delle scorte. A livello di macro-settori produttivi, il valore aggiunto cresce soltanto nei servizi (+0,1% t/t), mentre cala nell'agricoltura (-1,2%) e nell'industria (-0,4%). La stima media annua per il 2019 si colloca fra 0,1 e 0,2%, ipotizzando però una riaccelerazione congiunturale nel terzo e nel quarto trimestre della quale al momento non ci sono segnali convincenti.

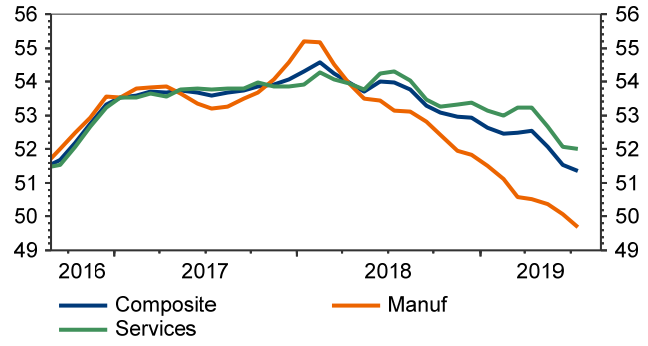
Italia. Ad agosto l'**indice di fiducia delle imprese è calato da 101,2 a 98,9**. Dopo l'anomalo incremento di luglio, la fiducia è in flessione in tutti i settori: il calo è marginale nel commercio al dettaglio (da 110 a 109,9), modesto nel comparto manifatturiero (da 100,1 a 99,7), forte nelle costruzioni (140,4 da 142,8) e nei servizi (da 100 a 97,4). Nel manifatturiero, il giudizio sugli ordini è un po' meno negativo che a luglio (-16,7, 0,8 punti di miglioramento), ma le imprese sono meno positive sulle prospettive future per la produzione. L'andamento della fiducia resta coerente con una variazione del PIL di 0,0-0,1% t/t nel terzo trimestre. **Il clima di fiducia è peggiorato di 1,8 punti (da 113,3 a 111,9) anche tra le famiglie**, riassorbendo circa metà dell'incremento anomalo di luglio. Il calo di agosto ridimensiona la ripresa della fiducia del terzo trimestre, pur confermando che il minimo potrebbe essere stato segnato nel primo trimestre 2019 per le imprese e nel secondo trimestre per le famiglie.

Italia. In agosto, il tasso di **inflazione** armonizzato è salito a 0,5%; l'indice dei prezzi al consumo è rimasto invariato rispetto a luglio.

Italia. In luglio, l'**occupazione** ha registrato una flessione congiunturale di -0,1% m/m, mentre risulta ancora in crescita rispetto a 12 mesi prima (+0,8% a/a). Si riduce in particolare l'impiego dipendente permanente (-44 mila), a fronte di un incremento del lavoro autonomo (+29 mila). Considerando il calo degli inattivi, i disoccupati sono aumentati di 28mila unità, il che riduce il calo tendenziale a -121 mila e porta il **tasso di disoccupazione** a 9,9%. Il calo dell'occupazione ha interessato la sola fascia 35-49 anni.

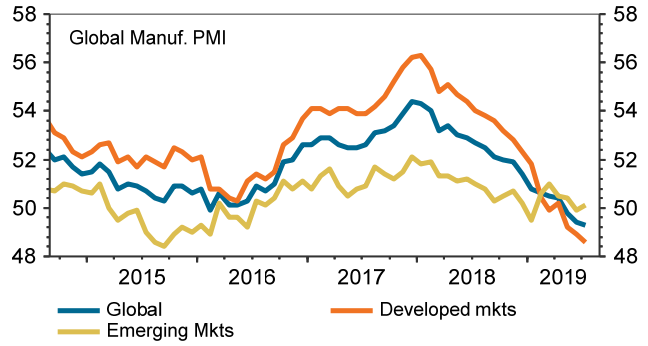
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



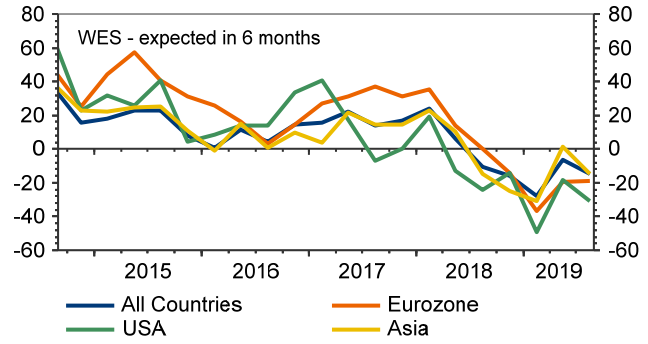
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



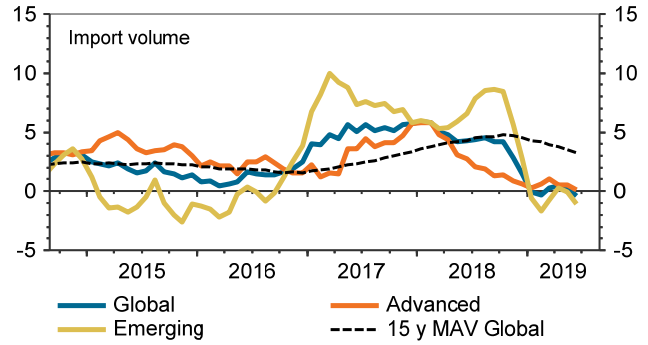
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Ifo: WES, aspettative a 6 mesi



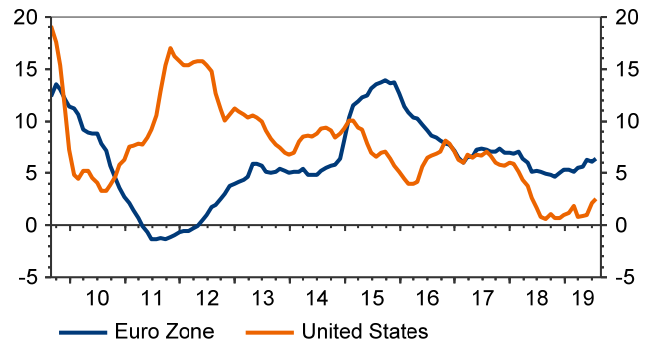
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

Andamento del commercio mondiale



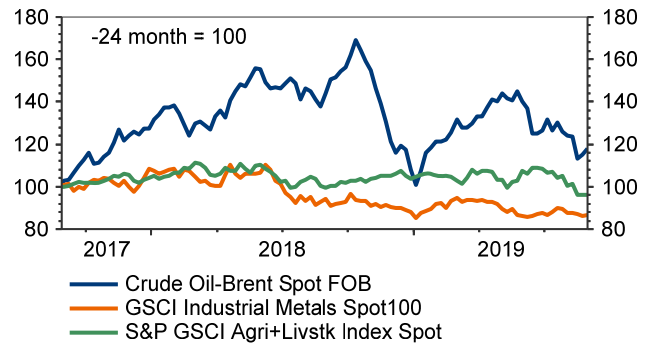
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat e BLS.

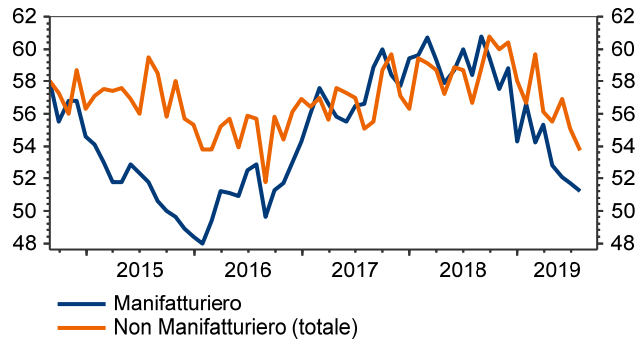
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

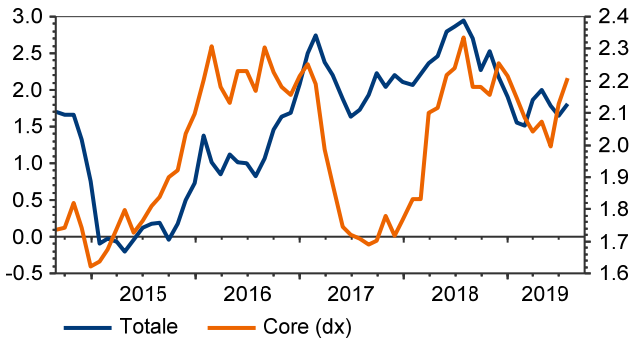
Stati Uniti

Indagini ISM



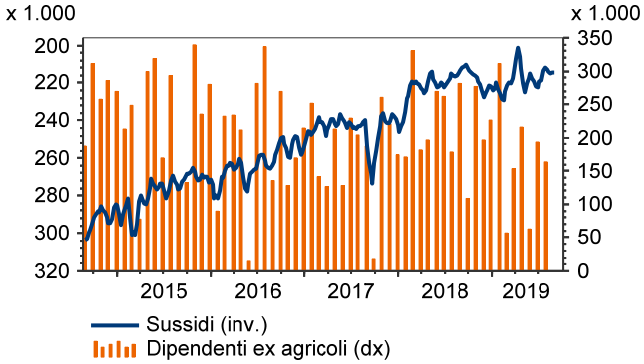
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI – Var. % a/a



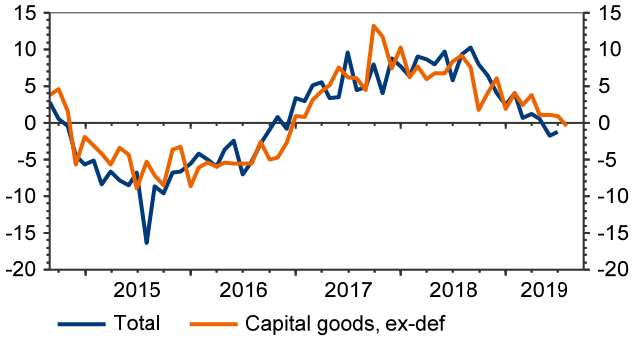
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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

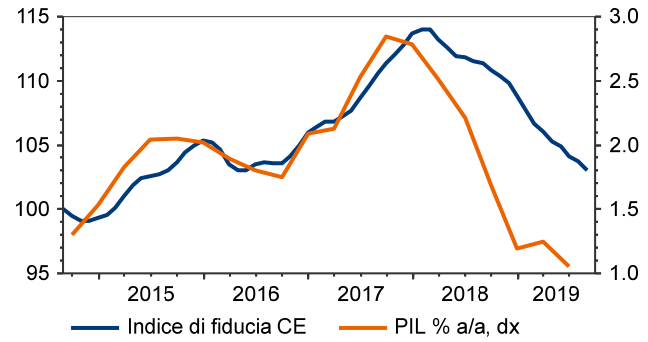
Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018 T4	2019 T1	T2	T3	T4	2020 T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti,a/a)	**2.9**	2.4	1.9	**2.5**	**2.7**	**2.3**	2.2	2.6	2.2	2.1	1.8
- trim./trim. annualizzato				**1.1**	**3.1**	**2.0**	2.4	2.8	1.5	1.5	1.5
Consumi privati	**3.0**	2.7	2.5	**1.4**	**1.1**	**4.7**	3.2	2.8	2.2	2.0	2.2
IFL - privati non residenziali	**6.4**	3.1	2.1	**4.8**	**4.4**	**-0.6**	2.9	2.5	2.1	1.8	2.3
IFL - privati residenziali	**-1.5**	-2.2	0.8	**-4.7**	**-1.0**	**-2.9**	1.3	1.0	0.8	1.2	1.0
Consumi e inv. pubblici	**1.7**	2.5	1.8	**-0.4**	**2.9**	**4.5**	3.5	2.4	1.1	1.4	0.3
Esportazioni	**3.0**	0.2	1.4	**1.5**	**4.1**	**-5.8**	2.5	2.5	1.5	1.4	1.8
Importazioni	**4.4**	1.8	2.3	**3.5**	**-1.5**	**0.1**	3.5	1.2	2.8	2.3	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.1**	0.2	-0.1	**0.1**	**0.5**	**-1.0**	0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	**-2.4**	-2.6	-2.7								
Deficit Pubblico (% PIL)	**-6.4**	-6.8	-6.9								
Debito pubblico (% PIL)	**137.1**	136.7	138.7								
CPI (a/a)	**2.4**	1.8	1.9	**2.2**	**1.6**	**1.8**	1.8	1.9	2.1	1.8	1.9
Produzione Industriale	**3.9**	0.7	0.8	**1.0**	**-0.5**	**-0.5**	0.0	0.1	0.3	0.3	0.4
Disoccupazione (%)	**3.9**	3.7	3.5	**3.8**	**3.9**	**3.6**	3.7	3.6	3.5	3.4	3.5

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

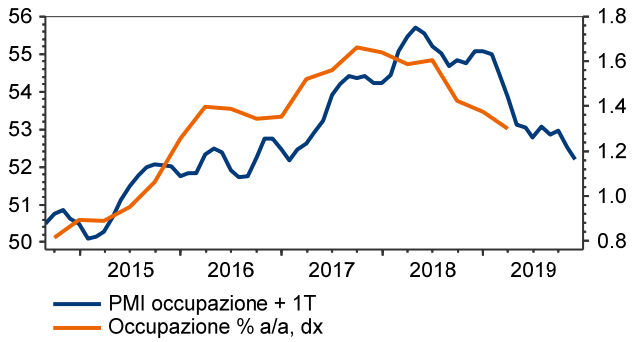
Area euro

PIL



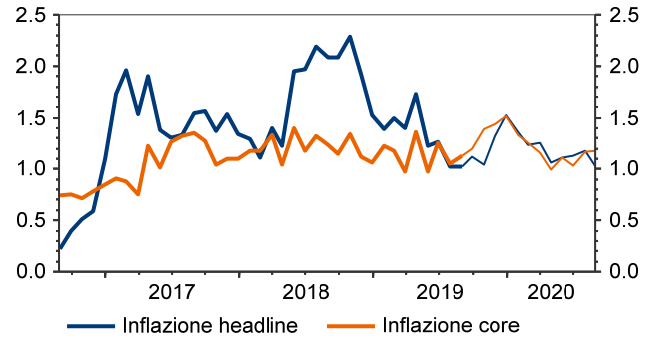
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2018	2019	2020
gennaio	**1.3**	**1.4**	1.4
febbraio	**1.1**	**1.5**	1.2
marzo	**1.4**	**1.4**	1.5
aprile	**1.2**	**1.7**	1.2
maggio	**2.0**	**1.2**	1.2
giugno	**2.0**	**1.3**	1.1
luglio	**2.2**	**1.0**	0.9
agosto	**2.1**	1.0	0.9
settembre	**2.0**	1.0	1.3
ottobre	**2.3**	0.9	1.2
novembre	**1.9**	1.2	1.3
dicembre	**1.5**	1.4	1.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018	2019				2020		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	**1.9**	1.1	1.1	**1.2**	**1.2**	**1.1**	1.1	1.1	0.9	1.1	1.2
- t/t				**0.2**	**0.4**	**0.2**	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	**1.3**	1.3	1.2	**0.3**	**0.5**	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	**2.0**	1.7	1.7	**1.5**	**0.1**	-0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Consumi pubblici	**1.0**	1.1	1.0	**0.6**	**0.1**	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	**3.4**	2.6	2.0	**1.1**	**0.7**	0.4	0.6	0.1	0.6	0.7	0.7
Importazioni	**2.6**	2.6	3.2	**1.0**	**0.3**	-0.1	1.0	1.0	1.0	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.1**	-0.3	0.3	**-0.5**	**0.0**	-0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	**3.5**	3.3	3.0								
Deficit pubblico (% PIL)	**-0.9**	-0.9	-1.0								
Debito pubblico (% PIL)	**87.1**	85.8	84.3								
Prezzi al consumo (a/a)	**1.8**	1.2	1.2	**1.9**	**1.4**	**1.4**	1.0	1.1	1.4	1.2	1.1
Produzione industriale (a/a)	**0.9**	-1.0	0.8	**-1.9**	**-0.5**	**-1.4**	-1.8	-0.5	-0.3	0.5	1.4
Disoccupazione (%)	**8.2**	7.6	7.6	**7.9**	**7.8**	**7.6**	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6
Euribor 3 mesi	**-0.32**	-0.40	-0.53	**-0.32**	**-0.31**	**-0.32**	-0.41	-0.54	-0.54	-0.54	-0.53

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

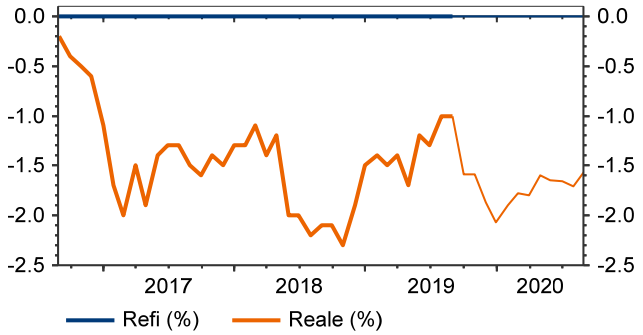
Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona	dic	mar	giu	29/8	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	**0.00**	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.37	-0.37	-0.37	**-0.37**	-0.47	-0.55	-0.55	-0.54
Euribor 3m	-0.31	-0.31	-0.35	**-0.43**	-0.47	-0.54	-0.54	-0.53

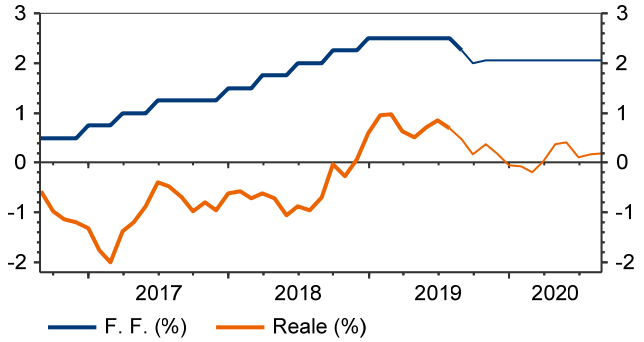
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti	dic	mar	giu	29/8	set	dic	mar	giu
Fed Funds	2.50	2.50	2.50	**2.25**	2.00	2.06	2.06	2.06
Libor USD 3m	2.81	2.60	2.32	**2.12**	2.12	1.88	1.89	1.89

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



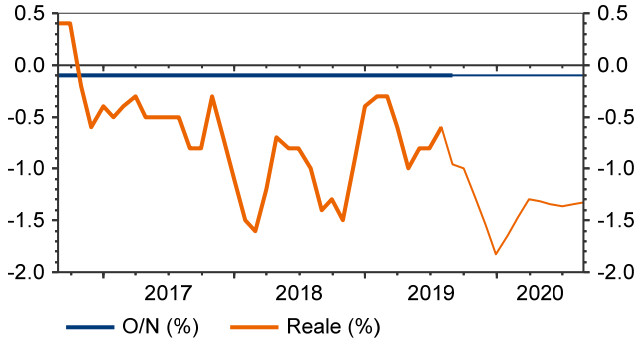
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone	dic	mar	giu	29/8	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	**-0.10**	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.06	-0.07	**-0.08**	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

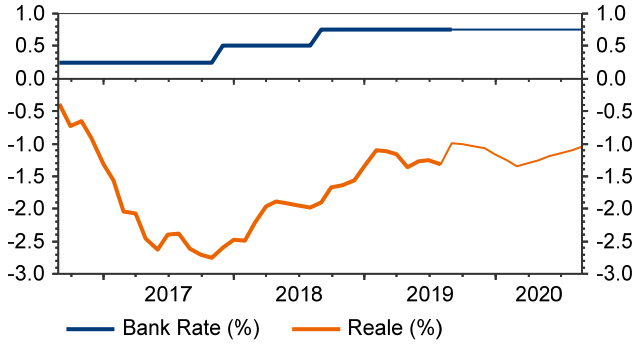
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito	dic	mar	giu	29/8	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.75	0.75	0.75	**0.75**	0.75	0.75	0.75	0.75
Libor GBP 3m	0.91	0.85	0.77	**0.76**	0.77	0.84	0.84	0.84

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	30/8	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.17	1.14	1.11	1.12	**1.1040**	1.12	1.14	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	110	111	111	110	109	**106.39**	105	107	108	110	110
GBP/USD	1.29	1.30	1.33	1.26	1.22	**1.2179**	1.20	1.22	1.23	1.25	1.35
EUR/CHF	1.14	1.13	1.13	1.12	1.10	**1.0915**	1.08	1.10	1.12	1.13	1.15
EUR/JPY	131	130	126	122	121	**117.46**	118	122	124	129	132
EUR/GBP	0.92	0.90	0.86	0.88	0.92	**0.9062**	0.94	0.93	0.93	0.93	0.89

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		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasanpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@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.