INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

11 ottobre 2019

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

Paolo Mameli
Economista - Italia

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area euro

Andrej Arady
Economista - Area euro

Il punto

Il resoconto fornito dalla BCE sulla **discussione al consiglio direttivo del 12 settembre** conferma le **divisioni** su alcuni elementi del pacchetto di misure che è stato annunciato. Non sorprende che il dissenso sia stato più acceso sulla ripresa degli acquisti netti e sull'introduzione di un sistema a livelli per la remunerazione dei depositi. Ciò rafforza la nostra **aspettativa che non siano ipotizzabili nuove misure a breve scadenza.** Non si può escludere una nuova limatura dei tassi nel 1° semestre 2020, se l'andamento dell'economia continuasse a deludere, ma ciò dipende anche dal modo in cui si risolveranno una serie di questioni aperte (Brexit, dazi americani). Su tali fronti sono emersi timidi segnali positivi.

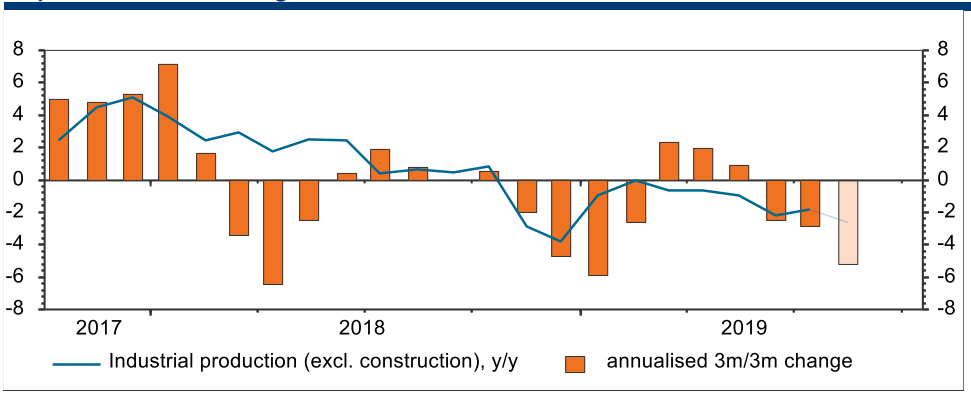
L'Eurogruppo ha faticosamente raggiunto un **accordo sulla creazione di un budget comune per l'Eurozona**, il cosiddetto BICC. Tuttavia, si tratta di un **compromesso** così **al ribasso** che priva lo strumento di qualsiasi utilità pratica come mezzo per contrastare shock locali.

I market mover della settimana

Nella **zona euro**, la settimana è povera di dati congiunturali: il più importante è lo ZEW tedesco, che potrebbe correggere a ottobre dopo il deciso recupero di settembre. La produzione industriale dell'Eurozona è vista in aumento modesto ad agosto (0,2% m/m). La stima finale dovrebbe confermare l'inflazione Eurozona di settembre stabile all'1,0% per il terzo mese consecutivo. In Italia, il governo è atteso presentare in settimana il Draft Budgetary Plan da inviare alla Commissione UE e la Legge di Bilancio da presentare in Parlamento.

La settimana ha diversi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini del manifatturiero di ottobre dovrebbero correggere modestamente rispetto ai dati di settembre, con indicazioni di quasi-stagnazione al netto delle auto. Le vendite al dettaglio di settembre dovrebbero essere in aumento contenuto e segnare un rallentamento dopo diversi mesi solidi. La produzione industriale a settembre dovrebbe essere in calo per via dello sciopero di GM, in corso da quattro settimane, mentre i cantieri residenziali sono previsti in calo dopo il rialzo a due cifre di agosto, ma sempre su un trend positivo. Il Beige Book sarà da monitorare per vedere se le imprese riportano freni agli investimenti causati dall'incertezza sulla politica commerciale.

Eurozona: produzione industriale ancora debole nel 3° trimestre, malgrado la previsione di un piccolo aumento in agosto su base mensile



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Questo studio, realizzato da Intesa Sanpaolo, è distribuito da
BANCA IMI

Il punto

Il resoconto fornito dalla BCE sulla **discussione al consiglio direttivo del 12 settembre** conferma le **divisioni** su alcuni elementi del pacchetto di misure che è stato annunciato. Non sorprende che il dissenso sia stato più acceso sulla ripresa degli acquisti netti e sull'introduzione di un sistema a livelli per la remunerazione dei depositi. Ciò rafforza la nostra **aspettativa che non siano ipotizzabili nuove misure a breve scadenza**. Non si può escludere una nuova limatura dei tassi nel 1° semestre 2020, se l'andamento dell'economia continuasse a deludere, ma ciò dipende anche dal modo in cui si risolveranno una serie di questioni aperte (Brexit, dazi americani). Su tali fronti sono emersi timidi segnali positivi.

- Il resoconto della riunione del consiglio direttivo del 12 settembre ha fornito un po' di colore sulle divisioni interne riguardo alle misure entrate nel pacchetto annunciato dal presidente Draghi.
  - Si parla di **ampio accordo sulla valutazione dello scenario**, ma con **differenze di percezione**: diversi membri consideravano le previsioni di crescita dello staff "ancora troppo ottimistiche alla luce delle prevalenti incertezze". Altri invece hanno rimarcato che si attendeva comunque una ripresa e che l'economia stava marciando a piena capacità, in linea con le proiezioni. Dubbi sono stati anche espressi sulla trasmissione della crescita salariale ai prezzi e sulla possibilità di osservare una ripresa dei margini di profitto.
  - Per quanto riguarda l'azione di politica monetaria, "**tutti i membri erano d'accordo che fosse necessario un ulteriore allentamento della politica monetaria**".
  - Allo stesso tempo, però, sono state avanzate "**riserve riguardo alle singole misure**". Non stupisce che siano state più marcate per la ripresa degli acquisti netti e per l'introduzione di regime a due livelli di tasso sui depositi.
  - La maggioranza a supporto del taglio dei tassi viene definita "molto larga", quella a favore di modifiche dei termini delle TLTRO III è "larga".
  - Invece, la maggioranza a favore della ripresa degli acquisti netti APP è "chiara", con "un certo numero di membri" convinti che le argomentazioni a favore non fossero sufficientemente robuste.
  - Infine, c'è stata unanimità sulla politica di reinvestimento.
  - Sarebbero emerse obiezioni anche con riguardo al *tiering* del tasso sui depositi: la maggioranza non sembra essere stata né larga né chiara, in questo caso.
- Il resoconto è coerente con la nostra valutazione che **nuove azioni siano improbabili nel breve termine**. Come ha detto il vicepresidente della BCE, Luis de Guindos, si adotta un pacchetto di misure proprio per non tornare a discuterne ogni due settimane. Il fatto che sia stato così lacerante per il consiglio potrebbe avere alzato un po' l'asticella da valicare prima di decidere nuovi interventi. Si aggiunga che la BCE ha appena iniziato il programma TLTRO III e deve ancora avviare gli acquisti netti di titoli nell'ambito dell'APP. Inoltre, un po' di tempo sarà necessario prima di valutare se le stime 2020 sono davvero troppo ottimistiche. Infine, la reazione all'annuncio non è stata entusiastica e la percezione che l'efficacia della politica monetaria sia ormai ridotta appare sempre più diffusa. D'altronde, lo stesso consiglio direttivo è stato unanime nel chiedere un ruolo più attivo della politica fiscale.
- Allo stesso tempo, non si può escludere qualche altro intervento di portata molto ridotta (ad esempio, una nuova limatura del tasso sulla *deposit facility*) nel 1° semestre 2020, qualora la ripresa economica non si concretizzi. Tuttavia, ciò dipenderà anche da decisioni politiche ancora da prendere, e non è per nulla scontato. I negoziati fra Cina e Stati Uniti sono ripresi con qualche segnale positivo, che potrebbe portare forse al rinvio degli aumenti dei dazi già annunciati. Il 13 novembre è attesa la decisione americana sulle importazioni di auto e componentistica, quest'ultima ancora più importante per l'Europa. Inoltre, anche i tempi e i modi dell'uscita del Regno Unito dall'UE possono essere rilevanti: giovedì 10 ottobre c'è stata un'apparente schiarita, con il segnale da parte irlandese che potrebbe essere stata trovata

una via per risolvere il problema del *backstop* sull'Irlanda del Nord. Se tali rischi rientrassero, i segnali preliminari di ripresa emersi nei dati congiunturali avrebbero maggiore probabilità di concretizzarsi.

L'Eurogruppo ha faticosamente raggiunto un **accordo sulla creazione di un budget comune per l'Eurozona**, il cosiddetto BICC. Tuttavia, si tratta di un **compromesso** così **al ribasso** che priva lo strumento di qualsiasi utilità pratica come mezzo per contrastare shock locali.

- L'Eurogruppo ha raggiunto nella notte fra il 9 e il 10 ottobre un accordo sui termini di riferimento per lo strumento comune di bilancio, il cosiddetto BICC (Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness). Purtroppo, si tratta di un compromesso largamente al ribasso.
- Il processo per il BICC prevede che gli Stati membri presentino un pacchetto di proposte di investimenti collegato al programma nazionale di riforma e compatibile con i budget nazionali, soggetto ad approvazione della Commissione Europea. L'accordo prevede che l'esborso dei fondi dipenda dall'attuazione delle riforme strutturali e dei progetti di investimento da parte dello Stato membro beneficiario e dal rispetto di eventuali condizioni macroeconomiche, sulla base di uno stato di avanzamento concordato.
- L'allocazione dei fondi sarà per l'80% sulla base della popolazione e dell'inverso del PIL pro-capite. Il 20% restante potrà essere impiegato per contrastare shock specifici a singoli paesi. La quota di co-finanziamento nazionale è fissata nel 25%, ma potrà essere dimezzata in caso di congiuntura economica particolarmente negativa. **In teoria, se la dimensione del budget fosse ampia, la gestione del 20% di flessibilità allocativa e della quota di cofinanziamento nazionale potrebbe introdurre un elemento anticiclico nella politica fiscale**, sostenendo la spesa in investimenti pubblici degli Stati colpiti da shock locali recessivi.
- Tuttavia, manca ancora l'accordo intergovernativo per consentire contributi diretti degli Stati membri. Inoltre, la dimensione del BICC resta ancora da definire, e le resistenze di diversi Stati ad accettare l'idea di un budget comune suggeriscono che **la dimensione finale sarà risibile**. Al momento si parla di appena 17 miliardi di euro su un arco di sette anni, decisamente troppo poco perché lo strumento possa svolgere un ruolo significativo nel contrasto agli shock locali. Allo stesso tempo, la Germania, la maggiore economia europea resta molto riluttante a utilizzare lo spazio di azione fiscale di cui dispone, malgrado un rallentamento dell'economia ben più profondo e protratto di quanto atteso. Quindi, il budget comune sarà irrilevante, e il coordinamento delle politiche fiscali continua a latitare.
- In generale, quindi, **la *governance* dell'Eurozona resta palesemente inadeguata a fronteggiare nuove crisi**. Il programma di riforma individuato dopo la crisi del debito resta inattuato in alcune componenti essenziali. Come ha ricordato il presidente della BCE in un discorso del 1° ottobre, "non abbiamo ancora in piedi il meccanismo di salvaguardia dell'ESM per il Single Resolution Fund e lo schema europeo di assicurazione dei depositi. E non c'è stato un significativo progresso sul coordinamento della politica fiscale". Se ne riparlerà soltanto alla prossima crisi?

I market mover della settimana

Nella **zona euro**, la settimana è povera di dati congiunturali: il più importante è lo ZEW tedesco, che potrebbe correggere a ottobre dopo il deciso recupero di settembre. La produzione industriale dell'Eurozona è vista in aumento modesto ad agosto (0,2% m/m). La stima finale dovrebbe confermare l'inflazione Eurozona di settembre stabile allo 0,9% per il terzo mese consecutivo. In Italia, il governo è atteso presentare in settimana il *Draft Budgetary Plan* da inviare alla Commissione UE e la Legge di Bilancio da presentare in Parlamento.

La settimana ha diversi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini del manifatturiero di ottobre dovrebbero correggere modestamente rispetto ai dati di settembre, con indicazioni di quasi-stagnazione al netto delle auto. Le vendite al dettaglio di settembre dovrebbero essere in aumento contenuto e segnare un rallentamento dopo diversi mesi solidi. La produzione industriale a settembre dovrebbe essere in calo per via dello sciopero di GM, in corso da quattro settimane, mentre i cantieri residenziali sono previsti in calo dopo il rialzo a due cifre di agosto, ma sempre su un trend positivo. Il Beige Book sarà da monitorare per vedere se le imprese riportano freni agli investimenti causati dall'incertezza sulla politica commerciale.

Lunedì 14 ottobre

Area euro

- **Area euro**. La **produzione industriale** è vista in parziale recupero ad agosto (+0,2% m/m dopo il -0,4% di luglio), grazie agli incrementi visti in Germania (+0,6% m/m), Italia (+0,3% m/m) e Spagna (+0,9% m/m), e nonostante il calo in Francia (-0,9% m/m). La variazione annua potrebbe peggiorare a -2,6% da -1,8%. Se confermato, il dato lascerebbe l'output in rotta per un calo di -1% t/t nel trimestre estivo, dopo il -0,6% t/t dei mesi primaverili.
- **Italia**. Il governo dovrebbe approvare il ***Draft Budgetary Plan*** da inviare entro il 15 ottobre alla Commissione UE. La Legge di Bilancio nella sua interezza dovrebbe poi essere inviata al Parlamento entro il 20 ottobre. La manovra lorda dovrebbe valere 29 miliardi, di cui la metà in deficit e il resto da misure di copertura (ancora in via di definizione in queste ore).

Stati Uniti

- Mercati chiusi per festività.

Martedì 15 ottobre

Area euro

- **Germania**. L'indice **ZEW** è atteso tornare a calare a ottobre, stimiamo a -30,4 dopo il forte recupero a -22,5 di settembre. L'indice sulla situazione corrente potrebbe migliorare a -12,0 dopo il -19,9 precedente. Sul morale degli operatori dovrebbe aver pesato il ritorno di avversione al rischio sui mercati finanziari, in connessione con l'*escalation* sul fronte della guerra commerciale, il rischio crescente di una no-deal Brexit e i nuovi focolai di crisi geopolitica.

Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** a ottobre è previsto in calo a 1 da 2 di settembre. La relazione fra l'ISM e le indagini regionali del settore si è incrinata negli ultimi mesi, con l'ISM in territorio recessivo e le indagini regionali con segnali di stagnazione o moderata espansione. Sulla base del recente trend dell'ISM, l'indice Empire dovrebbe calare a -8,4. Anche se sembra probabile che l'Empire non segua l'ISM in area ampiamente negativa, un fattore che potrebbe indebolire l'indagine della NY Fed è il trend verso il basso delle aspettative a 6 mesi visto in estate. Inoltre, è incerto l'effetto sull'attività nella regione di competenza della Fed di NY collegato al perdurare dello sciopero di GM.

Mercoledì 16 ottobre

Area euro

- **Area euro**. La stima finale di settembre dovrebbe confermare che **l'inflazione** Eurozona è rimasta stabile allo 0,9% come ad agosto e luglio. L'indice *core* è atteso anch'esso essere confermato all'1,2% sulla misura preferita dalla BCE, in accelerazione di un decimo rispetto ad agosto. Nel mese i prezzi al consumo dovrebbero essere saliti di 0,2% m/m. Nei prossimi mesi l'inflazione è vista in lieve accelerazione verso l'1,2%.

- **Italia**. La seconda lettura dovrebbe confermare che 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, e che l'inflazione annua è rimasta invariata allo 0,4% secondo il NIC ed è scesa allo 0,3% dallo 0,5% precedente sull'indice armonizzato. I rischi di eventuale revisione ci appaiono verso l'alto. Nel mese, i principali contributi al calo su base congiunturale dell'indice domestico sono venuti dai ribassi di natura stagionale nei trasporti e nelle spese per tempo libero e cultura. Anche l'inflazione *core* dovrebbe essere confermata, in aumento a 0,6% a/a da 0,5% di luglio. In sintesi, l'inflazione è ai minimi da quasi 3 anni; non pensiamo ci siano margini per un ulteriore calo dagli attuali livelli, almeno a breve termine (anzi, a ottobre una pressione al rialzo potrebbe venire dall'aumento delle bollette di luce e gas). In ogni caso, la risalita dell'inflazione sarà molto lenta: la nostra previsione per il CPI l'anno prossimo è pari a circa l'1% (da 0,7% di quest'anno).

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a settembre sono attese in rialzo solo marginale, 0,1% m/m, dopo 0,4% m/m di agosto. Anche al netto delle auto le vendite dovrebbero essere in rialzo contenuto, con una previsione di 0,2% m/m. Le vendite dovrebbero essere frenate in termini nominali dal calo del prezzo della benzina. A settembre auto e materiali da costruzione dovrebbero rallentare dopo l'ampio aumento di agosto, mentre le altre voci sono previste in rialzo moderato e coerente con una crescita dei consumi intorno al 2,5% nel secondo semestre.

- La Fed pubblica il **Beige Book** in preparazione per la riunione del FOMC di fine mese. Il rapporto sarà utile per integrare le informazioni disponibili che stanno registrando una divergenza fra le indagini deboli e i dati effettivi più rassicuranti. Si dovrebbe riportare modesta espansione dell'attività, salvo il freno nel settore auto dovuto allo sciopero dei lavoratori GM, ormai entrato nella quarta settimana. Sul fronte del mercato del lavoro, il punto saliente dovrebbe restare la scarsità di manodopera. Le imprese probabilmente continueranno a riferire preoccupazioni legate alle tensioni sul fronte della politica commerciale e alla domanda globale. Nel complesso il Beige Book non dovrebbe modificare il quadro di economia "ben posizionata" come continuano a ripetere i partecipanti al FOMC, ma potrebbero esserci indicazioni riguardo a possibili rinvii degli investimenti in seguito all'aumento dell'incertezza e all'intensificarsi della guerra dei dazi. Questa è l'informazione cruciale per le decisioni sui tassi della Fed alle prossime riunioni.

Giovedì 17 ottobre

Area euro

- Il **Consiglio Europeo** del 17-18 ottobre dovrebbe occuparsi anche dei **negoziati con il Regno Unito**. Nelle intenzioni, questo sarebbe stato l'appuntamento per ratificare eventuali modifiche all'accordo o esaminare una nuova richiesta britannica di rinvio della scadenza (attualmente fissata al 31 ottobre). Si speculava anche che il fallimento dei negoziati avrebbe indotto il premier Johnson a disertare l'appuntamento. Fra il 10 e l'11 ottobre, tuttavia, dai colloqui bilaterali fra Regno Unito e Irlanda è maturata una svolta, e nei prossimi giorni potrebbe essere formulata una nuova proposta di revisione del meccanismo di salvaguardia per l'Irlanda del Nord. Non è chiaro se sarà possibile arrivare a un documento finale prima del 17 ottobre. In alternativa, potrebbe essere convocato un nuovo consiglio europeo straordinario in data successiva. Poi resterebbe lo scoglio della ratifica parlamentare nel

Regno Unito, dove sarà necessario l'appoggio di una parte delle opposizioni se l'intesa inducesse il DUP a sfilarsi.

Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** dovrebbero correggere a 1,330 mln di unità ann., da 1,364 mln di agosto. La flessione di settembre segue un ampio rialzo ad agosto (+12,3% m/m) e non modifica il quadro positivo dell'edilizia residenziale, sostenuto dal calo dei tassi sui mutui. Le **licenze edilizie** dovrebbero correggere a 1,340 mln, dopo la variazione di 8,6% m/m del mese precedente.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a ottobre è previsto in calo a 8 da 12 di settembre. Come per l'indagine Empire, si è aperto un ampio differenziale con l'ISM, il cui livello di settembre farebbe prevedere un Philly Fed a -5. La previsione per l'indice dalla Philadelphia Fed è di calo contenuto, alla luce delle indicazioni ancora moderatamente ottimistiche contenute nell'indagine di settembre. L'attività nel manifatturiero al netto delle auto (colpite dallo sciopero GM in corso da quattro settimane) dovrebbe mantenersi circa stagnante.
- La **produzione industriale** a settembre dovrebbe essere in calo di -0,2% m/m, mentre nel settore manifatturiero la correzione dovrebbe essere di -0,4% m/m. Il calo atteso dell'output è da ascrivere allo sciopero dei lavoratori di GM, entrato ora nella quarta settimana. Le ore lavorate riportate dall'employment report di settembre hanno mostrato una variazione complessiva di +0,1% m/m, e una variazione circa nulla nel manifatturiero, mentre le informazioni dell'ISM segnalano ampia debolezza. Al netto delle auto, il manifatturiero dovrebbe registrare un marginale incremento. La variazione nelle utility dovrebbe essere modestamente positiva e circa controbilanciata da una correzione contenuta nell'estrattivo. Le informazioni disponibili dal lato dell'offerta puntano a una crescita del PIL nel 3° trimestre intorno a 1,5% t/t ann. La stima nowcasting dell'Atlanta Fed vede un rialzo di 1,8% t/t ann.

Venerdì 18 ottobre

- Nessun dato macroeconomico di rilievo.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (14 – 18 ottobre)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	14/10	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	*	ago	-0.4	%	0.3	0.2
Mar	15/10	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		ago	prel -1.2	%		
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		set	prel 1.1	%		1.1
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob		set	0.5	%		
		08:45	FRA	IPCA m/m finale		set	prel -0.4	%		-0.4
		10:30	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ago	3.8	%	3.8	
		10:30	GB	Retribuzioni medie		ago	4.0	%	3.9	
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		ott	-19.9		-24.0	-12.0
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	ott	-22.5		-25.4	-30.4
		14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	ott	2.00		1.55	1.0
Mer	16/10	10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		ago	-1.0	%		
		10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		ago	-2.9	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ago	-0.5	%		
		10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ago	-0.6	%		
		10:30	GB	CPI a/a	*	set	1.7	%	1.9	
		10:30	GB	CPI m/m		set	0.4	%	0.3	
		11:00	ITA	IPCA m/m finale	*	set	prel 1.5	%		1.5
		11:00	ITA	IPCA a/a finale		set	prel 0.3	%		0.3
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	set	prel -0.5	%		-0.5
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		set	prel 0.4	%		0.4
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		set	prel 1.2	%	1.2	1.2
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	set	prel 0.9	%	0.9	0.9
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	set	prel 0.2	%	0.2	0.2
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	set	0.4	%	0.3	0.1
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	set	0.0	%	0.3	0.2
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ago	0.4	%	0.3	
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		ott	68		68	
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ago	84.3	Mld $		
Gio	17/10	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		ago	3.575	Mld €		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ago	7.631	Mld €		
		10:30	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	set	-0.2	%	0.2	
		10:30	GB	Vendite al dettaglio a/a		set	2.7	%	3.4	
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	210	x1000		
		14:30	USA	Licenze edilizie		set	1.425	Mln	1.365	1.340
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	set	1.364	Mln	1.320	1.330
		14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	ott	12.0		7.1	8.0
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		set	0.6	%	0.1	-0.2
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		set	77.9	%	77.8	
Ven	18/10	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	set	0.5	%	0.3	
		01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	set	0.3	%		
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		set	-0.3	%	0.1	

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 (14 – 18 ottobre)

Data		Ora	Paese	* Evento
Lun	14/10		USA	Mercati chiusi per festività
		09:15	EUR	Discorsi di De Guindos, Enria e Koenig (BCE)
		14:10	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
			ITA	** Il Governo è atteso presentare il Draft Budgetary Plan
Mar	15/10	02:30	GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)
		10:25	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		10:30	GB	* Discorso di Carney (BoE)
		14:30	GB	Discorso di Vlieghe (BoE)
		15:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		18:45	USA	Discorso di George (Fed)
		21:30	USA	Discorso di Daly (Fed)
Mer	16/10	14:30	EUR	Discorsi di Knot e Vasiliauskas (BCE)
		15:00	GB	* Discorso di Carney (BoE)
		16:45	USA	Discorso di Evans (Fed)
		17:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		19:00	EUR	Discorso di Weidmann (Bundesbank)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		21:00	USA	Discorso di Brainard (Fed)
		23:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Gio	17/10	00:00	GB	* Discorso di Carney (BoE)
			UE	** Consiglio Europeo su Brexit
		15:00	ITA	* Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale
		19:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		20:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		20:00	EUR	Discorso di Visco (Banca d'Italia)
		20:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		22:20	USA	Discorso di Williams (Fed)
		22:30	EUR	Discorsi di Knot e Vasiliauskas (BCE)
		23:00	EUR	Discorso di Hernandez de Cos (BCE)
Ven	18/10	15:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)
		16:05	USA	Discorso di George (Fed)
		17:30	USA	Discorso di Clarida (Fed)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

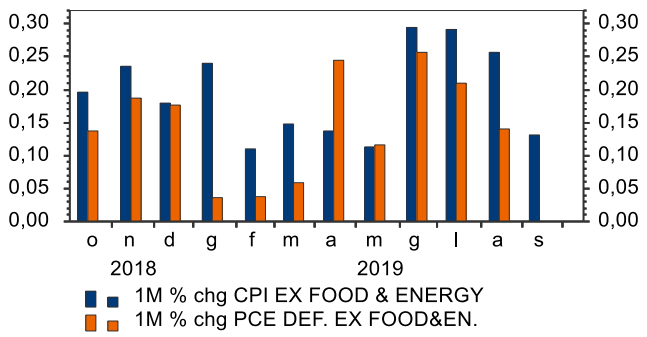
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	set	0.3		%	0.2	-0.3
PPI m/m	set	0.1		%	0.1	-0.3
Richieste di sussidio	settim	220	(~~219~~)	x1000	219	210
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	set	2.4		%	2.4	+2.4
CPI m/m	set	0.1		%	0.1	0.0
CPI a/a	set	1.7		%	1.8	+1.7
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	set	0.3		%	0.2	+0.1
Prezzi all'import m/m	set	-0.5		%	0.0	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	ott	93.2			92.0	

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

Stati Uniti. Il **PPI** a settembre sorprende verso il basso con un calo di -0,3% m/m sia per l'indice headline sia per quello core. I beni correggono di -0,4% m/m, e di -0,1% m/m al netto di alimentari ed energia. Anche i servizi contribuiscono negativamente all'indice complessivo, con una flessione di -0,2% m/m. La debolezza dei prezzi a settembre è diffusa a tutte le voci e, almeno per i beni, riflette gli effetti dell'apprezzamento del dollaro. Tuttavia, il trend in calo del PPI si è accentuato con il rallentamento della domanda e andrà seguito nei prossimi mesi.

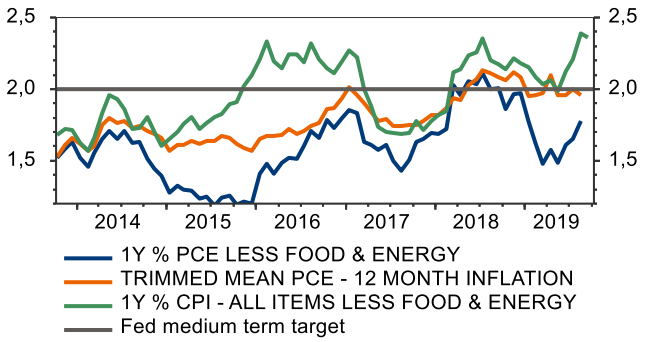
Stati Uniti. Il **CPI** a settembre è invariato su base mensile (consenso: 0,1% m/m), dopo 0,1% m/m ad agosto, con un contributo negativo dell'energia (-1,4% m/m, con la benzina in flessione di -2,4% m/m). **L'indice *core*** è in rialzo di 0,1% m/m (consenso: 0,2% m/m), dopo +0,3% m/m nei tre mesi precedenti, frenato da un ampio calo dei prezzi delle auto usate (-1,6% m/m). Si registrano contrazioni anche per l'abbigliamento (-0,4% m/m) e i per prodotti per la sanità (-0,6% m/m). I beni *core* hanno prezzi in aumento di 0,2% m/m. I servizi al netto dell'energia sono in rialzo di 0,3% m/m, come nei tre mesi precedenti, con variazioni solide nei principali comparti: abitazione +0,3% m/m, trasporti +0,3% m/m, servizi sanitari +0,4% m/m (dopo molti mesi di incrementi compresi fra 0,4% e 0,9%). I dati non modificano il quadro di inflazione moderata, al di là della volatilità vista a inizio anno. **Il focus della Fed per le decisioni di politica monetaria resta sui dati di attività in uscita la prossima settimana**. Dal lato dell'offerta, le prossime informazioni (produzione industriale e indagini regionali di ottobre) saranno viziate dallo sciopero di GM, che dovrebbe frenare ulteriormente l'attività nel manifatturiero, soprattutto nei dati di ottobre. Dal lato della domanda, l'attenzione sarà sulle vendite al dettaglio di settembre: il FOMC ha indicato preoccupazione per il fatto che la debolezza dell'attività delle imprese si possa trasferire al mercato del lavoro, e quindi a reddito e consumi delle famiglie.

CPI *core* in rallentamento dopo tre mesi solidi…



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Inflazione *core* vicina al 2%



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Stati Uniti. I **nuovi sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 5 ottobre sono scesi a 210 mila, da 220 mila della settimana precedente.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	ago	0.8	%	1.2	+1.0
Ordinativi di macchinari m/m	ago	-6.6	%	-2.5	-2.4

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

Giappone. Gli **ordini privati di macchinari** ad agosto correggono di -2,4% m/m, dopo -6,6% m/m di luglio e +13,9% m/m di giugno. Gli ordini privati sono in rallentamento dopo una moderata ripresa associata all'introduzione del rialzo dell'imposta sui consumi entrato in vigore il 1° ottobre. Nel manifatturiero gli ordini sono in calo di -1% m/m. A fronte del calo nel settore privato, si registra un ampio aumento di ordini del settore pubblico, con un rialzo di 36,8% m/m.

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale (non UE - GBP)	ago	-2.540	(~~-1.932~~)	Mld £	-2.800	-2.206
Bilancia commerciale (totale - GBP)	ago	-9.625	(~~-9.14~~)	Mld £	-10.00	-9.806
Produzione industriale m/m	ago	0.1		%	-0.1	-0.6

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
FRA	Produzione industriale m/m	ago	0.3		%		-0.9
GER	Ordini all'industria m/m	ago	-2.1	(~~-2.7~~)	%	-0.3	-0.6
GER	Produzione industriale m/m	ago	-0.4	(~~-0.6~~)	%	-0.1	0.3
GER	Bilancia commerciale destag.	ago	20.5	(~~20.2~~)	Mld €	19.1	18.1
GER	CPI (Lander) m/m finale	set	0.0		%	0.0	0.0
GER	IPCA a/a finale	set	0.9		%	0.9	0.9
GER	CPI (Lander) a/a finale	set	1.2		%	1.2	1.2
GER	IPCA m/m finale	set	-0.1		%	-0.1	-0.1
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ago	2.4	(~~2.60~~)	%		0.7
ITA	Produzione industriale m/m	ago	-0.8	(~~-0.7~~)	%	0.1	0.3
SPA	Produzione industriale a/a	ago	1.2	(~~0.8~~)	%	0.1	1.7
SPA	IPCA a/a finale	set	0.2		%	0.2	0.2

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

Area euro. L'**indice Sentix di fiducia degli investitori** è calato a -16,8 in ottobre. Si tratta del livello più basso dal 2013, quando l'indice doveva ancora riprendersi dall'impatto della precedente crisi del debito.

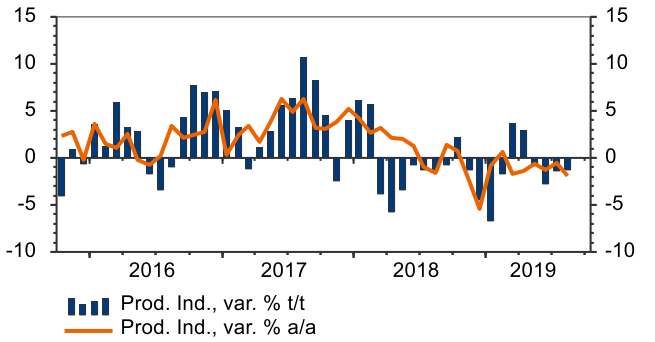
Germania. I **nuovi ordini** nel settore manifatturiero hanno registrato un nuovo calo di **-0,6% m/m** ad agosto dopo quello di luglio (-2,1%, rivisto da -2,7%), per una variazione tendenziale di -6,7% a/a (-5,0% a/a a luglio). La volatilità nei mesi precedenti era stata causata da beni di alto valore unitario (grosse commesse). Corretti per tale volatilità, gli ordini sono in calo, e l'indice dei responsabili degli acquisti segnala ulteriori flessioni fino a settembre. Il calo di agosto riguarda in particolare gli ordinativi domestici.

Germania. La **produzione industriale** è cresciuta di **+0,3% m/m** in agosto, dopo il calo di -0,4% m/m di luglio. La variazione tendenziale calcolata sulla serie non destagionalizzata si colloca a -4,0% a/a, circa invariata rispetto a luglio (-3,9%). La produzione manifatturiera, che è all'origine di questa sorpresa positiva, ha registrato un rimbalzo più pronunciato (+0,7% m/m), con variazioni positive per i beni intermedi e i beni di investimenti, negative per i beni di consumo. In calo l'andamento della produzione di energia (-1,7% m/m). Da segnalare anche un **netto calo dell'attività edile** (-1,5% m/m), che ha riassorbito pressoché interamente il rimbalzo di

giugno/luglio. L'andamento debole degli ordinativi e delle indagini di fiducia, peggiorate di nuovo in settembre, non consente di sperare che la sorpresa di agosto sia già l'inizio di una fase di ripresa. **Nel 3° trimestre 2019 si prospetta un contributo negativo della produzione manifatturiera circa dimezzato rispetto al 2° trimestre**; anche il calo delle costruzioni dovrebbe essere inferiore rispetto al trimestre primaverile.

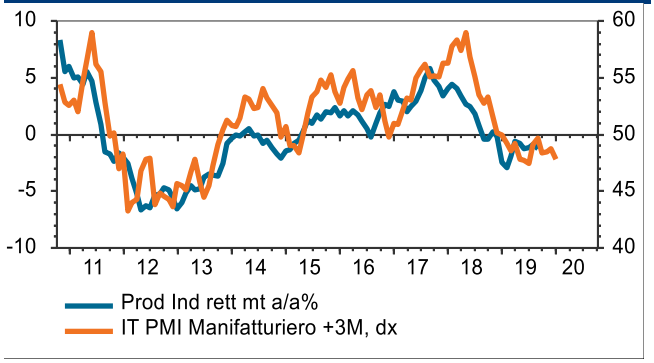
Italia. La produzione industriale è tornata a crescere ad agosto, di +0,3% m/m, dopo il calo dei due mesi precedenti (-0,3% a giugno e -0,8% a luglio, quest'ultimo rivisto al ribasso di un decimo). **Il dato è migliore delle attese di consenso**, che puntavano su un rimbalzo più contenuto (+0,1% m/m), ed esattamente in linea con la nostra stima. **La tendenza annua** tuttavia non solo **è rimasta in territorio negativo per il sesto mese consecutivo** (e per il nono mese negli ultimi dodici), ma è peggiorata ulteriormente a -1,8% da -0,7% precedente (sui dati corretti per gli effetti di calendario): si tratta di un minimo quest'anno. Il recupero su base congiunturale è dovuto ai beni di consumo e ai beni strumentali (+0,3% e +0,4% m/m, rispettivamente), a fronte di cali per i beni intermedi e l'energia (-0,5% e -0,9% m/m). In termini tendenziali, spicca la forte contrazione sia per i beni strumentali che per quelli intermedi (-4,9% e -3,1% a/a, rispettivamente). Nonostante il rimbalzo di agosto, la produzione industriale è in rotta per un altro calo nel trimestre estivo (a meno di un improbabile balzo a settembre), di -0,5% t/t dopo il -0,7% t/t dei mesi primaverili. Ciò è coerente con un altro contributo negativo dell'industria in senso stretto al valore aggiunto, simile a quello del trimestre precedente (-0,1% t/t). In prospettiva, le indagini di fiducia nel settore restano molto deboli. A settembre, l'indice di produzione dell'indagine PMI è tornato a calare a 48,3, dopo essere salito nei due mesi precedenti (fino a 49,3 ad agosto). Nell'indagine Istat il saldo dei giudizi sui livelli produttivi è peggiorato da -9 a -12,8, e quello sulle aspettative di produzione a 3 mesi da 4,9 a 3,7.

Italia – Il trend di fondo per l'attività produttiva nell'industria resta debole



Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia – Le indagini ancora non segnalano una svolta in senso espansivo

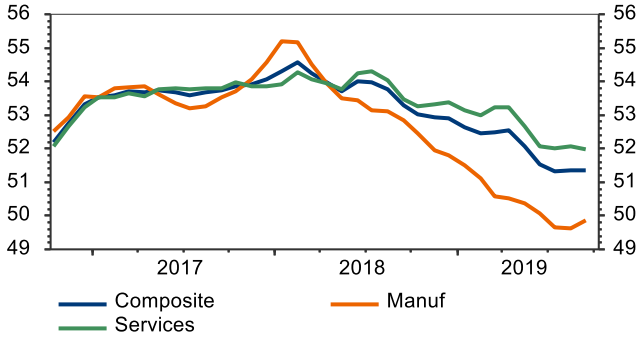


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Italia. Le vendite al dettaglio sono calate ancora ad agosto, di -0,6% m/m per il secondo mese consecutivo (dopo il balzo di +1,9% che si era registrato a giugno). La variazione tendenziale è rallentata a 0,7% da 2,4% precedente. Nel mese la flessione è più ampia per gli alimentari (-0,9% m/m), mentre su base annua sono meno dinamici i non alimentari (+0,4%). Si conferma la maggiore vivacità della grande distribuzione rispetto alle imprese operanti su piccole superfici (+1,2% vs. -0,5% a/a), in particolare dei discount di alimentari (+5,2% a/a); resta vivace il commercio elettronico (+19,4% a/a). Il dettaglio per tipologia di prodotto è misto. Da un lato, mostrano incrementi tendenziali uguali o superiori al 2% diversi comparti: mobili, articoli tessili e arredamento; prodotti di profumeria e cura della persona; calzature, articoli in cuoio e da viaggio; altri prodotti (tra cui gioielleria e orologeria). Dall'altro, le flessioni più marcate (di poco superiori al punto e mezzo percentuale) si registrano per elettrodomestici, radio, TV e registratori, e per cartoleria, libri, giornali e riviste. Nel trimestre estivo, le vendite sono in rotta per una crescita di 0,1% t/t in valore e zero in volume, dopo lo 0,1% t/t dei mesi primaverili. Ciò suggerisce che **i consumi delle famiglie possano mostrare una sostanziale stagnazione anche nel 3° trimestre**, dopo quella vista nei tre mesi precedenti.

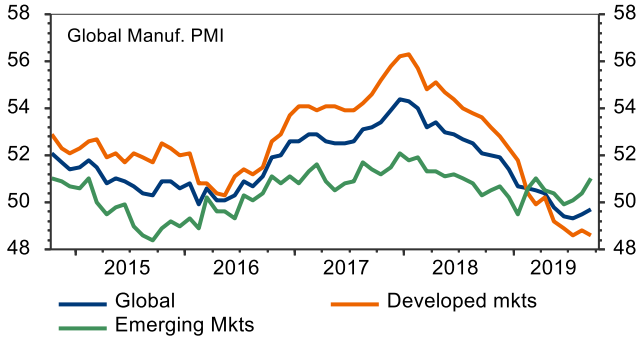
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



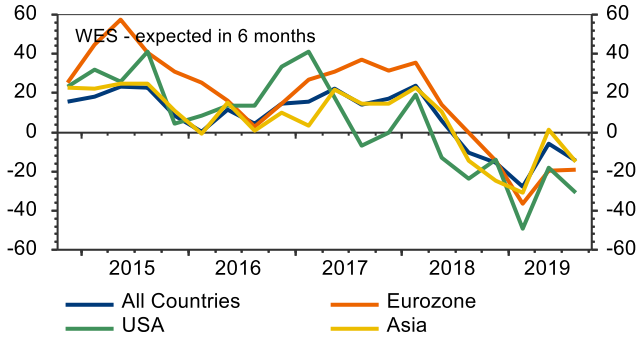
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



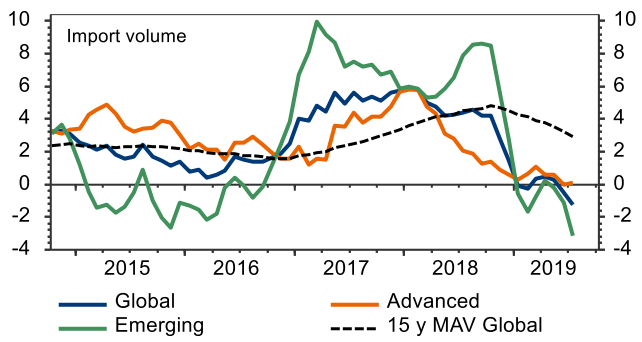
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Ifo: WES, aspettative a 6 mesi



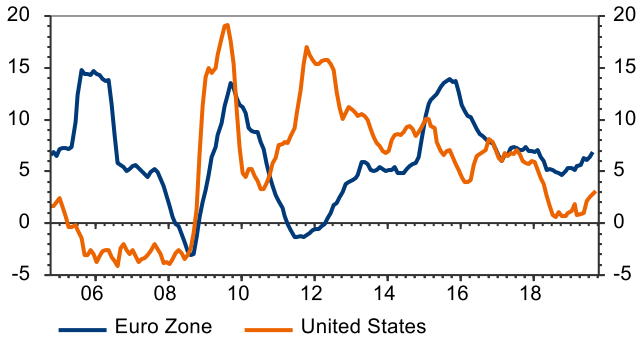
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

Andamento del commercio mondiale



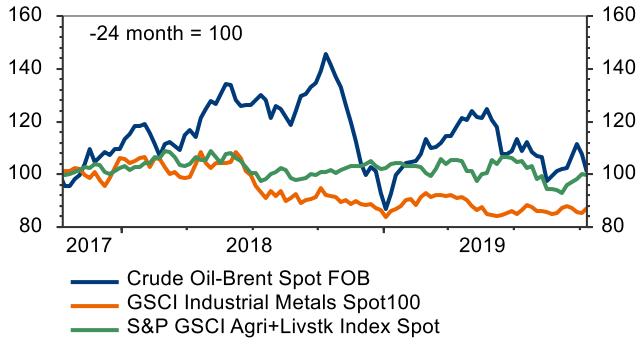
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

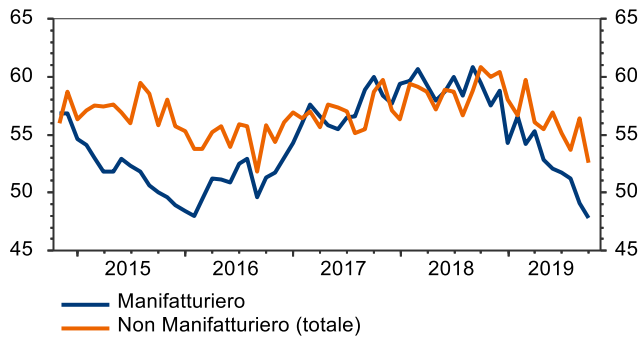
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

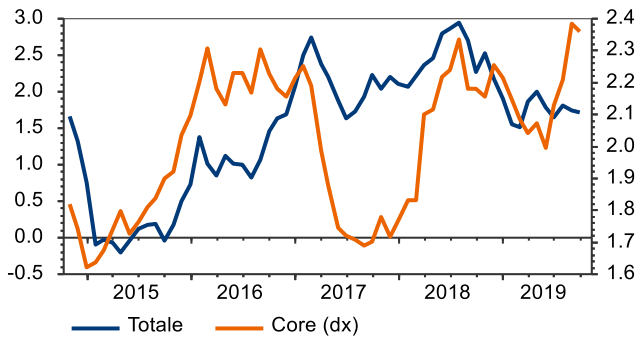
Stati Uniti

Indagini ISM



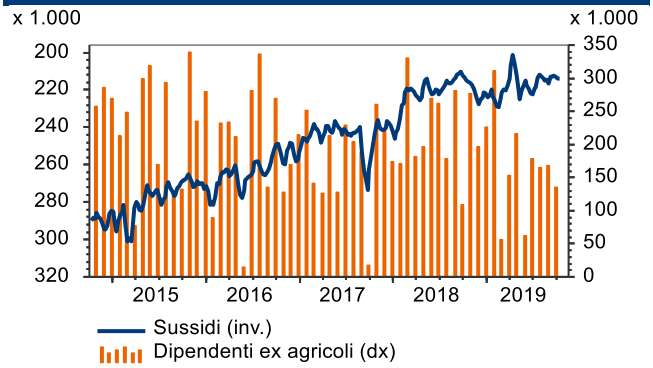
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



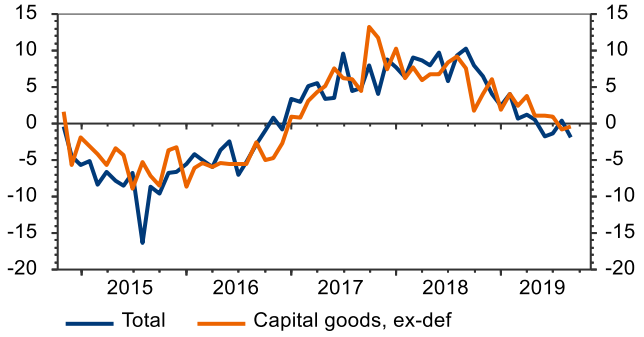
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

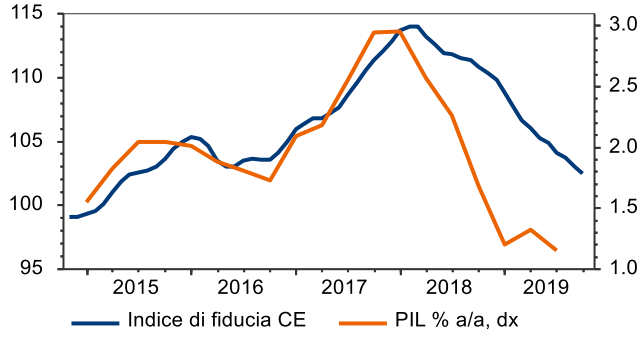
Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018 T4	2019 T1	T2	T3	T4	2020 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	1.9	**2.2**	**1.6**	**1.8**	**1.8**	1.7	1.9	1.6	1.9
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

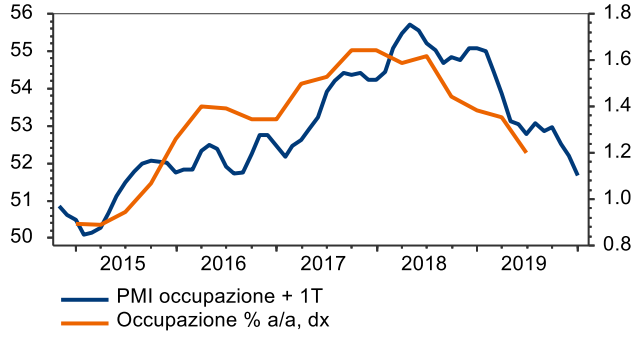
Area euro

PIL



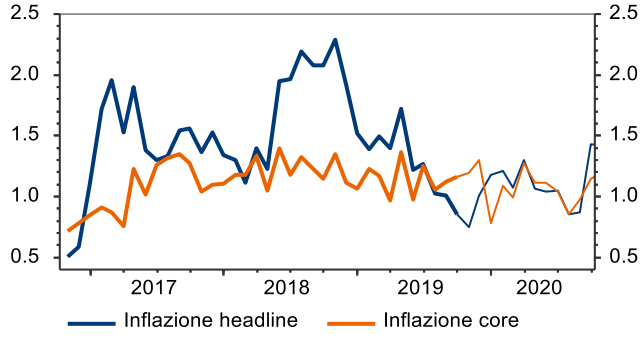
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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**	-0.3	0.1	**-0.3**	**-0.2**	**0.0**	-0.1	0.3	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	**3.5**	3.3	3.0								
Deficit pubblico (% PIL)	**-0.5**	-0.9	-0.9								
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**	-1.2	0.7	**-1.9**	**-0.5**	**-1.3**	-2.2	-0.7	-0.5	0.3	1.5
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**	-0.36	-0.53	**-0.32**	**-0.31**	**-0.32**	**-0.40**	-0.43	-0.48	-0.55	-0.55

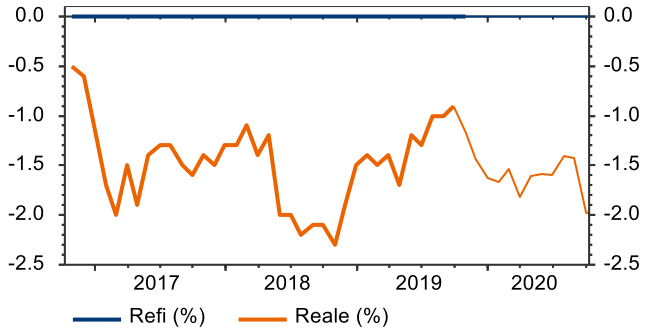
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	10/10	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**	-0.47	-0.51	-0.56	-0.56
Euribor 3m	-0.31	-0.35	-0.42	**-0.42**	-0.45	-0.51	-0.55	-0.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

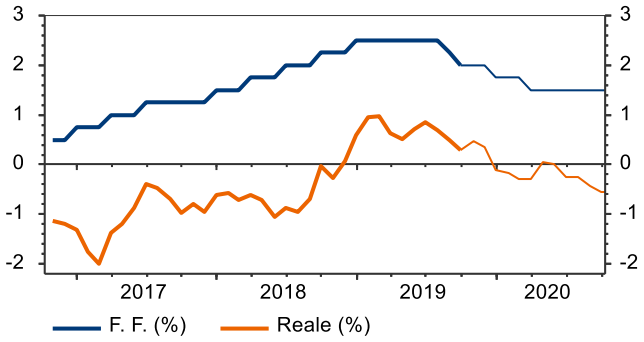


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	10/10	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	**1.98**	1.93	1.81	1.71	1.71

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

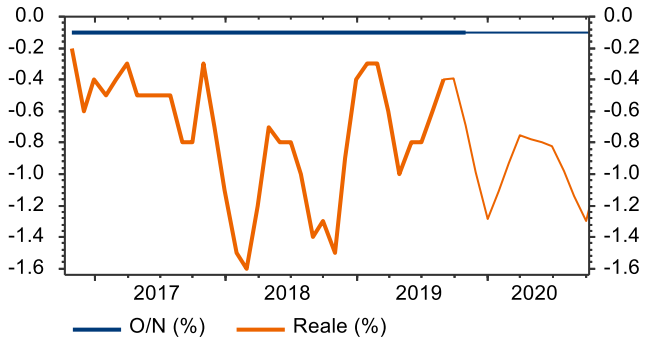


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	10/10	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	**-0.11**	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

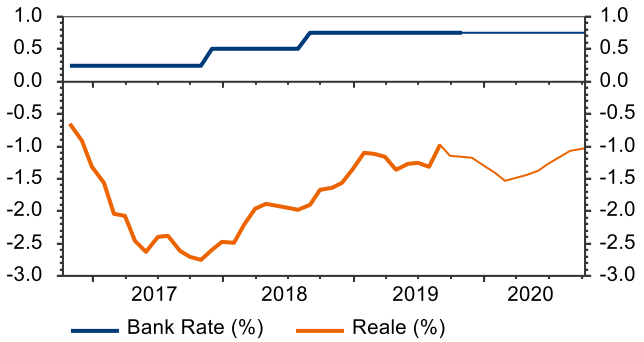


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito

	mar	giu	set	10/10	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	**0.76**	0.80	0.82	0.85	0.88

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	11/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.16	1.13	1.13	1.10	**1.1022**	1.10	1.12	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	112	112	111	108	108	**108.22**	105	108	110	112	114
GBP/USD	1.32	1.32	1.31	1.25	1.23	**1.2538**	1.22	1.25	1.28	1.32	1.35
EUR/CHF	1.15	1.14	1.13	1.11	1.09	**1.1000**	1.08	1.10	1.12	1.13	1.15
EUR/JPY	133	130	125	122	119	**119.28**	116	121	126	131	136
EUR/GBP	0.90	0.87	0.86	0.90	0.89	**0.8788**	0.90	0.89	0.89	0.88	0.88

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-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/scriptlsir0/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/scriptlsir0/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/scriptlsir0/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