

Weekly Economic Monitor

Il punto

Italia: l'ultimo aggiornamento del quadro di riferimento per la politica fiscale segue la traccia impostata dai precedenti governi. L'impatto netto è marginalmente espansivo, con trasmissione soprattutto attraverso i bilanci delle famiglie. La prevista riduzione del debito non sarà conseguibile, se la crescita del PIL non accelererà come atteso dal governo.

Lo stato dell'economia mondiale: le indagini congiunturali PMI di settembre mostrano un quadro più diversificato, con segnali di ripresa dell'attività manifatturiera in alcune economie emergenti. Però nei prossimi mesi dovrà essere assorbito lo shock di nuovi aumenti delle barriere doganali.

I market mover della settimana

Nella **zona euro**, sono in calendario i dati di produzione industriale di agosto: in Francia, la produzione è vista aumentare (0,2% m/m) a un ritmo simile a quello di luglio. Un calo è atteso in Germania, mentre in Italia ci attendiamo un rimbalzo dopo due mesi consecutivi di contrazione. L'Eurogruppo tornerà a occuparsi di nomine BCE e del budget comune dell'Eurozona.

I dati in uscita negli **Stati Uniti** la prossima settimana sono pochi: inflazione di settembre e fiducia dei consumatori di ottobre. Il CPI core dovrebbe registrare un incremento di 0,2% m/m, dopo tre rialzi consecutivi di 0,3% m/m. Il PPI core è previsto in aumento di 0,2% m/m, mentre i prezzi all'import dovrebbero essere invariati, sulla scia del continuo apprezzamento del cambio. La fiducia dei consumatori rilevata dall'Univ. of Michigan dovrebbe correggere ancora, segnalando che il picco della crescita dei consumi è alle spalle.

4 ottobre 2019

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

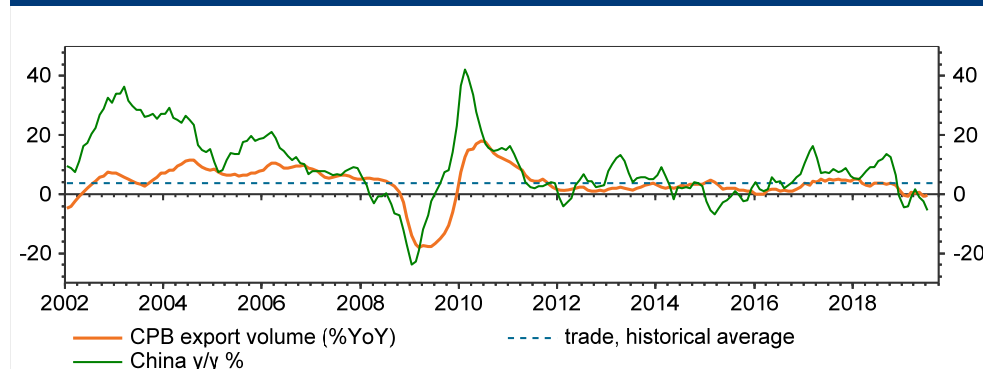
Paolo Mameli
Economista - Italia

Giovanna Mossetti
Economista - Italia

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area euro

Andrej Arady
Economista - Area euro

Crescita delle esportazioni globali e cinesi a confronto 2002-19



Variazioni percentuali a/a calcolate su medie mobili trimestrali. Fonte: CPB e Refinitiv Datastream

Il punto

Italia: l'ultimo aggiornamento del quadro di riferimento per la politica fiscale segue la traccia impostata dai precedenti governi. L'impatto netto è marginalmente espansivo, con trasmissione soprattutto attraverso i bilanci delle famiglie. La prevista riduzione del debito non sarà conseguibile, se la crescita del PIL non accelererà come atteso dal governo.

- Se il cambio di governo ha marcato una netta discontinuità nella qualità dei rapporti con l'Unione Europea e con gli investitori, non altrettanto si può dire rispetto agli obiettivi fiscali. La soluzione al problema di garantire una riduzione sostenibile del debito deve ancora essere trovata; per ora, tutto lo sforzo è stato indirizzato a gestire il problema delle clausole di salvaguardia.
- Il governo propone un aumento del deficit strutturale di 0,1% del PIL, invece di operare la correzione di 0,6% che era stata richiesta dalla Commissione Europea. Lo scostamento sarebbe motivato in piccola parte dalle spese contro il dissesto idrogeologico, e per il resto dalla clausola per gli investimenti, alla quale però l'Italia ha già fatto ricorso in passato. Vedremo nei prossimi mesi come la questione sarà affrontata da Commissione e governo. In termini di deficit nominale viene proposto un 2,2%, stesso livello del 2019 e del 2018: un obiettivo che implica un nuovo peggioramento del saldo primario, destinato a scendere all'1,1% del PIL nel 2020. Soltanto nel 2021 l'avanzo primario tornerebbe a crescere e il deficit complessivo calerebbe.
- Il governo stima che la cancellazione dell'aumento dell'IVA, in larga misura finanziata in deficit, basti a innalzare la crescita 2020 da 0,4 a 0,8%. La ragione per cui non rivediamo le previsioni di crescita malgrado la cancellazione dell'aumento dell'IVA è che tale aumento non era incorporato nelle nostre stime. Rispetto al 2019, **le nuove proiezioni di bilancio comportano uno stimolo modesto, 2-3 decimi nel 2020**, che potrebbe al massimo giustificare un innalzamento di un decimo, se non lo avessimo già ipotizzato in precedenza. Implicitamente, il governo si attende una dinamica endogena dell'economia molto più robusta rispetto alle nostre previsioni e al consenso.
- Quali sono le implicazioni per l'andamento del debito? Assumendo che il target sul deficit sia conseguito (il che dipende dalle misure che saranno concretamente prese nelle prossime settimane), che la crescita acceleri come il governo prevede a 0,8%, e che siano realizzate dismissioni di attività pari allo 0,2% del PIL, il debito calerebbe di poco, da 135,7 a 135,2% del PIL. Le nostre stime più pessimistiche sulla crescita reale (0,3%) e l'inflazione (1,1% per il deflatore del PIL) implicano una crescita nominale più bassa e, quindi, un **rischio che il debito non cali anche se il deficit sarà in linea con gli obiettivi e le privatizzazioni saranno attuate come da programma**.

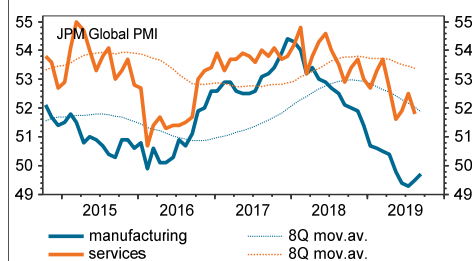
Lo stato dell'economia mondiale: le indagini congiunturali PMI di settembre mostrano un quadro più diversificato, con segnali di ripresa dell'attività manifatturiera in alcune economie emergenti. Però nei prossimi mesi dovrà essere assorbito lo shock di nuovi aumenti delle barriere doganali.

- L'ultima serie di indagini congiunturali PMI ha mostrato un **ulteriore rallentamento del terziario**, che continua ad espandersi ma a ritmi molto al di sotto della media, a fronte di un primo **segnale di stabilizzazione del comparto manifatturiero**. L'indice globale di attività manifatturiera, infatti, è risalito a 49,7, marcando il secondo miglioramento consecutivo, e l'indice di produzione si è assestato a 50,1 – secondo mese sopra 50. Tale miglioramento deriva dalla tendenza positiva che si è manifestata in alcune grandi economie emergenti (Cina, Brasile), a fronte della debolezza ancora largamente prevalente in Europa. Inoltre, mentre l'indagine ISM è peggiorata, la normalmente più affidabile indagine Markit ha mostrato un miglioramento per gli Stati Uniti, anche se con un indice di produzione pressoché stabile (51 in settembre, da 50,9 in agosto).
- La stabilizzazione della Cina è stata segnalata anche dagli indici anticipatori OCSE. Se fosse confermata, si tratterebbe di un segnale importante per l'economia globale: i punti di svolta della Cina tendono infatti ad anticipare quelli dell'economia globale. Tuttavia, nelle attuali circostanze **i segnali degli indici congiunturali vanno presi con molta più cautela del solito**: il

nuovo aumento delle barriere daziarie, che si sta verificando, potrebbe essere associato a nuovi assestamenti dei flussi commerciali e della produzione:

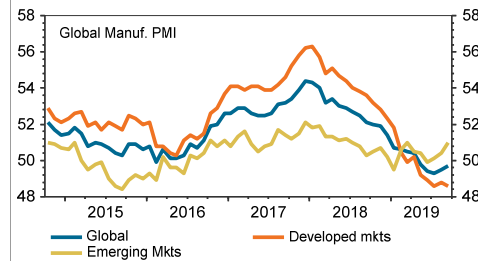
- Il dazio medio imposto dalla Cina sulle importazioni dagli Stati Uniti è salito dal 20,7% al 21,8% il 1° settembre e, salvo sviluppi clamorosi dei negoziati, balzerà al 25,9% dal 15 dicembre. Viceversa, il dazio medio imposto dagli Stati Uniti sulle importazioni dalla Cina è salito dal 17,6 al 21% il 1° settembre e salirà al 26,6% il 15 dicembre (con un passo intermedio al 23,8% il 15 ottobre).
- Gli Stati Uniti imporranno **dazi punitivi fra il 10 e il 25% su circa 7,5 miliardi di importazioni dall'UE**, colpendo le importazioni di aerei civili e diversi prodotti agro-alimentari. I dazi potrebbero essere innalzati fino al 100%. La quota di export europeo colpita è minima, ma segna comunque una svolta nell'ambito di una lunga vertenza sui sussidi all'industria aeronautica. L'UE probabilmente farà presto lo stesso come rappresaglia per i sussidi americani a Boeing, una volta autorizzata dalla WTO, e tutto ciò non crea un buon clima in vista dei negoziati che dovranno comunque essere intrapresi fra Stati Uniti ed UE.
- Infine, **pende la decisione americana sulle importazioni di auto**, attesa il 13 novembre. Teoricamente, potrebbero essere decisi dazi per proteggere la sicurezza nazionale. I paesi colpiti potrebbero essere UE, Corea e Giappone (quest'ultimo non ha ottenuto garanzie formali di esserne escluso nonostante la firma del trattato commerciale con gli Stati Uniti, anche se la dichiarazione congiunta prospetta "sforzi per una pronta soluzione di altre vertenze connesse ai dazi").
- In conclusione, è meglio attendere prima di dichiarare lo scampato pericolo. La prossima tappa delle guerre commerciali potrebbe avviare una nuova scossa di assestamento nel comparto manifatturiero a inizio 2020.

PMI Globali: rallentano i servizi, possibile stabilizzazione nel manifatturiero



Fonte: IHS Markit

PMI manifatturiero: ripresa nei paesi emergenti, indici ancora deboli nei paesi avanzati



Fonte: IHS Markit

I market mover della settimana

Nella **zona euro**, sono in calendario i dati di produzione industriale di agosto: in Francia, la produzione è vista aumentare (0,2% m/m) a un ritmo simile a quello di luglio. Un calo è atteso in Germania, mentre in Italia ci attendiamo un rimbalzo dopo due mesi consecutivi di contrazione. L'Eurogruppo tornerà a occuparsi di nomine BCE e del budget comune dell'Eurozona.

I dati in uscita negli **Stati Uniti** la prossima settimana sono pochi: inflazione di settembre e fiducia dei consumatori di ottobre. Il CPI core dovrebbe registrare un incremento di 0,2% m/m, dopo tre rialzi consecutivi di 0,3% m/m. Il PPI core è previsto in aumento di 0,2% m/m, mentre i prezzi all'import dovrebbero essere invariati, sulla scia del continuo apprezzamento del cambio. La fiducia dei consumatori rilevata dall'Univ. of Michigan dovrebbe correggere ancora, segnalando che il picco della crescita dei consumi è alle spalle.

Lunedì 7 ottobre

Area euro

- **Germania.** I **nuovi ordini** nel settore manifatturiero dovrebbero aver registrato un altro calo, -0,6% m/m ad agosto. La volatilità nei mesi precedenti (+2,7% m/m seguita da -2,7% m/m a luglio) è stata causata da beni di alto valore unitario (grosse commesse). Corretti per tale volatilità, gli ordini sono in calo. L'indice dei responsabili degli acquisti segnala ulteriori cali fino a settembre. Nessun miglioramento è in vista per i prossimi mesi.

Martedì 8 ottobre

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** dovrebbe registrare un altro calo, -0,4% m/m in agosto dopo il -0,6% di luglio. Si prevede un contributo positivo solo dal settore delle costruzioni: sia la fiducia sia le condizioni meteorologiche appaiono favorevoli. La fiducia tra i produttori manifatturieri tedeschi è la più bassa dal 2009. Per quanto riguarda l'energia, come giugno e luglio, anche agosto 2019 è stato un mese più caldo rispetto alla media. Il maggior consumo di energia per i condizionatori non compenserà il minor consumo di energia del settore manifatturiero.

Stati Uniti

- Il **PPI** a settembre è atteso in aumento di 0,1% m/m, come ad agosto. Il rialzo del prezzo della benzina registrato nella seconda metà del mese dovrebbe essere più che compensato dalla debolezza iniziale e determinare un modesto contributo negativo dell'energia. L'indice core dovrebbe essere in rialzo di 0,2% m/m.

Mercoledì 9 ottobre

Area euro

- **Area euro.** L'**Eurogruppo** nella formazione allargata tornerà a discutere del cosiddetto Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness (BICC). Gli Stati Membri sono divisi su diversi aspetti del progetto che dovrebbe dotare l'Eurozona di un piccolo bilancio autonomo. L'Eurogruppo nella configurazione ordinaria si occuperà anche delle nomine al comitato esecutivo BCE. Infatti, oltre a Benoît Coeuré, il cui mandato scade a fine anno, è sorta ora la necessità di rimpiazzare la dimissionaria Sabine Lautenschläger, che cesserà dal suo incarico il 31 ottobre.

Stati Uniti

- La Fed pubblica i **verbali della riunione del FOMC** di settembre. I verbali daranno maggiori informazioni sulla divisione all'interno del comitato sull'opportunità di intervenire con ulteriori tagli dei tassi preventivi pur in presenza di un quadro macro ancora relativamente tranquillizzante. Il voto sui tassi e il grafico a punti hanno mostrato un'ampia dispersione di opinioni al riguardo e i verbali potrebbero informare su eventuali condizioni richieste per tagliare ancora i tassi. Nel documento ci dovrebbe essere anche un'analisi delle tensioni sulla liquidità e degli strumenti con cui la Fed intende affrontarli nei prossimi mesi, soprattutto a

ridosso della chiusura d'anno. In particolare, potrebbero esserci informazioni sulla probabile riapertura anticipata del programma di acquisto titoli, mirata in questa fase ad aumentare le riserve a disposizione del mercato interbancario. I verbali saranno importanti per valutare la probabilità di nuovi tagli dei tassi, ma va notato che sono "datati". Dalla riunione di settembre in poi, l'incertezza sulla politica commerciale (nuovi dazi contro l'UE per il caso Airbus) e quella politica in senso stretto (apertura dell'indagine di *impeachment* del Presidente) sono aumentate, mentre i dati macro hanno dato sorprese negative (indici ISM di settembre e consumi di agosto più deboli delle attese). Pertanto, manteniamo la nostra previsione di un nuovo taglio dei tassi a dicembre, e di annuncio di ripresa degli acquisti di titoli in tempi relativamente brevi.

Giovedì 10 ottobre

Area euro

- **Francia.** La **produzione industriale** ad agosto è vista in aumento di solo 0,2% m/m da 0,3% m/m. Stando alle indagini di fiducia, il comparto manifatturiero nel mese dovrebbe essere avanzato a un ritmo moderato. La produzione di energia è invece vista contrarsi del 2% sulla scia del livello non elevato delle temperature medie. Se confermato, la variazione annua passerebbe a -0,1% da -0,2%, lasciando l'output in rotta per una contrazione di -0,5% t/t nel terzo trimestre da +0,2% t/t di giugno.
- **Italia.** In agosto, si prevede un rimbalzo di 0,3% m/m della **produzione industriale**, dopo i due cali consecutivi verificatisi in giugno e luglio. L'indice di produzione dell'indagine PMI è salito marginalmente da 49,1 a 49,3, secondo incremento consecutivo. Nell'indagine Istat il saldo dei giudizi sui livelli produttivi era peggiorato da -8 a -14,1, mentre quello sulle aspettative di produzione a 3 mesi era migliorato da 0,5 a 5,2. La piccola ripresa di agosto non eviterebbe una nuova flessione nel terzo trimestre rispetto al secondo, anche se probabilmente più contenuta rispetto al periodo precedente.

Stati Uniti

- Il **CPI** a settembre dovrebbe aumentare di 0,1% m/m come a luglio, con un contributo negativo dell'energia. La variazione dell'indice core dovrebbe rallentare a 0,2% m/m, dopo tre rialzi consecutivi di 0,3% m/m, riportandosi sul trend della primavera. L'inflazione core dovrebbe aumentare ancora, salendo a 2,5% a/a da 2,4% di agosto. Fra le principali voci, la sanità dovrebbe rallentare dopo due aumenti solidi (0,7% m/m e 0,5% m/m, rispettivamente, a luglio e agosto), mentre i servizi abitativi dovrebbero registrare una riaccelerazione a 0,2% m/m, dopo l'anomalo 0,1% m/m di agosto. La previsione per il deflatore core dei consumi in uscita il 31 ottobre è di un aumento di 0,2% m/m e 1,8% a/a, con indicazioni di ritorno dell'inflazione core verso il 2%.

Venerdì 11 ottobre

Area euro

- **Germania.** La **stima finale dell'inflazione** dovrebbe confermare la sua ulteriore diminuzione a settembre, all'1,2% a/a dall'1,4% a/a di agosto. L'inflazione misurata sull'IPCA dovrebbe essere confermata allo 0,9% a/a rispetto all'1,0% di agosto. La differenza tra CPI e IPCA è causata principalmente da un diverso trattamento dei pacchetti vacanze nell'IPCA nel 2019. Questo effetto scomparirà nel 2020.

Stati Uniti

- I **prezzi all'import** dovrebbero essere invariati su base mensile, dopo -0,5% m/m di luglio. L'indice al netto del petrolio dovrebbe essere in calo di -0,1% m/m. Su base annua, i prezzi all'import dovrebbero mantenersi su un trend negativo, sulla scia del rafforzamento del dollaro.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a ottobre (prel.) dovrebbe correggere ulteriormente scendendo a 92 da 93,2 di settembre, sulla scia dell'aumento di incertezza politica collegata a dazi e inchiesta di impeachment e al moderato rallentamento della dinamica occupazionale.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (7 – 11 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 7/10	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ago	-2.7	%	-0.4	-0.6
Mar 8/10	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ago	0.8	%	1.2	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ago	-0.6	%	-0.3	-0.4
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ago	0.8	%		
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ago	2.60	%		
	14:30	USA	PPI m/m		set	0.1	%	0.1	0.1
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	set	0.3	%	0.2	0.2
Gio 10/10	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ago	-6.6	%	-2.5	
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ago	20.2	Mld €		
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ago	0.3	%		0.2
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	ago	-0.7	%		0.3
	10:30	GB	Produzione industriale m/m	*	ago	0.1	%	0.0	
	10:30	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ago	-1.932	Mld £		
	10:30	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ago	-9.14	Mld £	-10.05	
	14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	219	x1000		
	14:30	USA	CPI m/m	*	set	0.1	%	0.1	0.1
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		set	2.4	%	2.4	2.5
	14:30	USA	CPI a/a		set	1.7	%	1.7	1.7
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	set	0.3	%	0.2	0.2
Ven 11/10	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	set	prel -0.1	%		-0.1
	08:00	GER	IPCA a/a finale		set	prel 0.9	%	0.9	0.9
	08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	set	prel 0.0	%		0
	08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		set	prel 1.2	%	1.2	1.2
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		set	prel 0.2	%		
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		set	-0.5	%	-0.1	0
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		ott	prel 98.6		90.6	92

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 (7 – 11 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 7/10	00:45	USA	Discorso di George (Fed)
	16:20	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
Mar 8/10	06:00	GB	*Discorso di Carney (BoE)
	09:30	POR	Discorsi di Haldane (BoE) e Constancio (BCE)
	11:30	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
	11:30	EUR	Discorso di Lane (BCE)
	19:35	USA	Discorso di Evans (Fed)
	19:50	USA	*Discorso di Powell (Fed)
	23:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
Mer 9/10	16:30	USA	*Discorso di Powell (Fed)
	20:00	USA	*Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio 10/10	-	POR	Discorso di Costa (BCE)
	02:00	GIA	BOJ Deputy Governor Amamiya Speech
	13:30	EUR	*Pubblicazione dei verbali della riunione di settembre della BCE
	23:30	USA	Discorso di Mester (Fed)
Ven 11/10	10:00	POR	Discorso di Costa (BCE)
	14:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
	19:15	USA	Discorso di Rosengren (Fed)
	21:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI (Chicago)	set	50.4		50.2	47.1
Indice ISM manifatturiero	set	49.1		50.1	47.8
Spesa in costruzioni	ago	0.0	(0.1) %	0.4	+0.1
Nuovi occupati: stima ADP	set	+157	(195) x1000	140	135
Richieste di sussidio	settim	215	(213) x1000	215	219
Ordinativi industriali m/m	ago	1.4	%	-0.2	-0.1
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ago	0.2	%		0.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ago	0.5	%		0.5
Indice ISM non manifatturiero composito	set	56.4		55.0	52.6
Bilancia commerciale	ago	-54.0	Mld \$	-54.5	-54.9
Tasso di disoccupazione	set	3.7	%	3.7	3.5
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	set	161	x1000	145	136
Salari orari m/m	set	0.4	%	0.3	0.0

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

L'**ISM manifatturiero** a settembre segna una nuova correzione, scendendo a 47,8 da 49,1 di agosto e toccando il minimo da giugno 2009. L'indagine è omogeneamente debole: nuovi ordini a 47,3 da 47,2, produzione a 47,3 da 49,5, occupazione a 46,3 da 47,4, scorte a 46,9 da 49,9, ordini all'export a 41 da 43,3, importazioni a 48,1 da 46. L'indice dei prezzi è in rialzo a 49,7 da 46. L'indagine mostra un'ulteriore frenata della domanda (contrazione degli ordini, in particolare quelli dall'estero, degli ordini inevasi e minori necessità di scorte) e dei consumi (produzione e occupazione in calo a ritmi più rapidi che ad agosto). Le imprese indicano che il commercio globale è il principale fattore negativo e segnalano cautela sullo scenario di crescita a breve termine e ricadute negative sulla catena produttiva derivanti dai nuovi dazi. In termini settoriali, 15 settori su 18 riportano contrazione dell'attività. La debolezza della produzione è in contrasto con il rimbalzo dei dati effettivi di attività visti ad agosto e dà un segnale preoccupante per l'evoluzione nei prossimi mesi. Un fattore temporaneo, ma di rilievo, è lo sciopero nel settore auto, che dovrebbe avere un impatto negativo sull'output e sulle ore lavorate. Ora il focus si sposta sull'ISM non manifatturiero, in uscita giovedì: la tenuta dell'indagine nel comparto sarà particolarmente rilevante per valutare la probabilità di diffusione della debolezza del manifatturiero al resto dell'economia.

L'**ISM non manifatturiero** a settembre corregge a 52,6 (consenso: 55), da 56,4 di agosto, toccando il minimo da agosto 2016. Lo spaccato dell'indagine è in linea con il messaggio dell'indice composito: il settore non manifatturiero resta in espansione, ma su ritmi progressivamente più contenuti. Non ci sono campanelli d'allarme preoccupanti per il brevissimo termine, ma il trend è verso il basso: attività a 55,2 da 61,5, nuovi ordini a 53,7 da 60,3, occupazione a 50,4 da 53,1; è invece positivo il rialzo degli ordini inevasi a 54 da 49. Le imprese riportano preoccupazione per i dazi, la scarsità di manodopera, le pressioni sui costi e la direzione dell'economia. In particolare, l'indagine segnala che i timori relativi agli effetti dei dazi non riguardano l'aumento dei prezzi ma l'impatto sulla domanda e sull'incertezza. Secondo il direttore dell'indagine il livello dell'indice composito di settembre sarebbe in linea con una crescita del PIL di 1,4%. La stima *nowcasting* dell'Atlanta Fed è di crescita del PIL di 1,8% t/t ann. nel 3° trimestre. I dati, più deboli delle attese, mantengono aperti i dubbi relativi alla natura dell'attuale rallentamento della crescita americana: aggiustamento di metà ciclo o trasmissione strutturale della debolezza del manifatturiero legata alla domanda estera e all'incertezza sui dazi. Le informazioni disponibili fino ad ora non sono sufficienti a fare prevedere un ulteriore ampio rallentamento della crescita, tuttavia un quadro misto dai dati a nostro avviso manterrà la Fed in modalità espansiva, con una elevata probabilità di un nuovo taglio dei tassi a dicembre.

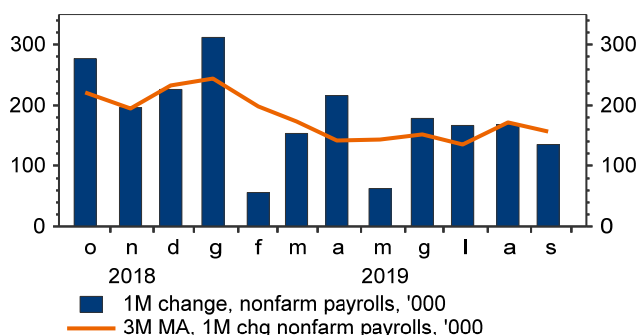
L'**employment report** a settembre conferma il rallentamento della dinamica occupazionale in corso da inizio anno, ma resta in linea con un mercato del lavoro al pieno impiego. Gli **occupati**

non-agricoli sono in aumento di 136 mila, dopo 168 mila di agosto. I dati degli ultimi due mesi sono rivisti verso l'alto di 45 mila posti. La variazione media da inizio anno è di 161 mila posti, in calo rispetto alla media di 223 mila del 2018. Nel **settore privato**, la variazione degli occupati è di 114 mila dopo 122 mila in ciascuno dei due mesi precedenti. Fra i vari settori, la crescita di occupati è più marcata nella sanità, nei servizi alle imprese e nei trasporti. L'occupazione nel manifatturiero, nell'estrazione e nelle costruzioni è poco variata, mentre nel commercio al dettaglio è in calo. Nel **settore pubblico** la variazione di +22 mila è solo in misura marginale dovuta alla creazione di posti temporanei per il censimento.

L'**occupazione rilevata con l'indagine presso le famiglie** è in rialzo di 391 mila posti, a fronte di un incremento di 117 mila della forza lavoro. Pertanto, il **tasso di disoccupazione** cala a 3,5% dopo 3 mesi a 3,7%, toccando il minimo da fine 1969. I **salari orari** sono invariati su base mensile e frenano la dinamica annua a 2,9% a/a. Le imprese riportano l'utilizzo crescente di benefit per attrarre e trattenere occupati in modo da contenere la componente monetaria delle retribuzioni: questo può in parte spiegare la moderazione della crescita dei salari.

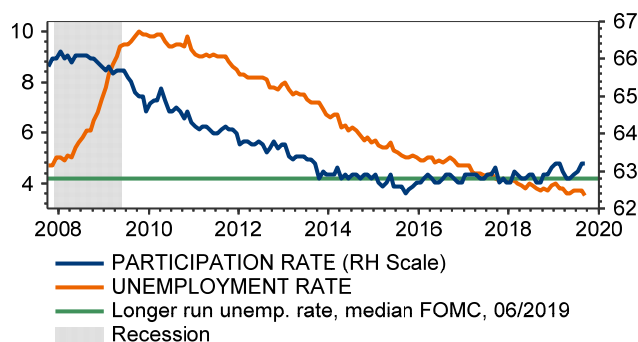
Nel complesso i dati di settembre mostrano un **mercato del lavoro solido**, in grado di sostenere una crescita moderata dei consumi nei prossimi trimestri. Per ora non ci sono indicazioni di svolta ciclica che preludano a un rallentamento più marcato dell'occupazione, nonostante i segnali di debolezza visti nelle indagini ISM di settembre. La natura ritardata delle informazioni del mercato del lavoro rende comunque cruciale monitorare gli indicatori anticipatori.

Nuovi occupati non agricoli su un trend moderato



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Tasso di disoccupazione a 3,5%, minimo da dicembre 1969



Fonte: Thomson Reuters Datastream

La **spesa in costruzioni ad agosto** aumenta di 0,1% m/m. La spesa privata è invariata, con un aumento di 0,9% m/m nel segmento residenziale e una contrazione di -1% m/m in quello non residenziale (dopo -1,6% m/m di luglio). La spesa pubblica aumenta di 0,4% m/m. I dati danno supporto alla previsione di una svolta positiva degli investimenti residenziali nel 3° trimestre, ma segnalano anche persistente debolezza nel segmento non residenziale.

La **stima ADP** registra un aumento di occupati non agricoli privati di 135 mila, con variazioni positive per i servizi, 127 mila, per le costruzioni, 9 mila. Il settore estrattivo perde invece 3 mila posti. Le informazioni del rapporto ADP sono in linea con le aspettative per la dinamica dei *nonfarm payrolls* in uscita il 4 ottobre.

I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 28 settembre sono poco variati, a 219 mila da 215 mila della settimana precedente, sui minimi da inizio 1973. I nuovi sussidi restano in un intervallo relativamente contenuto dall'inizio dell'estate e non danno segnali di svolta del mercato del lavoro.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	ago	-2.0	%	0.9	+2.0
Produzione industriale m/m prelim.	ago	1.3	%	-0.5	-1.2
Job to applicant ratio	ago	1.59		1.58	1.59
Tasso di disoccupazione	ago	2.2	%	2.3	2.2
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T3	7		2	+5
Tankan, grandi imprese non manifatt.	T3	23		20	+21
PMI manifatturiero finale	set	48.9			48.9
Fiducia delle famiglie	set	37.1			35.6

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

Fonte: Bloomberg

L'indice **Tankan per le grandi imprese manifatturiere** cala a settembre a 5 da 7, e l'indice di previsione per il trimestre successivo segnala ulteriore rallentamento, scendendo a 2. Anche per le **grandi imprese non manifatturiere** si registra indebolimento, ma lo scenario resta espansivo: l'indice coincidente scende a 21 da 23, e quello previsivo corregge a 15. L'indice per tutte le imprese è frenato ulteriormente dal contributo negativo delle piccole imprese, segnala contrazione sia con l'indice coincidente (-1) sia con quello delle aspettative (-3). Il quadro che emerge dall'indagine è in linea con i trend in atto da diversi trimestri: si riporta ulteriore eccesso di offerta per beni e servizi, mentre si intensifica la carenza di manodopera, con un eccesso di domanda ininterrotto dal 2015 e in costante aumento; profitti e fatturato sono in rallentamento, il trend degli investimenti per le grandi imprese manifatturiere resta positivo ma viene rivisto verso il basso ed è su ritmi inferiori a quelli degli anni precedenti. Le previsioni per il cambio formulate dalle grandi imprese manifatturiere vedono un rafforzamento nella seconda metà dell'a.f. 2019 dello yen/dollaro a 108,5 da 109,34 atteso a giugno. Le indicazioni delle imprese non sorprendono alla vigilia del rialzo dell'imposta sui consumi e sono meno negative rispetto a quanto visto fra il 2014 e il 2015, in occasione del precedente aumento delle imposte indirette. La variazione del PIL nel 4° trimestre è prevista in territorio negativo.

Il **tasso di disoccupazione** ad agosto è invariato a 2,2%, sui minimi dal 1992. Il **jobs to applicant ratio** è stabile a 1,59, in calo dal picco di 1,63 visto fra fine 2018 e inizio 2019, ma sempre su livelli in linea con un mercato del lavoro in situazione di eccesso di domanda, come indicato anche dal Tankan (v. sopra).

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente		Consensus	Effettivo
PIL t/t finale	T2	-0.2	%	-0.2	-0.2
Credito al consumo	ago	+1.007	(0.897) Mld £	0.900	+0.901
PMI manifatturiero	set	47.4		47.0	48.3
PMI servizi	set	50.6		50.3	49.5

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

Fonte: Bloomberg

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Tasso di disoccupazione	ago	7.5	%	7.5	7.4
EUR	PMI manifatturiero finale	set	45.6		45.6	45.7
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	set	1.1	%	1.1	1.2
EUR	CPI a/a stima flash	set	1.0	%	1.0	0.9
EUR	PMI servizi finale	set	52.0		52.0	51.6
EUR	PMI composito finale	set	50.4		50.4	50.1
EUR	PPI a/a	ago	0.1	{0.2} %	-0.5	-0.8
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.5	{-0.6} %	0.3	0.3
FRA	PMI manifatturiero finale	set	50.3		50.3	50.1
FRA	PMI servizi finale	set	51.6		51.6	51.1
GER	Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.8	{-2.2} %	0.5	0.5
GER	Vendite al dettaglio a/a	ago	5.2	{4.4} %		3.2
GER	Tasso di disoccupazione	set	5.0	%	5.0	5.0
GER	Variazione n° disoccupati	set	2	{4} x1000	5	-10
GER	IPCA m/m prelim.	set	-0.1	%	0.0	-0.1
GER	CPI (Lander) m/m prelim.	set	-0.2	%	0.1	0.0
GER	IPCA a/a prelim.	set	1.0	%	1.0	0.9
GER	CPI (Lander) a/a prelim.	set	1.4	%	1.3	1.2
GER	PMI manifatturiero finale	set	41.4		41.4	41.7
GER	PMI servizi finale	set	52.5		52.5	51.4
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ago	9.8	{9.9} %	9.9	9.5
ITA	IPCA m/m prelim.	set	0.0	%	1.8	1.5
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	set	0.4	%	0.6	0.4
ITA	IPCA a/a prelim.	set	0.5	%	0.6	0.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	set	0.4	%	-0.2	-0.5
ITA	PMI manifatturiero	set	48.7		48.0	47.8
ITA	PMI servizi	set	50.6		50.4	51.4
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T2	7.1	{4.1} %		1.1
SPA	PIL t/t finale	T2	0.5	%	0.5	0.4
SPA	IPCA a/a prelim.	set	0.4	%	0.3	0.2

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

Fonte: Bloomberg

Area euro. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato IPCA è stimata in settembre a **0,9% a/a**, leggermente al di sotto della stima di consenso (1,0%). La variazione mensile di 0,2% m/m è stata inferiore rispetto agli anni passati in larga misura a causa dell'andamento dell'energia. Escludendo l'energia, infatti, l'inflazione si colloca a 1,1%, mentre escludendo anche gli alimentari freschi è a 1,2%. Le misure di fondo restano, quindi, molto stabili. Ci attendiamo un nuovo calo dell'inflazione a ottobre e quindi una risalita fra novembre e dicembre per una questione di mero confronto statistico.

Area euro. Il **PMI manifatturiero** di settembre è stato rivisto da 45,6 della stima flash a 45,7. In **Germania**, l'indice **PMI manifatturiero** di settembre è stato rivisto di tre decimi a 41,7. Tuttavia, è ancora la lettura più bassa dal giugno 2009, e risulta in calo rispetto al 43,5 di agosto. Le prospettive a breve termine si confermano negative: i nuovi ordini sono scesi al livello più basso da aprile 2009. Il PMI manifatturiero è calato nettamente in Spagna, da 48,8 a 47,7, ed è stato rivisto al ribasso in Francia a 50,1. In **Italia**, l'indice è sceso da 48,7 a 47,8, con una nuova flessione dei nuovi ordini (45,7), apparentemente trainata dalla caduta di quelli esteri, e della produzione (48,3).

Area euro. La **disoccupazione** è calata a sorpresa di un decimo ad agosto, a 7,4% da 7,5%. Il numero dei disoccupati è pari a 12,170 milioni, in calo di 115 mila nel mese e di 960 mila rispetto a un anno fa (quando la disoccupazione era all'8%). Si tratta di un nuovo minimo da giugno 2008. La disoccupazione rimane sopra la media Eurozona solo in Francia (8,5%), Italia (9,5%), Spagna (13,8%) e Grecia (17%). Ci aspettiamo che nel 2019 il livello cali a 7,6% da 8,2% del 2018 per poi stabilizzarsi attorno al 7,5% nel 2020.

Area euro. Il **PMI composito** è calato da 51,9 a 50,1 a settembre, tre decimi in meno rispetto alle attese. L'indice dei servizi è stato oggetto di revisioni al ribasso rispetto alla stima flash in Germania

e Francia. In Spagna, il PMI dei servizi è calato da 54,3 a 53,3. In controtendenza rispetto al quadro di rallentamento del terziario che caratterizza l'Eurozona è l'Italia, dove l'indice dei servizi è salito da 50,6 a 51,4. Il movimento dell'indice italiano è legato alla componente delle nuove commesse (51,5, +0,8 punti).

Area euro. Le **vendite al dettaglio** sono cresciute di 0,3% m/m e 2,1% a/a in agosto, a parziale correzione del calo di -0,5% m/m registrato in luglio.

Germania. L'inflazione ha sorpreso di nuovo al ribasso a settembre. Su base mensile, l'indice nazionale dei prezzi al consumo è rimasto invariato dopo essere sceso di -0,2% m/m ad agosto. L'inflazione complessiva è scesa all'1,2% a/a, dall'1,4% di agosto. La maggior parte del calo dell'inflazione è dovuta alle componenti legate ai costi: i prezzi dell'energia (-1,1% su base annua a settembre contro lo 0,6% ad agosto) e i prezzi dei prodotti alimentari (1,3% contro il 2,7% ad agosto). Il prezzo dei servizi è aumentato dell'1,8% a/a, rispetto all'1,6% precedente. L'inflazione misurata sull'IPCA è scivolata allo 0,9% a/a dall'1,0% ad agosto. I risultati finali per settembre, con i dettagli delle componenti, saranno diffusi l'11 ottobre. L'inflazione dovrebbe rimanere bassa anche in ottobre; in seguito vediamo una sia pur lenta risalita, anche a causa di effetti statistici.

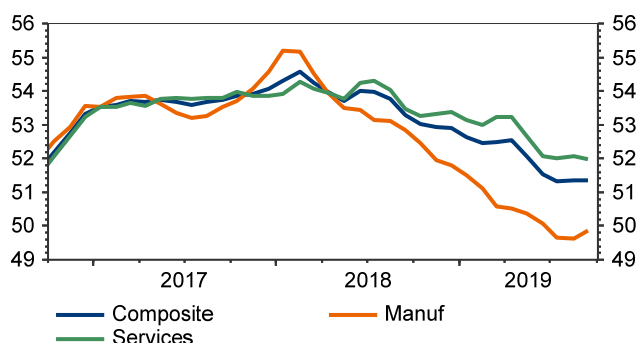
Italia. A settembre, il **fabbisogno del settore statale** è stato pari a 22,7 miliardi, cioè 2,8 miliardi in più rispetto a un anno fa. Il peggioramento conferma la tendenza negativa già evidenziata nei mesi precedenti, e innalza il fabbisogno cumulato a 55 miliardi (5,6 miliardi in più rispetto al 2018). I numeri fin qui visti sono coerenti con un saldo cumulato a fine anno circa identico, e in aumento rispetto al 2018.

Italia. Il tasso di **disoccupazione** è sceso a sorpresa ad agosto, a 9,5% da 9,8% precedente (rivisto da una stima preliminare di 9,9%). È un nuovo minimo dal 2011. Tuttavia, il calo non è dovuto alla creazione di posti di lavoro (gli occupati sono risultati circa invariati nel mese, dopo la flessione di -19 mila unità a luglio), ma alla contrazione delle forze di lavoro dovuta all'aumento degli inattivi (+73 mila nel mese; il tasso di inattività è salito al 34,5% dal 34,3%). Nel mese è aumentato il numero di dipendenti (soprattutto permanenti: +27 mila contro i +5 mila temporanei), mentre è diminuito il numero di lavoratori autonomi. Il tasso di disoccupazione giovanile (15-24 anni) è calato significativamente, al 27,1% dal 28,4% precedente (anch'esso rivisto al ribasso): è il livello più basso dal 2010 (anche se ancora molto più elevato rispetto ad altri paesi della zona euro, ad eccezione di Grecia e Spagna). Tuttavia, l'aumento annuo dell'occupazione rimane trainato dagli ultracinquantenni (+3,4% a/a, ovvero +1,3% al netto dell'andamento demografico), mentre la creazione di posti di lavoro rimane debole per il gruppo 35-49 anni (-2,3% a/a ovvero +0,1% al netto della componente demografica). Nel complesso, al netto dell'accentuata volatilità che caratterizza i dati estivi, le condizioni del mercato del lavoro restano espansive, il che aiuta a spiegare la resilienza della fiducia e della spesa dei consumatori. Un caveat viene dal fatto che come detto l'occupazione è trainata dai lavoratori più anziani, il che suggerisce che la crescita occupazionale possa essere ancora dovuta agli effetti delle passate riforme del sistema pensionistico che hanno aumentato l'età pensionabile (e la tendenza non è stata invertita dai recenti cambiamenti, anche per via dell'adesione inferiore al previsto a "quota 100"). Le prospettive per il tasso di disoccupazione sono incerte: da un lato, il ciclo economico sostanzialmente stagnante non sembra coerente con un ulteriore miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro; dall'altro lato, sul tasso dei senza-lavoro dovrebbe permanere la spinta al ribasso derivante dalla crescita degli occupati di età più avanzata.

Italia. A settembre, i **prezzi al consumo** sono diminuiti di -0,5% m/m in base all'indice nazionale e sono aumentati di +1,5% m/m sull'IPCA (che tiene conto della fine dei saldi estivi): in entrambi i casi i dati sono stati inferiori alle attese di due decimi. L'inflazione annua è rimasta invariata allo 0,4% a/a secondo il NIC ed è scesa allo 0,3% dallo 0,5% a/a precedente sull'indice armonizzato. L'inflazione core è aumentata a 0,6% a/a, da 0,5% di luglio. Nel complesso, i dati sono stati inferiori alle attese e, insieme alle indicazioni giunte dal PPI (in calo a -2,1% a/a ad agosto), confermano che non ci sono pressioni al rialzo sull'inflazione. A ottobre, una pressione al rialzo potrebbe venire dall'aumento delle bollette di luce e gas.

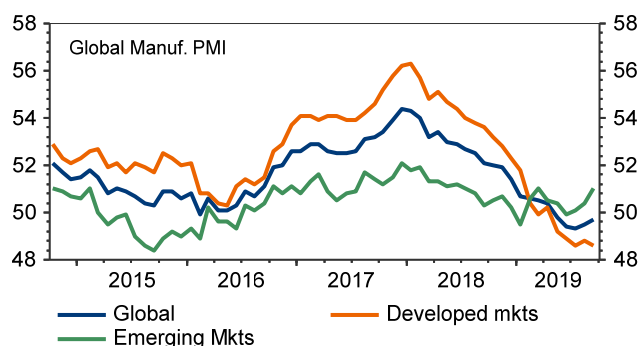
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



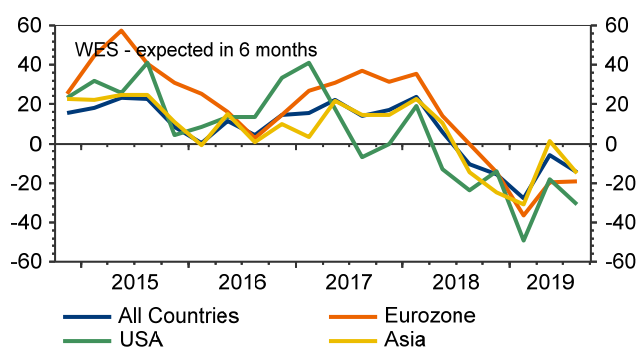
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



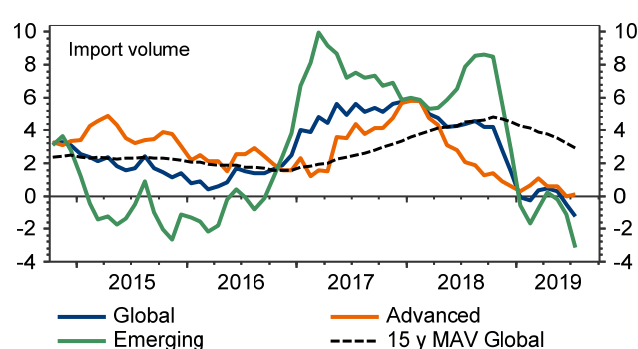
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Ifo: WES, aspettative a 6 mesi



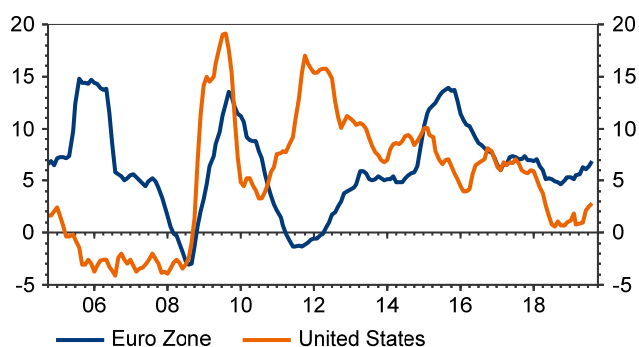
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

Andamento del commercio mondiale



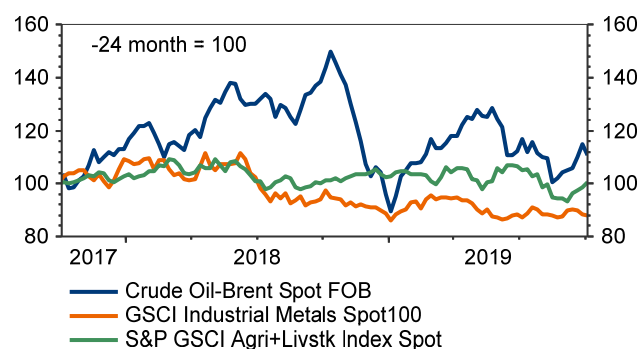
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

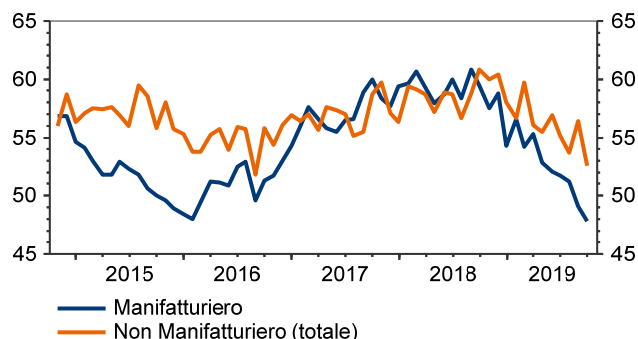
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream

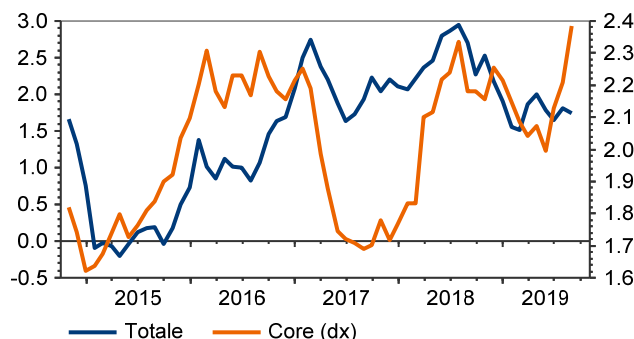
Stati Uniti

Indagini ISM



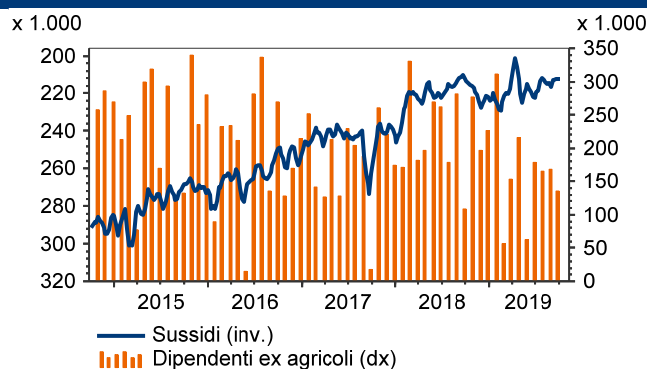
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream

CPI – Var. % a/a



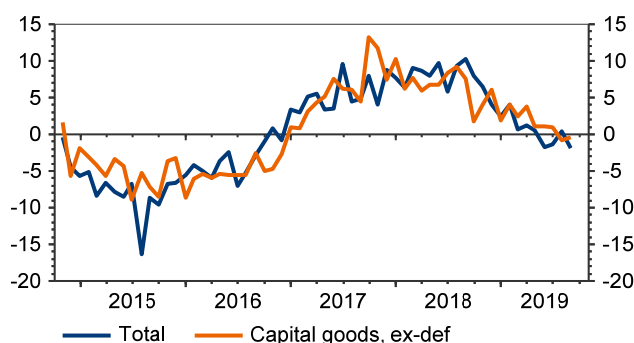
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream

Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream

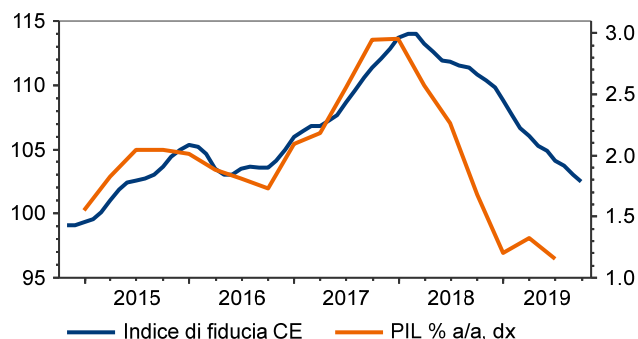
Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018	2019				2020		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.9	2.3	1.8	2.5	2.7	2.3	1.9	2.3	1.9	1.8	1.8
- trim./trim. annualizzato				1.1	3.1	2.0	1.5	2.6	1.6	1.6	1.5
Consumi privati	3.0	2.7	2.5	1.4	1.1	4.7	3.0	2.8	2.2	2.0	2.2
IFL - privati non residenziali	6.4	2.7	1.3	4.8	4.4	-0.6	0.2	0.8	1.5	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	0.1	1.3	1.5	4.1	-5.8	2.2	2.0	1.5	1.4	1.8
Importazioni	4.4	1.7	2.2	3.5	-1.5	0.1	2.3	1.2	2.8	2.3	3.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	-1.0	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-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	1.7	2.1	2.2	1.6	1.8	1.7	1.8	2.1	1.8	2.1
Produzione Industriale	3.9	0.9	0.4	1.0	-0.5	-0.5	0.3	-0.1	0.1	0.2	0.3
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

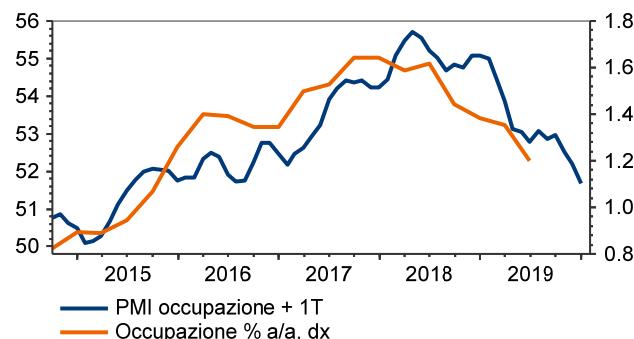
Area euro

PIL



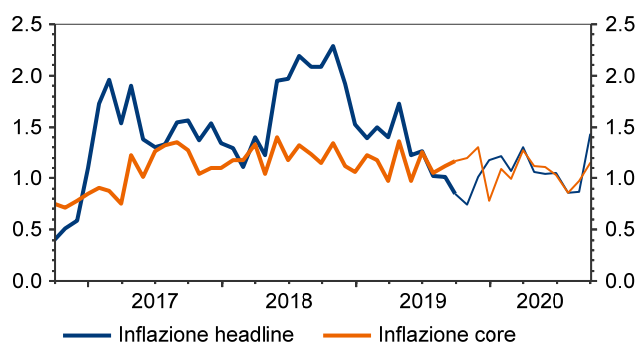
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2018	2019	2020
gennaio	1.3	1.4	1.2
febbraio	1.1	1.5	1.1
marzo	1.4	1.4	1.3
aprile	1.2	1.7	1.1
maggio	2.0	1.2	1.0
giugno	2.0	1.3	1.0
luglio	2.2	1.0	0.9
agosto	2.1	1.0	0.9
settembre	2.0	0.9	1.4
ottobre	2.3	0.7	1.4
novembre	1.9	1.0	1.5
dicembre	1.5	1.2	1.6

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	0.9	1.2	1.3	1.2	1.0	0.9	0.7	0.8	1.0
- t/t				0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.4	1.2	1.3	0.4	0.4	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.3	2.8	1.8	1.5	0.2	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.1	1.3	1.1	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.5	2.5	1.8	1.0	0.9	0.0	0.6	-0.1	0.6	0.7	0.7
Importazioni	2.7	2.9	3.3	1.0	0.4	0.2	1.0	1.0	1.0	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	0.2	0.6	-0.3	-0.2	0.0	0.9	0.3	0.1	0.0	-0.1
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	1.0	1.2	1.1	1.1
Produzione industriale (a/a)	0.9	-1.3	0.5	-1.9	-0.5	-1.3	-2.4	-1.0	-0.8	0.0	1.3
Disoccupazione (%)	8.2	7.6	7.5	7.9	7.8	7.6	7.4	7.4	7.5	7.5	7.6
Euribor 3 mesi	-0.32	-0.38	-0.55	-0.32	-0.31	-0.32	-0.40	-0.47	-0.51	-0.56	-0.56

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

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

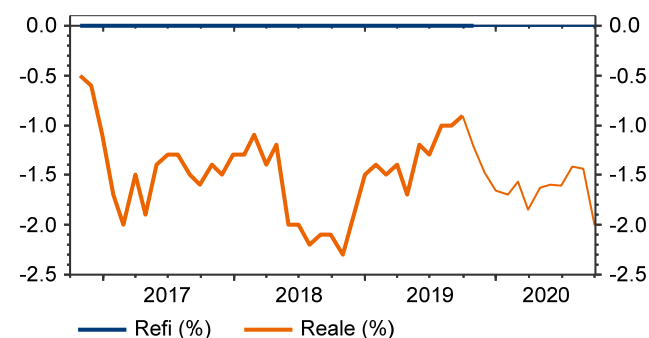
	mar	giu	set	3/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.48	-0.53	-0.56	-0.57
Euribor 3m	-0.31	-0.35	-0.42	-0.43	-0.48	-0.54	-0.56	-0.57

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream

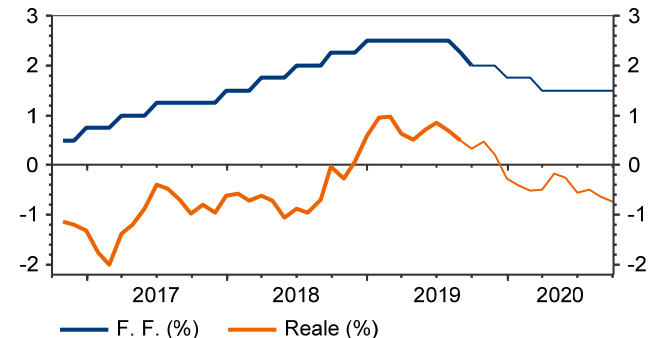
Stati Uniti

	mar	giu	set	3/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	2.50	2.50	2.00	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50
Libor USD 3m	2.60	2.32	2.09	2.06	1.93	1.81	1.71	1.71

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

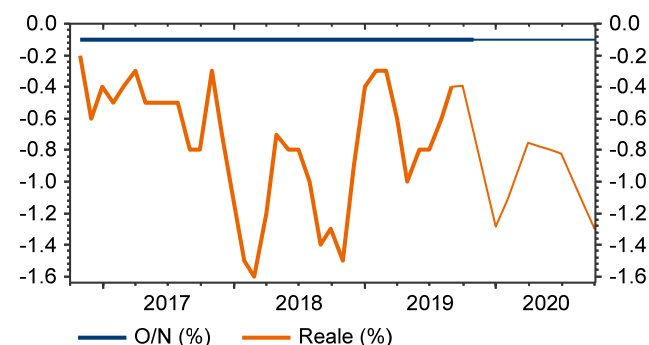
	mar	giu	set	3/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.06	-0.07	-0.10	-0.10	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream

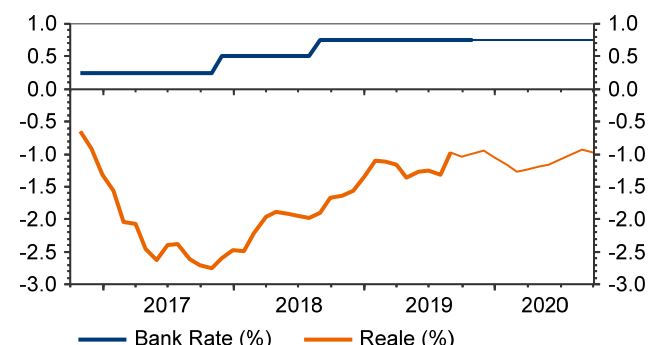
Regno Unito

	mar	giu	set	3/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Libor GBP 3m	0.85	0.77	0.76	0.77	0.80	0.82	0.85	0.88

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	4/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.15	1.12	1.13	1.10	1.0978	1.10	1.12	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	113	114	112	108	106	106.76	105	108	110	112	114
GBP/USD	1.33	1.30	1.31	1.26	1.22	1.2333	1.22	1.25	1.28	1.32	1.35
EUR/CHF	1.15	1.14	1.12	1.11	1.08	1.0928	1.08	1.10	1.12	1.13	1.15
EUR/JPY	132	131	125	122	117	117.21	116	121	126	131	136
EUR/GBP	0.89	0.89	0.85	0.90	0.90	0.8900	0.90	0.89	0.89	0.88	0.88

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream

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/scripts/sir0/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 separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

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	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
----------------	-------	-----------------------------------

Mercati Valutari

Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
----------------	-------	-----------------------------------

Materie Prime

Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com
-----------------	-------	------------------------------------