

Il punto

BCE: la mancanza di segnali di riaccelerazione dell'economia europea rende inevitabile che la Banca Centrale Europea annunci **nuove misure espansive alla riunione del 12 settembre**. Le stime macroeconomiche dello staff dovranno essere riviste al ribasso, anche se, forse, le revisioni non saranno ampie. Ma quali misure dobbiamo attenderci? Molto probabile un **taglio del tasso sui depositi**, forse anche di 20pb, che potrebbe accompagnarsi a una conferma dell'*easing bias*. Possibile una revisione delle condizioni sulle TLTRO III. La ripresa degli acquisti netti nell'ambito dell'APP sembra prematura, non essendoci alcun rischio di deflazione all'orizzonte, ma nel clima attuale non si può escludere che anche questo paletto venga fatto saltare, come il mercato e la maggioranza degli analisti si attendono. Una nota di cautela: **il consiglio appare tutt'altro che compatto** riguardo alla necessità di interventi aggressivi, e nelle ultime settimane si sono fatte sentire alcune importanti voci critiche.

Italia: il **programma del nuovo governo** contiene alcuni principi generali ma i dettagli risulteranno meglio definiti nel discorso programmatico del Presidente del Consiglio e nelle prossime settimane con la presentazione della Legge di Bilancio. Le **intenzioni** sono **espansive**, ma l'esecutivo dovrà fare i conti con i **vincoli di bilancio** imposti dalla situazione della finanza pubblica italiana. Il sentiero è comunque oggi decisamente meno angusto rispetto a solo qualche settimana fa.

Brexit: ancora una volta, l'approssimarsi della scadenza per l'uscita dall'UE ha scatenato una tempesta politica e un feroce braccio di ferro tra parlamento e governo. Il parlamento sta cercando di imporre al governo di non uscire senza accordo (e, quindi, di chiedere una nuova proroga), mentre il governo punta a trasformare le **probabili elezioni anticipate** in un referendum sulla Brexit, ma non ha i numeri per far sciogliere il parlamento. **L'uscita potrebbe ora slittare di nuovo**, questa volta al primo trimestre 2020, ma non vi sono certezze al riguardo.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il focus sarà sulla riunione della BCE, che dovrebbe annunciare una revisione delle sue previsioni macroeconomiche e, in connessione a quest'ultima, un nuovo "pacchetto" di misure espansive. I dati sulla produzione industriale di luglio sono attesi mostrare un moderato recupero in Francia e Italia, dopo il calo del mese precedente, e una stagnazione per la media dell'eurozona (su cui pesa la flessione registrata in Germania).

La settimana ha diversi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Alla luce della debolezza del settore manifatturiero, il contributo dei consumi alla crescita diventa sempre più rilevante: perciò le vendite al dettaglio di agosto saranno il focus principale, con una previsione di aumento di 0,3% m/m, dopo diversi mesi molto solidi. Sul fronte dell'inflazione, il CPI core dovrebbe essere in aumento di 0,2% m/m, confermando la moderata ripresa della dinamica inflazionistica dopo l'indebolimento di inizio anno. Anche le indagini di fiducia saranno rilevanti: quella dei consumatori dell'Univ. of Michigan, che ad agosto ha segnato un ampio calo sulla scia di timori per gli effetti dei dazi, è attesa in modesto miglioramento, e quella delle piccole imprese, prevista in calo.

6 settembre 2019

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Area Euro

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area Euro

Andrej Arady
Economista - Area Euro

Il Punto

BCE: la mancanza di segnali di riaccelerazione dell'economia europea rende inevitabile che la Banca Centrale Europea annunci nuove misure espansive alla riunione del 12 settembre. Le stime macroeconomiche dello staff dovranno essere riviste al ribasso, anche se, forse, le revisioni non saranno ampie. Ma quali misure dobbiamo attenderci? Molto probabile un taglio del tasso sui depositi, forse anche di 20pb, che potrebbe accompagnarsi a una conferma dell'*easing bias*. Possibile una revisione delle condizioni sulle TLTRO III. La ripresa degli acquisti netti nell'ambito dell'APP sembra prematura, non essendoci alcun rischio di deflazione all'orizzonte, ma nel clima attuale non si può escludere che anche questo paletto venga fatto saltare, come il mercato e la maggioranza degli analisti si attendono. Una nota di cautela: il consiglio appare tutt'altro che compatto riguardo alla necessità di interventi aggressivi, e nelle ultime settimane si sono fatte sentire alcune importanti voci critiche.

- La riunione del consiglio direttivo del 25 luglio si era conclusa con la dichiarazione che "se le prospettive di inflazione a medio termine continueranno a essere inferiori al valore perseguito, il Consiglio direttivo è determinato a intervenire", adeguando "tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione si avvicini stabilmente al livello perseguito". I dati usciti tra fine luglio ed agosto non hanno offerto alcuno spunto per ritenere più probabile una convergenza dell'inflazione all'obiettivo. In generale, il settore manifatturiero continua a contrarsi, per la somma di problemi settoriali e della contrazione del commercio internazionale, e la dinamica di costruzioni e terziario è appena sufficiente a garantire un'espansione marginale dell'economia europea. Inoltre, la fiducia delle imprese sta iniziando a erodersi anche fuori dall'industria. Diversi fattori di rischio si stanno concretizzando (guerra commerciale USA-Cina, Brexit), anche se il rischio Italia è sparito dal radar. Conseguentemente, **le nuove previsioni dello staff dovranno incorporare qualche revisione al ribasso**, coerente con il venir meno dello scenario di ripresa dal secondo semestre. Le stime di consenso sulla crescita del PIL sono calate in agosto a 1,1% e 1,2% rispettivamente per il 2019 e il 2020, contro l'1,2 e 1,4% della BCE. **Le nostre stime interne stanno scivolando verso 1,1 e 1,0%**, in quanto siamo ora orientati a pensare che l'economia tedesca non riaccelererà prima del 2020. **Anche sull'inflazione, le previsioni di consenso, e così pure le nostre, sono inferiori a quelle della BCE di due decimi.**
- Sulla base della regola di reazione annunciata a luglio, il consiglio direttivo dovrà quindi **annunciare nuove misure**. Nei verbali della riunione del 25 luglio si fa cenno all'idea di presentare le varie opzioni di intervento come "un pacchetto, cioè una combinazione di strumenti con significative complementarità e sinergie", che una parte del consiglio ritiene "più efficace rispetto a una sequenza di azioni selettive". In particolare, viene fatto cenno alla "combinazione di tagli dei tassi e acquisti di attività". Tuttavia, i verbali precisano anche che "la scelta degli strumenti e il progetto del pacchetto dovrebbero riflettere la relativa efficacia dei diversi strumenti nel rispondere alle esigenze future".
- I verbali non rivelano il grado di sostegno di cui gode tale posizione, e non riportano voci di dissenso. Ma una qualche evidenza che **esiste una resistenza interna a misure molto aggressive** è emersa da interviste e discorsi nelle ultime settimane. **Knot** (Olanda) e **Lautenschläger** (comitato esecutivo) hanno dichiarato che l'APP è lo strumento giusto a fronte di un rischio di deflazione, che però adesso non c'è. **Weidmann** (Germania), non votante a luglio, è contrario a un allentamento dei limiti dell'APP; inoltre, non ritiene che vi sia necessità in questa fase di ulteriori misure di stimolo, anche perché la loro efficacia si riduce e ne aumentano gli effetti collaterali. Un'altra voce critica, in questo caso anche riguardo ai tassi negativi, è quella del nuovo governatore austriaco, **Holzmann**. Weidmann ha anche affermato che non ritiene opportuno procedere a significative modifiche della strategia di politica monetaria prima che si insedi il nuovo presidente, Christine Lagarde, e ha anche contestato la tesi che l'obiettivo di inflazione sia simmetrico. Soltanto il governatore della banca centrale finlandese, **Rehn**, ha parlato il 19 agosto di una volontà di "esagerare" con lo stimolo,

piuttosto che procedere gradualmente. Altri si sono limitati a ripetere la linea ufficiale del 25 luglio.

- Malgrado le voci contrarie appena ricordate, che sono sembrate voler un po' moderare le aspettative dei mercati, **una forte maggioranza di analisti e investitori dà per scontato che la BCE taglierà i tassi** (consenso Reuters: 10pb) e **farà ripartire gli acquisti netti dell'APP** (consenso Reuters: 30 miliardi al mese). I mercati scontano un taglio immediato del tasso sui depositi a -0,6%, seguito da un'ulteriore riduzione nel 2020 a -0,8%; l'andamento delle curve segnala che anche la ripresa degli acquisti netti è stata incorporata nei prezzi. Tuttavia, malgrado questa diffusa opinione che la BCE *deve* fare qualcosa, c'è anche un forte consenso intorno alla tesi che le misure saranno inutili a riportare l'inflazione all'obiettivo. La stessa BCE, d'altronde, sta regolarmente chiudendo le sue conferenze stampa dopo le riunioni di politica monetaria con appelli a fare uso dello spazio fiscale. Anche Weidmann sembra convinto che le misure fiscali sarebbero più efficaci. L'attivismo sul fronte monetario ricorda un po' le processioni solenni contro le pestilenze dei secoli andati. A Milano, l'11 giugno 1630, dopo aver ricevuto molte sollecitazioni, il potente cardinale Federigo Borromeo ne guidò una molto partecipata per implorare la liberazione da un'epidemia di peste bubbonica, con tanto di esposizione del veneratissimo corpo di San Carlo. Ovviamente non ci furono miracoli, la peste non finì (anzi l'epidemia accelerò), ma pare che la gente ne sia stata molto rassicurata. Nel nostro caso, per lo meno, l'allentamento monetario non dovrebbe aggravare il rallentamento dell'economia. Al massimo, aumenterà il rischio futuro di eccessi speculativi su attività finanziarie e mercato immobiliare.
- La nostra aspettativa è che l'annuncio includa un taglio del tasso sui depositi di 20pb, forse modifiche alle condizioni delle TLTRO III per renderle più appetibili e forse qualche ulteriore passo per introdurre un sistema di compensazione per il costo delle riserve in eccesso (soprattutto come misura per mantenere vive le aspettative di ulteriori tagli, a rinforzo dell'easing bias che probabilmente resterà). Ci sarà probabilmente una divisione del consiglio riguardo all'opportunità di far ripartire gli acquisti netti dell'APP. Nel caso in cui non ci fosse il consenso per farla ripartire subito, la conferenza stampa e il comunicato saranno probabilmente disegnati in modo da mantenere viva l'attesa che ciò possa avvenire nei prossimi mesi, in modo da contenere la reazione negativa dei mercati. Tale messaggio potrebbe essere rafforzato da un eventuale allentamento dei vincoli che caratterizzano l'operatività del programma, ma anche su questo fronte il consiglio sarà probabilmente diviso. Insomma, si preannuncia una riunione delicata e molto importante.

Italia: il programma del nuovo governo contiene alcuni principi generali ma i dettagli risulteranno meglio definiti nel discorso programmatico del Presidente del Consiglio e nelle prossime settimane con la presentazione della Legge di Bilancio. Le intenzioni sono espansive, ma l'esecutivo dovrà fare i conti con i vincoli di bilancio imposti dalla situazione dei conti pubblici italiani. Il sentiero di finanza pubblica è comunque oggi decisamente meno angusto rispetto a solo qualche settimana fa.

Il nuovo governo italiano si presenterà lunedì alla Camera e martedì al Senato per ottenere la fiducia. **Il voto non dovrebbe presentare sorprese, anche se il margine è limitato al Senato**, dove i seggi riferibili alle forze espressamente rappresentate al governo (M5S, PD, LEU) sono 162, appena sopra la maggioranza richiesta (161); almeno un voto di un rappresentante del Movimento 5 Stelle è peraltro a rischio. A questi potrebbero aggiungersi, in forma di appoggio esplicito o almeno di astensione, 5 voti dal gruppo misto, da parte dei fuoriusciti del Movimento 5 Stelle (più dubbio è il pronunciamento dei 2 esponenti di Più Europa e PSI); non è ancora chiaro inoltre se verrà un voto favorevole o un'astensione dai 6 rappresentanti delle Autonomie e da altrettanti senatori a vita. In pratica, il governo dovrebbe poter contare su circa 168 voti, ma tale numero è soggetto a incertezza (la forchetta è compresa tra 161 e 178).

La lista dei ministri include al Ministero dell'Economia Roberto Gualtieri del Partito Democratico, attuale presidente della Commissione Affari Economici e Monetari del Parlamento europeo, che potrebbe segnare un **cambio di rotta, in senso maggiormente collaborativo, nelle relazioni con le istituzioni europee**. Solo in sede di presentazione del governo alle camere saranno chiariti i punti programmatici del nuovo esecutivo, con il discorso di insediamento del Presidente del Consiglio. Nel frattempo, è stato diffuso un documento contenente, nella sua forma definitiva, 29 "linee programmatiche" i cui punti principali sono i seguenti:

- una **Legge di Bilancio 2020 "espansiva"**, per neutralizzare l'aumento dell'IVA e rilanciare la crescita, ma **"senza mettere a rischio l'equilibrio di finanza pubblica"** (ad oggi, non è chiaro come i due obiettivi possano essere coerenti: le uniche misure di copertura che sono incluse nel programma sono "una efficace opera di *spending review*" e una revisione del sistema di *tax expenditures*: nel primo caso si tratta di un processo che richiede molto tempo e che difficilmente può essere realizzato in poche settimane, nel secondo caso di una misura con un costo in termini di consenso, visto che si traduce in un aumento della pressione fiscale);
- una richiesta di maggiore **flessibilità** a livello europeo, in particolare per rilanciare gli investimenti e rafforzare la coesione sociale, per superare la "eccessiva rigidità" dei vincoli europei di bilancio (tuttavia, ciò non è interamente nelle mani del nuovo governo, poiché richiederebbe il via libera della Commissione europea e almeno della maggior parte degli Stati membri);
- un aumento della spesa pubblica in **istruzione, ricerca e welfare**;
- un impegno a ridurre il **cuneo fiscale sul lavoro** (a vantaggio totale dei lavoratori) e a introdurre una forma di **"salario minimo"**;
- un **Green New Deal** per rilanciare le politiche ambientali e misure per combattere il dissesto idrogeologico, ma allo stesso tempo un piano per ammodernare le **infrastrutture** esistenti e costruirne di nuove;
- un piano di **edilizia residenziale pubblica** per affrontare il tema dell'emergenza abitativa;
- la conferma e il rafforzamento degli **incentivi agli investimenti** privati, con esplicito riferimento al piano Impresa 4.0;
- la **riduzione del numero dei parlamentari**, nonché l'avvio di un percorso di **riforma del sistema elettorale** ("quanto più possibile condiviso in sede parlamentare"), presumibilmente verso una base quasi del tutto proporzionale;
- una **riforma della giustizia** civile, penale e fiscale al fine di ridurre i tempi dei procedimenti;
- **lotta alla criminalità e all'evasione fiscale**, "anche prevedendo l'inasprimento delle pene, incluse quelle detentive, per i grandi evasori";
- una nuova legge sul **conflitto di interessi**, con contestuale riforma del sistema radiotelevisivo;
- un cambio di rotta in tema di **politiche migratorie e di sicurezza**: il nuovo governo promuoverà una "forte risposta europea" al problema della gestione dei flussi migratori (si fa esplicito riferimento a una riforma del Regolamento di Dublino), e favorirà una "rivisitazione" dei decreti sicurezza recentemente approvati, tenendo conto delle osservazioni formulate dal Presidente della Repubblica;
- un piano straordinario per favorire lo **sviluppo nel Sud** del Paese, anche attraverso il rafforzamento dell'azione della **banca pubblica per gli investimenti**;
- il completamento del processo di **autonomia** differenziata, ma in una versione "giusta e cooperativa, che salvaguardi il principio di coesione nazionale e di solidarietà", attraverso la creazione di fondo di perequazione volto a garantire a tutti i cittadini la medesima qualità dei servizi e a evitare di aggravare il divario tra il Nord e il Sud del Paese;
- la **tutela dei risparmiatori** e del risparmio ("anche agendo sul sistema bancario": i dettagli non sono chiari);

- la **tutela dei beni comuni**, come la scuola, l'acqua pubblica e la sanità, e la revisione delle concessioni autostradali;
- l'introduzione di una **web tax** per le multinazionali "che spostano i profitti e le informazioni in Paesi differenti da quelli in cui vendono i loro prodotti";
- infine, non mancano misure per la **deburocratizzazione** e la semplificazione amministrativa.

Insomma, quanto emerso finora del programma di governo conserva dei contorni piuttosto generici. Il principale punto interrogativo è l'orientamento che il governo vorrà tenere in occasione della prossima legge di bilancio (che deve essere presentata entro metà ottobre), preceduta dalla revisione degli obiettivi di finanza pubblica che deve essere inclusa già nella Nota di Aggiornamento al DEF attesa entro il 27 settembre. Il programma di governo contiene tutta una serie di interventi espansivi, ma **difficilmente l'esecutivo potrà evitare una restrizione** netta, almeno di moderata entità, della politica fiscale. In altri termini, nuovi interventi di stimolo, i più importanti dei quali ci sembrano la riduzione del cuneo fiscale sul lavoro e il piano infrastrutturale, richiedono o coperture di ampia portata (tutte ancora da individuare) o una marcia indietro su alcuni programmi espansivi implementati dal precedente governo.

Tuttavia, il nuovo esecutivo può contare su un'apertura di credito da parte dei mercati finanziari, che rende **meno angusto il sentiero di finanza pubblica**. Grazie agli effetti positivi dell'"assestamento di bilancio" di luglio, nonché al forte calo della spesa per interessi, il disavanzo tendenziale per l'anno prossimo potrà essere rivisto dal 2,1% a circa l'1,6%. Il mancato aumento dell'IVA senza coperture porterebbe il deficit vicino al 3%, mentre una cifra intorno al 2% sarebbe coerente con un rispetto di massima delle regole UE. Poiché da Consiglio e Commissione può venire un'interpretazione delle norme fiscali più flessibile di quanto atteso solo qualche settimana fa, riteniamo che un disavanzo tra il 2% e il 2,5% possa essere "tollerato" da Bruxelles (e verosimilmente accolto in maniera moderatamente positiva dai mercati). Un disavanzo al 2,4% implicherebbe che **dai tagli inizialmente previsti per 23 miliardi si potrebbe alla fine scendere a circa 9 miliardi, o anche meno**, purché la UE garantisca una dose generosa di flessibilità. Il compito è arduo ma non impossibile: sarebbe una moderata restrizione fiscale, con effetti tutto sommato limitati sul ciclo economico, e **i rischi di nuove tensioni finanziarie** in coincidenza con la sessione di bilancio, simili a quanto avvenuto lo scorso anno, **appaiono di molto ridimensionati**. È uno scenario decisamente migliore di quanto si potesse temere solo poche settimane fa.

Brexit: ancora una volta, l'approssimarsi della scadenza per l'uscita dall'UE ha scatenato una tempesta politica e un feroce braccio di ferro tra parlamento e governo. Il parlamento sta cercando di imporre al governo di non uscire senza accordo (e, quindi, di chiedere una nuova proroga), mentre il governo punta a trasformare le elezioni in un referendum sulla Brexit, ma non ha i numeri per far sciogliere il parlamento. L'uscita potrebbe ora slittare di nuovo, questa volta al primo trimestre 2020, ma non vi sono certezze al riguardo.

- Ancora una volta, l'approssimarsi della scadenza per l'uscita del Regno Unito dall'UE scatena una tempesta politica. Il governo ha provato a rendere inevitabile un'uscita il 31 ottobre chiudendo per cinque settimane il parlamento, ma il tentativo è fallito: questa settimana, la Camera dei Comuni ha approvato un provvedimento che obbliga il governo a non uscire senza accordo con l'UE, di fatto obbligando a chiedere una proroga. Anche il tentativo di bloccare con manovre ostruzionistiche il passaggio alla Camera dei Lord sembra fallito. Ugualmente fallito il tentativo di sciogliere il parlamento per andare a elezioni anticipate il 15 ottobre: le opposizioni hanno impedito di raggiungere la necessaria maggioranza dei 2/3.
- Che cosa può succedere ora? Probabilmente **il governo riproporrà lunedì prossimo la mozione per andare a elezioni**. Le opposizioni, però, acconsentiranno soltanto di fronte alla certezza che Brexit non avrà luogo il 31 ottobre (il che si avrebbe soltanto alla presentazione della

richiesta, dopo metà ottobre. Si parla di altre possibilità per forzare le elezioni: una **mozione di sfiducia contro il governo presentata dalla stessa maggioranza**: se approvata, però, non consentirebbe di andare a elezioni prima del 29 ottobre, considerando i 14 giorni concessi alle opposizioni per tentare di formare un nuovo governo; quindi, per il governo resterebbe il problema di come comportarsi di fronte all'imposizione del parlamento. Un'altra possibilità è quella di modificare a maggioranza semplice del Fixed Term Parliament Act, in modo da autorizzare, limitatamente a questo caso particolare, lo scioglimento della Camera dei Comuni. Quest'ultima scelta, però, sembra rischiosa per un governo che non ha più la maggioranza parlamentare.

- A questo punto, bisognerebbe concludere che le elezioni anticipate, comunque inevitabili, saranno associate a una (breve) proroga dell'art. 50. Tuttavia, **il primo ministro è stato netto nell'affermare che non chiederà mai una proroga, e che piuttosto potrebbe dimettersi**; in tal caso, toccherebbe al nuovo primo ministro (plausibilmente Corbyn) firmare la richiesta – ammesso che sia possibile formare un governo alternativo. Qualche analista politico sostiene che **il governo potrebbe addirittura decidere di assumersi il rischio di non rispettare la legge votata dal parlamento**, il che rappresenterebbe però un ulteriore picconata alla credibilità già in crisi del sistema di governo del Paese.
- In caso di proroga dell'art. 50, il voto anticipato sarà una sorta di referendum sulla Brexit, con un partito conservatore radicalizzato che punterebbe a riconquistare i voti emigrati verso il Brexit Party per compattare la propria maggioranza. In caso di vittoria, che alla luce dei sondaggi appare lo scenario più probabile, l'uscita alla nuova scadenza (fine gennaio 2020?), quasi certamente senza accordo, diverrebbe una certezza. Ma se invece il partito conservatore non riuscisse a conseguire la maggioranza, l'impasse potrebbe riproporsi.
- En passant, con il passare del tempo lo scenario di uscita senza accordo è destinato a perdere almeno una parte della sua aura di terrore. Come nota la Bank of England nella [lettera inviata al Tesoro](#) il 3 settembre, i preparativi in corso nel settore pubblico e nel settore privato ridimensionano i rischi di paralisi del commercio internazionale. Inoltre, l'87% delle merci importate non sarà soggetto a dazi, secondo quanto annunciato dal governo nel marzo 2019. Quindi, anche la Bank of England riconosce che il *worst case* attuale sarebbe meno severo rispetto alle ipotesi di un anno fa. Tuttavia, anche così la simulazione produce una riduzione del PIL britannico di 5,5% rispetto allo scenario base.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il focus sarà sulla riunione della BCE, che dovrebbe annunciare una revisione delle sue previsioni macroeconomiche e, in connessione a quest'ultima, un nuovo "pacchetto" di misure espansive. I dati sulla produzione industriale di luglio sono attesi mostrare un moderato recupero in Francia e Italia, dopo il calo del mese precedente, e una stagnazione per la media dell'eurozona (su cui pesa la flessione registrata in Germania).

La settimana ha diversi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Alla luce della debolezza del settore manifatturiero, il contributo dei consumi alla crescita diventa sempre più rilevante: perciò le vendite al dettaglio di agosto saranno il focus principale, con una previsione di aumento di 0,3% m/m, dopo diversi mesi molto solidi. Sul fronte dell'inflazione, il CPI core dovrebbe essere in aumento di 0,2% m/m, confermando la moderata ripresa della dinamica inflazionistica dopo l'indebolimento di inizio anno. Anche le indagini di fiducia saranno rilevanti: quella dei consumatori dell'Univ. of Michigan, che ad agosto ha segnato un ampio calo sulla scia di timori per gli effetti dei dazi, è attesa in modesto miglioramento, e quella delle piccole imprese, prevista in calo.

Lunedì 9 settembre

Area euro

- **Italia.** Il nuovo governo Conte si presenta alla Camera per ottenere la fiducia ed entrare nella pienezza dei poteri. Il voto non dovrebbe presentare criticità. Nel suo discorso il Presidente del Consiglio potrebbe fornire maggiori dettagli in merito ai principali punti programmatici del suo esecutivo.

Martedì 10 settembre

Area euro

- **Francia.** La **produzione industriale** è attesa in moderato recupero a luglio (+0,5% m/m), dopo il deciso calo di giugno (-2,2% m/m). Su base annua, l'output salirebbe a +0,3%, dopo la stagnazione registrata il mese precedente. Nel trimestre estivo la produzione sarebbe comunque in rotta per una flessione (-0,4% t/t, dopo il +0,3% dei mesi primaverili), il che segnala un possibile rallentamento del PIL (in particolare nella componente investimenti) dopo lo 0,3% t/t della prima metà dell'anno.
- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa in recupero a luglio, stimiamo di due decimi su base congiunturale ovvero esattamente quanto perso il mese precedente. È atteso un contributo positivo dalla componente energetica. Su base annua, l'output è visto in aumento di +1% (rettificato per gli effetti di calendario), da -1,2% di giugno. Sarebbe la crescita tendenziale più alta da settembre dell'anno scorso. Tuttavia, gli indici di fiducia delle imprese nel settore manifatturiero ancora non segnalano una chiara svolta espansiva nel comparto.

Stati Uniti

- L'indice di **fiducia delle piccole imprese** compilato dalla National Federation of Independent Business, ad agosto, è previsto in calo a 103 da 104,7 di luglio. La fiducia resta su livelli elevati, ma l'escalation della guerra dei dazi dovrebbe influenzare il tono dell'indagine.

Mercoledì 11 settembre

Area euro

- **Spagna.** La **produzione industriale** è prevista in marginale rialzo (0,1%) a luglio, dopo il calo di -0,2% segnalato il mese prima. In luglio l'indice di produzione dell'indagine PMI è risalito da 47,4 a 48,0, pur restando su livelli potenzialmente coerenti con una contrazione dell'attività manifatturiera, e anche la fiducia delle imprese industriali è migliorata da -4,8 a -3,0, con le imprese neutrali sull'andamento recente. La variazione tendenziale calcolata sull'indice rettificato dovrebbe risultare in crescita di 0,2% rispetto a un anno prima. Il secondo trimestre si è chiuso con una solida variazione positiva (+0,9% t/t), ma un rallentamento è probabile nel terzo trimestre.

Stati Uniti

- Il **PPI** ad agosto dovrebbe essere in rialzo di 0,1% m/m, con un freno dai prezzi energetici. L'indice core è atteso in aumento di 0,2% m/m, dopo -0,1% m/m a luglio, sulla scia di rialzi dei prezzi dei servizi a fronte di debolezza dei prezzi dei beni, dovuta anche al rafforzamento del dollaro.

Giovedì 12 settembre

Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** di luglio si preannuncia ancora debole. Malgrado il rimbalzo già comunicato per Irlanda e Portogallo, stimiamo che l'andamento delle maggiori economie dell'area porti a una variazione mensile nulla o marginalmente negativa, dopo la contrazione di -1,6% di giugno, soprattutto per via della flessione registrata in Germania. Un contributo positivo potrebbe arrivare dalle utilities. L'indice di produzione dell'indagine PMI è calato ulteriormente in giugno e luglio fino a 46,9, rimbalzando soltanto in agosto.
- **Area euro.** Il **consiglio direttivo della BCE** dovrebbe annunciare una revisione delle sue previsioni macroeconomiche e, in connessione a quest'ultima, un nuovo "pacchetto" di misure espansive. La mancanza di segnali di riaccelerazione significa che lo scenario di medio termine per l'inflazione continuerà a restare al di sotto dell'obiettivo; ciò rende inevitabile l'annuncio di nuove misure di stimolo, come segnalato dal consiglio. Come minimo, il tasso sui depositi dovrebbe essere tagliato di 20pb, a -0,6%; invece non ci aspettiamo modifiche al tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento, che rimarrebbe così a zero. Non è chiaro quali altre misure godano di sufficiente consenso per essere approvate già il 12 settembre: nelle ultime settimane è emerso che diversi membri del consiglio, incluso almeno un membro del comitato esecutivo (Lautenschläger) non sono d'accordo a riavviare gli acquisti netti dell'APP in assenza di rischi di deflazione. Weidmann (Bundesbank) è stato anche molto esplicito nel segnalare la propria opposizione anche a un allentamento preventivo dei vincoli dell'APP. Altre misure meno controverse che potrebbero entrare nel pacchetto sono modifiche alle condizioni delle TLTRO III, per renderle più appetibili, e nuove modifiche alla *forward guidance* sui tassi ufficiali, che ora prevede un *easing bias* fino a metà 2020. Una revisione al rialzo dell'obiettivo di inflazione sarebbe poco credibile in un contesto in cui la banca centrale non riesce neppure ad avvicinare l'obiettivo attuale.
- **Germania.** Le **letture finali dei tassi di inflazione CPI e armonizzato** dovrebbero confermare un calo più sostenuto dell'inflazione ad agosto di quanto atteso, in linea con i dati preliminari pubblicati due settimane fa. Nel corso del mese, i prezzi sono calati dello 0,2% secondo la misura nazionale and dello 0,1% in termini armonizzati UE. Ciò ha determinato un calo dell'indice di inflazione headline su base annua all'1,4% a/a ad agosti, da 1,7% a luglio. L'inflazione armonizzata in termini annui è scesa all'1,0% ad agosto da 1,1% a luglio, ben al di sotto dell'obiettivo della BCE per l'Eurozona. La notevole differenza tra la misura secondo la metodologia UE e quella nazionale utilizzata per il calcolo dell'inflazione annua è dovuta al diverso peso assegnato ai pacchetti vacanza dalla metodologia UE a partire dal 2019.

- **Italia. I dati trimestrali sul mercato del lavoro** dovrebbero evidenziare una diminuzione del tasso di disoccupazione al 9,9% nei mesi primaverili (il dato del trimestre invernale potrebbe essere rivisto al ribasso di un decimo al 10,3%). Anche la disoccupazione giovanile dovrebbe essersi ridotta, a 29,2% da 31,2% precedente. Nel trimestre il calo del tasso dei senza-lavoro è stato guidato da un aumento degli occupati (+0,5% t/t), a fronte di una forza lavoro in crescita di appena un decimo. Sulla base dei dati mensili, il tasso di disoccupazione ha toccato a giugno un minimo da 7 anni e mezzo, a 9,8%, per poi risalire a 9,9% a luglio. Pensiamo però che la tendenza al calo potrebbe interrompersi nei prossimi mesi, per via della sostanziale stagnazione del ciclo economico.

Stati Uniti

- Il **CPI** ad agosto è previsto in aumento di 0,1% m/m, con un calo del prezzo della benzina. La variazione dell'indice core dovrebbe essere di 0,2% m/m, dopo due rialzi consecutivi di 0,3% m/m a giugno e luglio; l'inflazione core annua dovrebbe portarsi a 2,3%. Recentemente, la dinamica dei prezzi core è risalita, tornando a variazioni mensili intorno a 0,2%, e segnala che il rallentamento di inizio anno è probabilmente transitorio, come atteso. Diverse misure di prezzi core (medie troncate del deflatore e del CPI core, *sticky price index*) restano su livelli compresi fra 2 e 2,2%, con indicazioni di modesto trend verso l'alto. Anche il deflatore core, unica misura che resta ben al di sotto del 2% (1,6% a luglio) è in risalita e dovrebbe riportarsi intorno al 2% a inizio 2020. Nonostante la preoccupazione per la debolezza dei prezzi espressa da alcuni partecipanti al FOMC, il sentiero atteso dell'inflazione non dovrebbe di per sé giustificare ulteriore stimolo monetario.

Venerdì 13 settembre

Stati Uniti

- I **prezzi all'import** sono attesi in rialzo di 0,1% m/m, dopo +0,2% m/m di luglio.
- Le **vendite al dettaglio** ad agosto dovrebbero rallentare, con un incremento di 0,3% m/m, dopo lo 0,7% m/m di luglio. Anche le vendite al netto delle auto sono attese in rialzo di 0,2% m/m. I consumi nel 3° trimestre sono previsti in crescita solida (3% t/t ann.), anche se in fisiologico rallentamento dopo +4,7% t/t ann. della primavera.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a settembre (prel.) dovrebbe recuperare, risalendo a 94,5, dopo l'ampio calo di agosto a 89,8 sulla scia dei timori collegati all'introduzione dei nuovi dazi contro la Cina.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (9 – 13.09)									
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	9/9	01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T2	prel 1.8	%	1.3
		01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.4	%	0.3
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		lug	18.1	Mld €	
		10:30	GB	Produzione industriale m/m	*	lug	-0.1	%	-0.1
		10:30	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		lug	-0.186	Mld £	
		10:30	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		lug	-7.01	Mld £	
Mar	10/9	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	lug	-2.3	%	0.5
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	lug	-0.2	%	0.2
		10:30	GB	Tasso di disoccupazione ILO		lug	3.9	%	3.9
		10:30	GB	Retribuzioni medie		lug	3.7	%	3.7
Mer	11/9	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		lug	1.8	%	0.1
		14:30	USA	PPI m/m		ago	0.2	%	0.1
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ago	-0.1	%	0.2
Gio	12/9	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		lug	13.9	%	-9.9
		08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	ago	prel -0.2	%	-0.2
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ago	prel -0.1	%	-0.1
		08:00	GER	IPCA a/a finale		ago	prel 1.0	%	1.0
		08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		ago	prel 1.4	%	1.4
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		ago	prel 1.3	%	1.2
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ago	-0.2	%	
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.5	%	0.5
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	lug	-1.6	%	0.1
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	217	x1000	
		14:30	USA	CPI m/m	*	ago	0.3	%	0.1
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ago	2.2	%	2.3
		14:30	USA	CPI a/a		ago	1.8	%	1.8
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ago	0.3	%	0.2
Ven	13/9	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		lug	prel 1.3	%	
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		ago	prel 0.5	%	0.4
		11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T2	2.4	%	
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		ago	0.2	%	-0.4
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ago	0.7	%	0.3
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ago	1.0	%	0.3
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		lug	0.0	%	0.1
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		set	89.8		94.0

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 (9 – 13.09)				
Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun	9/9	GB		Discorso di Vlieghe (BoE)
Gio	12/9	13:45	**	BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0.0%, depo rate da -0.40% a -0.60%)
		14:30	**	Conferenza stampa di Draghi (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

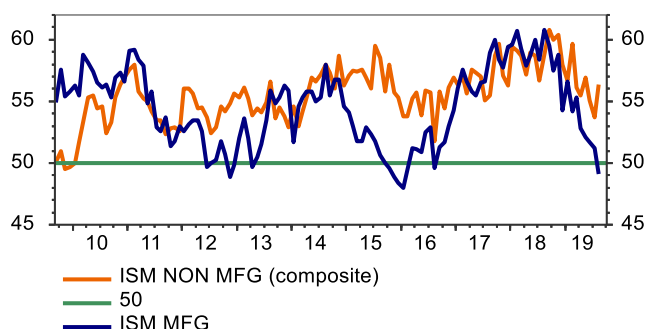
Stati Uniti						
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Indice ISM manifatturiero	ago	51.2		51.1	49.1	
Spesa in costruzioni	lug	-0.7	(-1.3) %	0.3	0.1	
Bilancia commerciale	lug	-55.5	(-55.2) Mld \$	-53.5	-54.0	
Nuovi occupati: stima ADP	ago	+142	(156) x1000	149	195	
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T2	2.3	%	2.2	2.3	
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T2	2.4	%	2.5	2.6	
Ordinativi industriali m/m	lug	0.5	(0.6) %	1.0	1.4	
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	lug	2.1	%		2.0	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	lug	-0.4	%		-0.4	
Indice ISM non manifatturiero composito	ago	53.7		54.0	56.4	
Tasso di disoccupazione	ago	3.7	%	3.7	3.7	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ago	+159	(164) x1000	158	+130	
Salari orari m/m	ago	0.3	%	0.3	+0.4	

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

L'ISM manifatturiero è tornato al di sotto di 50 per la prima volta da metà 2016, scendendo ad agosto a 49,1 da 51,2 di luglio. L'intera indagine segnala contrazione, particolarmente marcata per gli ordini, in calo a 47,2 da 50,8, trainati verso il basso dal crollo degli ordini dall'estero (a 43,3 da 48,1). Anche le altre componenti sono sotto la soglia di 50: produzione a 49,5 da 50,8, occupazione a 47,4 da 51,7, ordini inevasi a 46,3, importazioni a 46 e prezzi pagati a 46. L'indagine segnala contrazione della domanda delle imprese (ordini) e dell'utilizzo delle risorse (produzione e occupazione), in linea con calo degli input (consegne, scorte, importazioni). L'aggiustamento delle scorte a fronte dei nuovi ordini indica che le imprese stanno rispondendo all'indebolimento della domanda in tempi rapidi, e che in caso di miglioramento/stabilizzazione ci potrebbe essere una ripresa dell'attività. Le imprese riportano che la preoccupazione maggiore è la politica commerciale, mentre si attivano a spostare la loro catena produttiva via dalla Cina. In generale, i commenti dei partecipanti all'indagine sono misti, con alcuni settori che registrano rallentamento e altri che indicano stabilizzazione. Secondo il Direttore dell'indagine, un livello dell'indice a 49,1 in base alla relazione con il PIL è associato a crescita dell'1,8%.

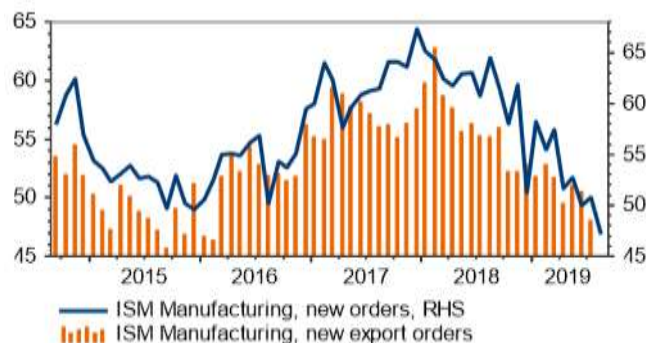
La correzione dell'ISM manifatturiero sotto 50 non è di per sé indice di recessione, come evidente dal grafico qui sotto, dato che il settore dei servizi resta in territorio espansivo. Il segnale preoccupante è la sincronizzazione globale del calo di attività nel manifatturiero e il rischio che anche i servizi possano rallentare, sulla scia dell'incertezza collegata alla guerra dei dazi. Il dato dell'ISM dà ulteriore supporto (di cui comunque non c'era bisogno) per la previsione di un taglio dei fed funds alla riunione del FOMC di settembre, e mette le basi per prevedere un possibile ulteriore taglio nel corso dell'autunno, per contrastare l'escalation di tensioni commerciali e l'omogeneità dei segnali deboli per la domanda globale. Rimaniamo dell'opinione che lo stimolo monetario sarà quasi del tutto inefficace per sostenere la domanda di investimenti e potrebbe aumentare i rischi di bolle sui mercati obbligazionari. Tuttavia, la Fed di fronte a indicazioni di rallentamento, a nostro avviso, è disposta a dare stimolo con gli strumenti disponibili (anche se poco efficaci).

L'ISM manifatturiero scende sotto 50 ad agosto e aumenta i segnali di rallentamento, ma il non manifatturiero migliora



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Ordini in contrazione, sulla scia del crollo degli ordini dall'estero



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

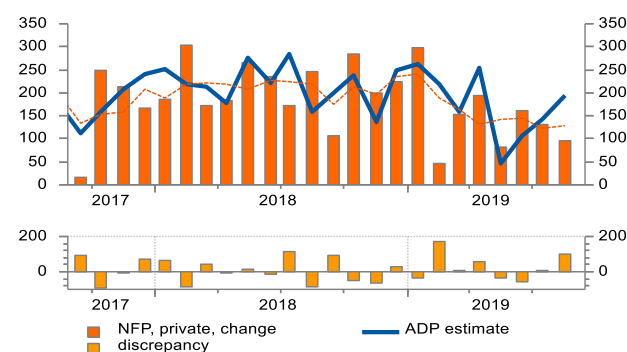
L'ISM non-manifatturiero aumenta a 56,4 ad agosto da 53,7 di luglio, dando un segnale incoraggiante per la prosecuzione della ripresa. Lo spaccato dell'indagine è decisamente positivo: attività a 61,5 da 53,1, ordini a 60,3 da 54,1, nonostante un calo dell'indice degli ordini esteri a 50,5 da 53,5. La componente occupazione corregge a 53,1 da 56,2, ma continua a segnalare espansione. Fra i settori, solo il commercio all'ingrosso riporta contrazione dell'attività. I commenti delle imprese sono generalmente positivi, con indicazioni ottimistiche per lo scenario del 4° trimestre, anche se vengono segnalati effetti negativi dalla guerra dei dazi. Il messaggio dell'indagine è di proseguimento dell'espansione a ritmi solidi in diversi settori e moderati in gran parte degli altri. Secondo l'ISM, un livello dell'indice non-manifatturiero a 56,4 è associato con una crescita del PIL di 2,7%. I dati limitano la portata negativa del passaggio dell'indice manifatturiero a 49,1 ad agosto.

L'ISM non manifatturiero in ripresa ad agosto ridimensiona i timori causati dal calo del manifatturiero sotto 50



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Anche il risultato della stima ADP dei nuovi occupati è incoraggiante



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

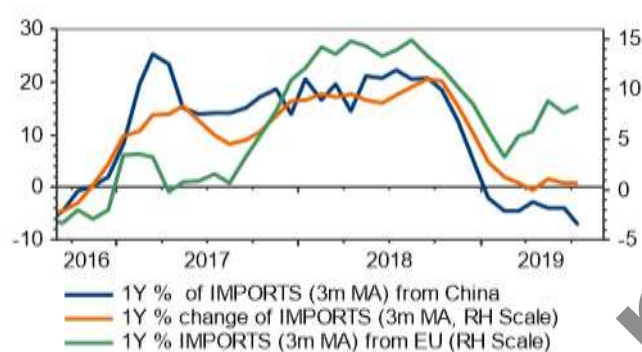
La stima **ADP degli occupati non-agricoli privati** ad agosto registra un aumento di 195 mila, al di sopra delle aspettative di consenso per un rialzo di 149 mila. Gli occupati sono stimati in crescita in tutte le dimensioni di impresa. I servizi creano 184 mila posti, con aumenti solidi nei servizi alle imprese, in sanità e istruzione, nei trasporti e nell'ospitalità. Nell'industria, si riporta una variazione di 11 mila posti, positiva sia per le costruzioni (+6 mila) sia per il manifatturiero (+6 mila), mentre l'estrattivo è in flessione (-2 mila).

I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 31 agosto sono poco variati, a 217 mila da 216 mila della settimana precedente, e non danno indicazioni di svolta ciclica.

La **spesa in costruzioni** a luglio aumenta di 0,1% m/m, mentre il dato di giugno è rivisto verso l'alto a -0,7% m/m da -1,3% m/m. I dati segnalano un modesto miglioramento per la spesa residenziale, con indicazioni per una ripresa degli investimenti residenziali nel 3° trimestre.

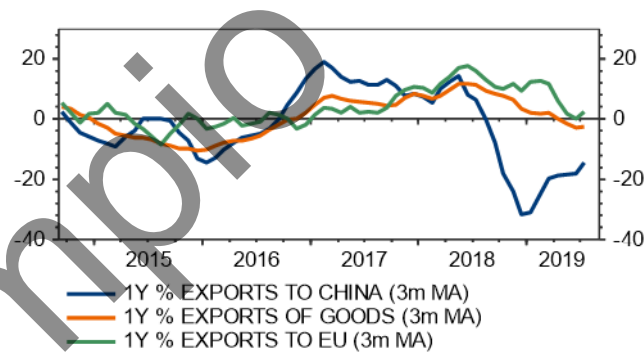
La **bilancia commerciale** a luglio registra una chiusura del deficit a -54 mld di dollari da -55,5 mld di giugno, con un aumento di 0,6% m/m delle esportazioni e un calo di -0,1% m/m delle importazioni. I dati disponibili indicano che probabilmente le esportazioni nette daranno un contributo marginalmente negativo alla crescita complessiva del 3° trimestre. Nonostante la guerra dei dazi di Trump, il deficit complessivo nell'ultimo anno si è ulteriormente allargato: alla riduzione di quello con la Cina si è, infatti, accompagnato un aumento del disavanzo con altri paesi (Vietnam, Messico, UE), dovuto in parte a "trans-shipping" e in parte a un aggiustamento della catena produttiva.

La guerra dei dazi ha spostato i flussi commerciali dalla Cina...



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

...ad altre aree, fra cui l'UE



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

L'**employment report** ad agosto dà indicazioni positive sul mercato del lavoro, anche se meno brillanti di quanto atteso dal consenso. Gli **occupati non agricoli** aumentano di 130mila, dopo 159 mila a luglio (rivisto da 164 mila). I dati dei due mesi precedenti sono rivisti complessivamente verso il basso di -20 mila unità. La variazione mensile media da inizio anno, a 158 mila, conferma che la **dinamica occupazionale sta rallentando** rispetto al 2018 (media mensile: +224 mila), pur restando al di sopra della crescita media della forza lavoro.

Il **settore privato** crea 96 mila posti in rallentamento da +148 mila di luglio. La disaggregazione fra settori registra crescita diffusa, ma più debole in diversi sotto-settori. Nei servizi privati, i nuovi occupati sono 84 mila, con variazioni moderate per sanità e istruzione (48 mila), servizi alle imprese (37 mila), ospitalità e ricreazione (+12 mila); il commercio al dettaglio elimina 11 mila posizioni. Nell'industria, le costruzioni sono positive (+14 mila), e il manifatturiero sorprende verso l'alto con un aumento di 3 mila (dopo +4 mila a luglio, rivisto da +16 mila); l'estrattivo invece registra un calo di -5 mila. Nel **settore pubblico** l'occupazione aumenta di 34 mila unità, sulla scia di una variazione di 28 mila per il governo federale, spinta da 25 mila assunzioni temporanee per attività collegate al censimento.

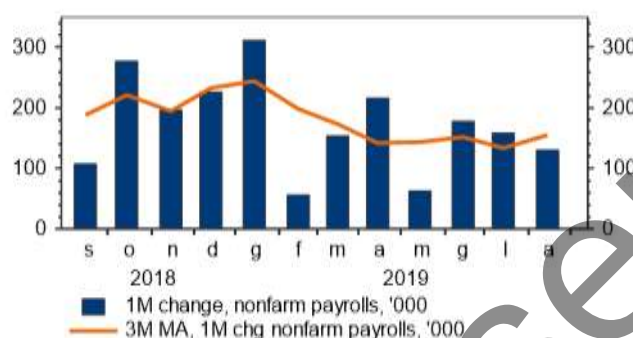
L'**indagine presso le famiglie** rileva un incremento di occupazione di 590 mila (media a 3 mesi, +373 mila). La **forza lavoro** è in rialzo di 571 mila (media a 3 mesi, +425 mila).

Il **tasso di partecipazione** è in netto rialzo a 63,2%, da 63% di luglio, tornando sul massimo da inizio 2019. Il tasso di **disoccupazione** è invariato a 3,7% per il terzo mese consecutivo e si mantiene in un intervallo circoscritto fra 3,6 e 3,8% da febbraio, sempre al di sotto del tasso di più lungo termine stimato dal FOMC a 4,2%.

I **salari orari** accelerano, con un aumento di 0,4% m/m (3,2% a/a), confermando che la scarsità di manodopera si sta trasferendo sulle retribuzioni. Le ore lavorate sono in rialzo di 0,3% m/m, con una variazione sostenuta nel manifatturiero (+0,5% m/m).

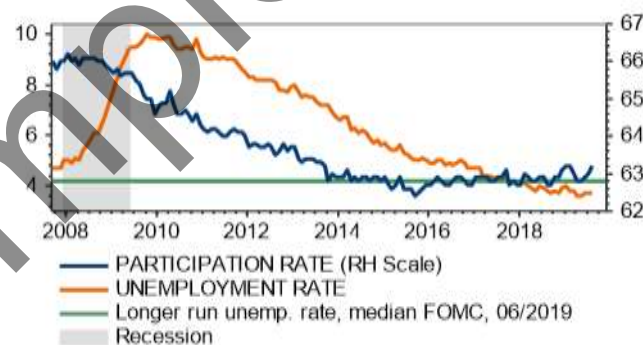
I dati confermano il **quadro positivo** del mercato del lavoro, con un sostegno solido per i fondamentali dei consumi. I **punti rilevanti da registrare sono complessivamente positivi**: aumento della partecipazione, incrementi occupazionali al di sopra della media di più lungo termine della forza lavoro, accelerazione della dinamica salariale, variazione positiva delle ore lavorate, in particolare nel manifatturiero. La crescita dell'occupazione dovrebbe proseguire nei prossimi trimestri, pur rallentando verso ritmi compresi fra 100 e 150 mila nuovi occupati al mese, più adeguati a una crescita del PIL vicina al 2% e della forza lavoro intorno allo 0,5% a/a. Nel complesso, le informazioni congiunturali sono in linea con il proseguimento della ripresa, nonostante la guerra dei dazi e l'aumento dell'incertezza sulla politica commerciale, ma questo non modifica la *stance* espansiva adottata dal FOMC e la volontà della Fed di agire con tagli dei tassi preventivi.

La crescita occupazionale rallenta, ma resta superiore a quella della forza lavoro



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Tasso di disoccupazione sui livelli di fine anni '60, al di sotto del livello di più lungo termine



Fonte: Thomson Reuters Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	ago	49.5		49.3
Consumi delle famiglie a/a	lug	2.7	% 1.1	+0.8

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

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Retribuzioni medie	mag	3.2	% 3.1	3.4
PMI servizi	ago	51.4	51.0	50.6

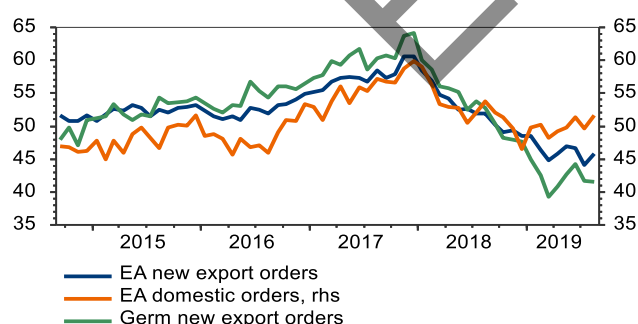
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Bloomberg

Area euro							
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Occupazione t/t	T2	0.4	(0.2)	%	0.2	0.2
EUR	PIL a/a finale	T2	1.3	(1.1)	%	1.1	1.2
EUR	PIL t/t finale	T2	0.2		%	0.2	0.2
EUR	PMI composito finale	ago	51.8			51.8	51.9
EUR	PMI manifatturiero finale	ago	47.0			47.0	47.0
EUR	PMI servizi finale	ago	53.4			53.4	53.5
EUR	PPI a/a	lug	0.7		%	0.2	0.2
EUR	Vendite al dettaglio m/m	lug	1.2	(1.1)	%	-0.6	-0.6
FRA	PMI manifatturiero finale	ago	51.0			51.0	51.1
FRA	PMI servizi finale	ago	53.3			53.3	53.4
GER	Ordini all'industria m/m	lug	2.7	(2.5)	%	-1.5	-2.7
GER	PMI manifatturiero finale	ago	43.6			43.6	43.5
GER	PMI servizi finale	ago	54.4			54.4	54.8
GER	Produzione industriale m/m	lug	-1.1	(-1.5)	%	0.3	-0.6
ITA	PMI manifatturiero	ago	48.5			48.5	48.7
ITA	PMI servizi	ago	51.7			51.6	50.6
ITA	Vendite al dettaglio a/a	lug	1.30		%		2.6

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

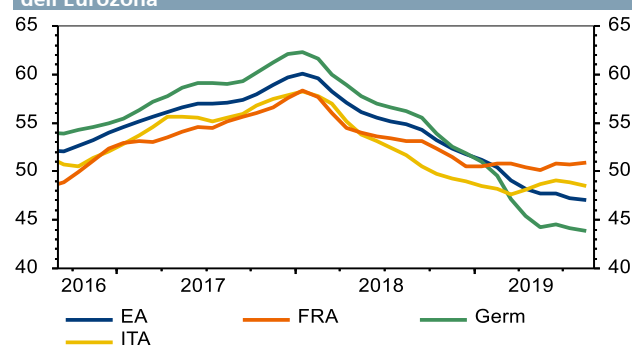
Area euro. Il PMI manifatturiero si è collocato in agosto a **47,0**, in rialzo di 0,5 punti da luglio. Il miglioramento, già anticipato dalla stima flash, riflette **miglioramenti soprattutto degli ordini esteri** e della produzione, per quanto ambedue restino in area di contrazione. Il miglioramento è stato marginale in Italia (da 48,5 a 48,7) e modesto in Spagna (da 48,2 a 48,8). La situazione del comparto manifatturiero tedesco si conferma peggiore rispetto alle altre grandi economie dell'area, mentre la Francia continua a registrare la migliore performance: il PMI manifatturiero è balzato da 49,7 a 51,1, con miglioramenti degli ordinativi totali (+1,9 punti a 51,65) ed esteri (+1,6 punti a 50,63). Un altro paese che registra ancora espansione del settore manifatturiero è l'Olanda, con il PMI a 51,6. Tuttavia, anche se i nuovi ordini crescono, diversamente che in Francia il libro ordini registra un diffuso calo (45,22), il che potrebbe indicare che la crescita non è al momento sostenibile.

Eurozona: ordinativi in moderata ripresa, ma non in Germania



Fonte: IHS Markit

PMI manifatturiero: confronto fra le maggiori economie dell'Eurozona



Fonte: IHS Markit

Area euro. PMI servizi e composito di agosto sono stati entrambi rivisti al rialzo di un decimo, rispettivamente a 53,5 e 51,9 (in entrambi i casi in recupero rispetto al mese scorso, da 53,2 e 51,5 rispettivamente). La revisione al rialzo è più significativa per la Germania (quattro decimi in più nei servizi) che per la Francia. La prima lettura dei PMI servizi per Italia e Spagna ha mostrato per il nostro Paese un calo a 50,6 da 51,7 di luglio (circa in linea con l'indagine Istat) e nel caso iberico viceversa un recupero a 54,3 da 52,6 precedente. Il livello degli indici è ancora coerente con una crescita del PIL in area 0,2% t/t nel trimestre estivo, in linea con quanto registrato nei mesi primaverili.

Area euro. Le vendite al dettaglio sono calate di -0,6% m/m a luglio, dopo essere cresciute di ben +1,2% m/m a giugno. Si registra una diminuzione in tutti i principali gruppi di prodotti, con l'eccezione dei carburanti. La flessione è dovuta soprattutto alla Germania (-2,2% m/m), mentre le vendite sono rimaste in territorio positivo in Francia e Spagna (non è ancora disponibile il dato sull'Italia). Su base annua le vendite sono rallentate a +2,2% da +2,8% il mese precedente. Il livello della fiducia delle famiglie è coerente con un'ulteriore decelerazione del ritmo di crescita dei consumi.

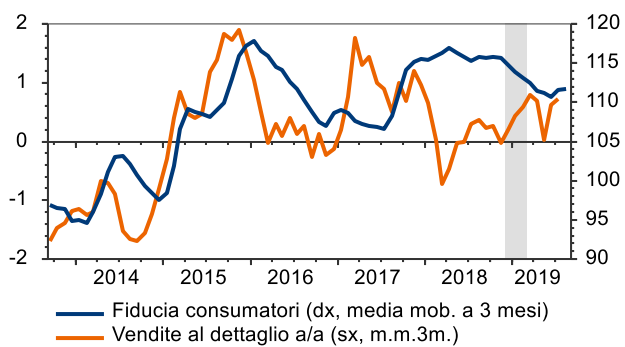
Germania. Gli ordini industriali restano molto volatili, come anche nei mesi scorsi. Dopo aver registrato una crescita sorprendentemente forte del 2,7% m/m a giugno (rivisto da 2,5% m/m), in netto contrasto con le indicazioni delle indagini congiunturali, a luglio gli ordini sono calati di -2,7% m/m. La flessione della componente estera (-4,2% m/m) segue un dato solido a giugno (+5,2% m/m) ed evidenzia un andamento positivo per gli ordini dall'area euro (+0,3% m/m). Invece la variazione degli ordini domestici, anche se più contenuta (-0,5% m/m), segna il secondo calo consecutivo (-0,9% m/m a giugno). Gli ordini sono deboli per tutte le tipologie di beni. Le indagini presso le imprese segnalano molto chiaramente la debolezza degli ordini. L'indagine PMI ha segnalato a luglio il calo più marcato degli ordini esteri dal 2009.

Germania. La produzione industriale ha registrato un altro calo mensile di -0,6% a luglio dopo l'1,1% m/m di giugno, un decimo sotto la nostra pur prudente previsione, che era ben al di sotto del consenso del mercato (+0,3% m/m). Le tendenze del mese precedente sono rimaste invariate. La produzione manifatturiera ha registrato un altro calo -0,6% m/m, la produzione energetica di -1,3% m/m, mentre le costruzioni hanno continuato a crescere (+0,2% m/m). Per quanto riguarda la tendenza annuale, la debolezza della produzione è ben diffusa tra i singoli settori, ma più spiccata per l'industria automobilistica e la chimica. Nel corso dell'anno, la produzione industriale complessiva è diminuita del 4,2% a luglio. L'attività reale ha quindi aperto il 3° trimestre su una nota ancora debole. Nel terzo trimestre, prevediamo che l'industria sottrarrà 0,5% dalla crescita complessiva del PIL su base trimestrale. La crescita dei servizi molto probabilmente non compenserà completamente tale diminuzione.

Germania. Il dato finale del PMI ha rivisto gli indici preliminari di agosto pubblicati due settimane fa. L'indice PMI manifatturiero è stato rivisto al ribasso di un decimo a 43,5 punti, tre decimi in più rispetto a luglio. Ad ogni modo, il valore rivisto indica ancora una contrazione prolungata nell'industria tedesca. Il PMI dei servizi è stato rivisto di 4 decimi, il che significa che l'indice è rimbalzato ad agosto a 54,8 dopo essere scivolato a 54,5 a luglio. Di conseguenza, l'indice composito è stato rivisto al rialzo di tre decimi a 51,7, otto decimi in più rispetto a luglio.

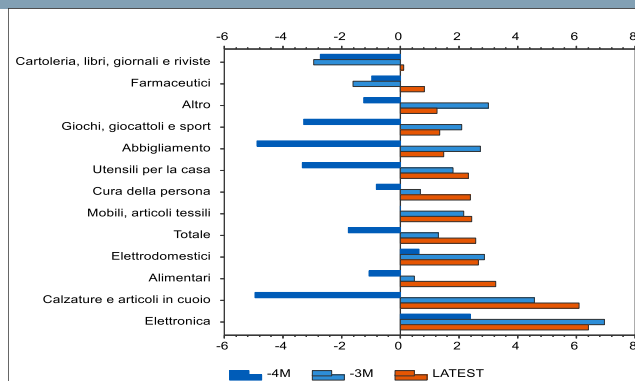
Italia. Le vendite al dettaglio sono tornate a calare a luglio, di -0,5% m/m in valore e -0,7% m/m in volume (dopo il balzo di +1,9% e +2% m/m rispettivamente a giugno). La variazione tendenziale è comunque salita a +2,6% da +1,3% precedente (in valore). Si conferma la maggiore vivacità della grande distribuzione rispetto alle imprese operanti su piccole superfici (+3,3% vs +0,9% a/a), in particolare dei discount di alimentari (+7,2% a/a); accelera il commercio elettronico (+23,2% a/a). Il progresso su base annua si estende a tutte le tipologie di prodotti: restano trainanti le dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia (+6,4%) e le calzature, articoli in cuoio e da viaggio (+6,1%), mentre all'estremo opposto risulta poco più che stagnante il gruppo della cartoleria, libri, giornali e riviste (+0,1%). Nel trimestre estivo, le vendite sono in rotta per una crescita di 0,6% t/t in valore e 0,4% t/t in volume, da 0,2% t/t dei mesi primaverili. Ciò suggerisce che **i consumi delle famiglie possano crescere di uno-due decimi nel trimestre in corso**, dopo la stagnazione registrata nel 2° trimestre.

Italia – Il ritmo attuale di crescita delle vendite al dettaglio è coerente con il livello della fiducia delle famiglie, e suggerisce un aumento moderato dei consumi



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

Italia – La crescita tendenziale delle vendite è estesa a tutti i gruppi di prodotti ed è guidata dall'elettronica

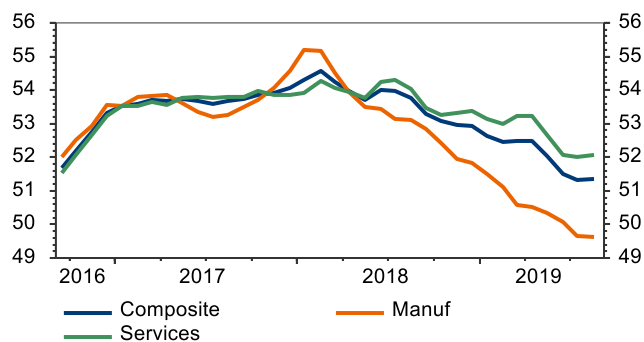


Fonte: Thomson Reuters-Datastream Charting

Esempio

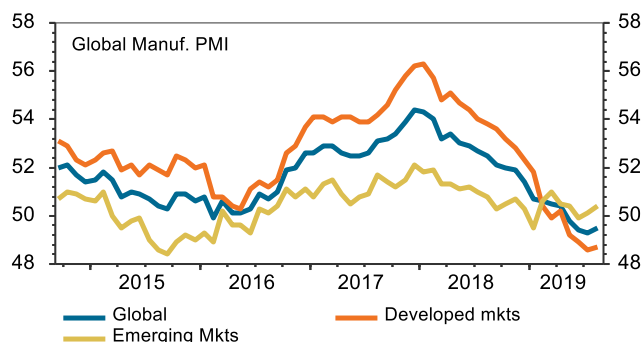
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



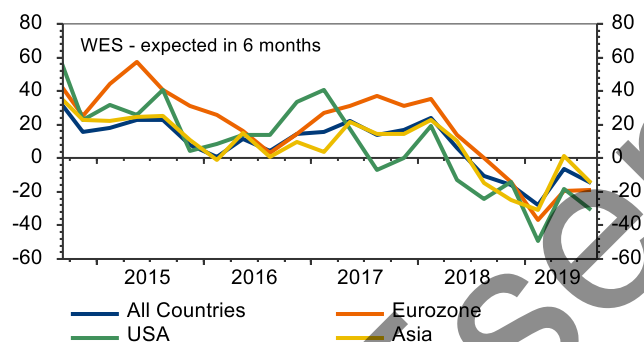
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



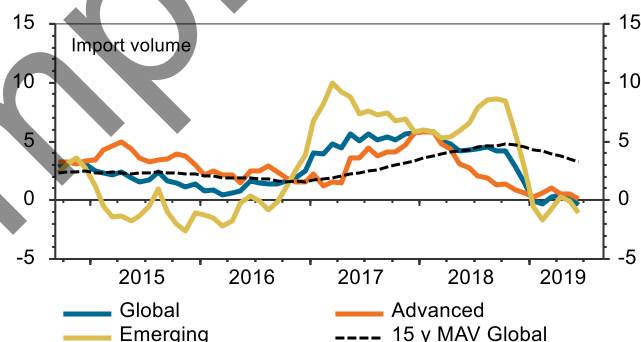
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Ifo: WES, aspettative a 6 mesi



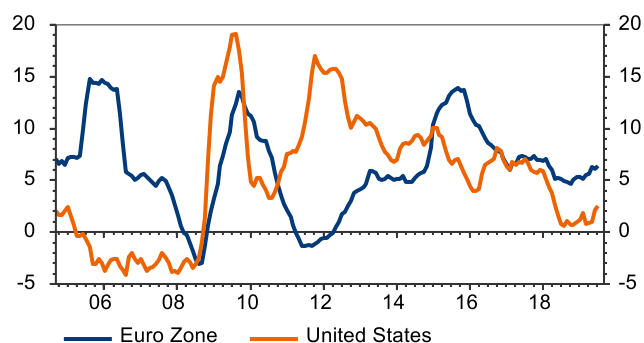
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

Andamento del commercio mondiale



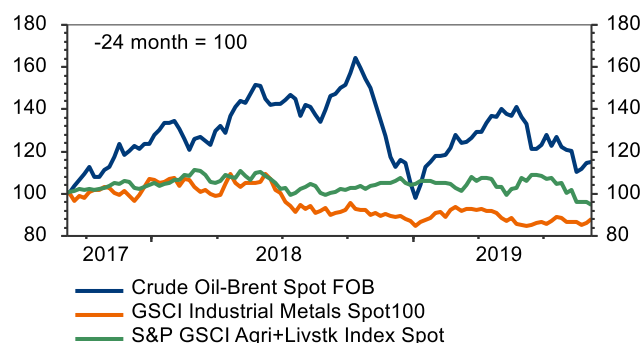
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

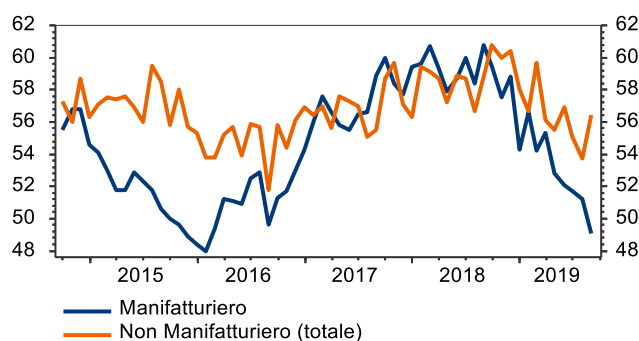
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

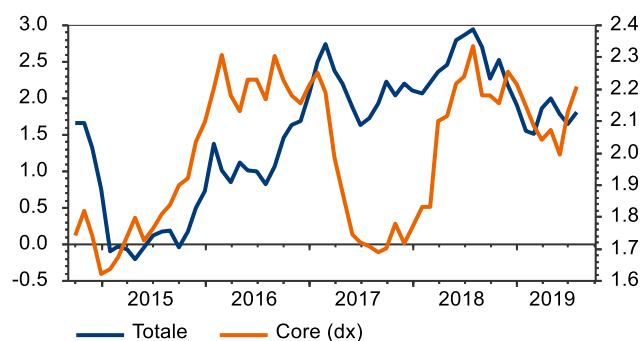
Stati Uniti

Indagini ISM



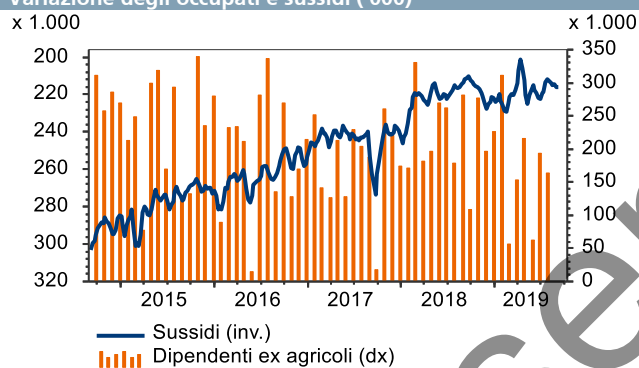
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

CPI – Var. % a/a



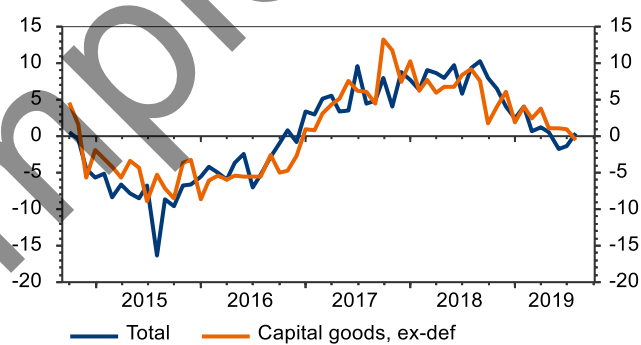
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

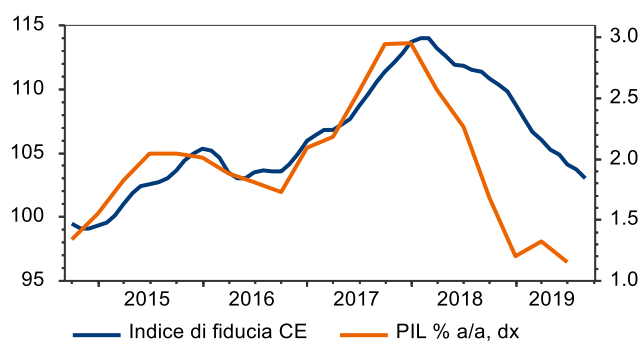
Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018 T4	2019 T1	T2	T3	T4	2020 T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.9	2.3	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	1.8	1.9	2.2	1.6	1.8	1.8	1.9	2.1	1.8	1.9
Produzione Industriale	3.9	0.7	0.8	1.0	-0.5	-0.5	0.0	0.1	0.3	0.3	0.4
Disoccupazione (%)	3.9	3.7	3.5	3.8	3.9	3.6	3.7	3.6	3.5	3.4	3.5

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

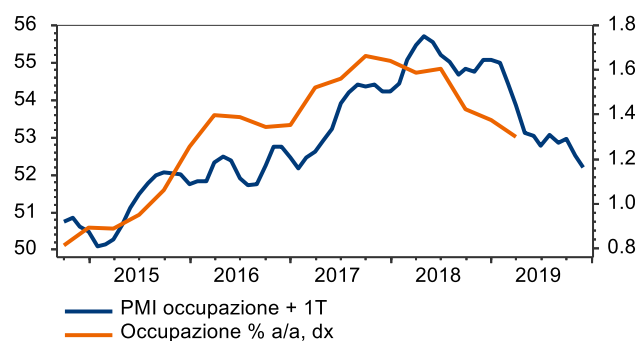
Area euro

PIL



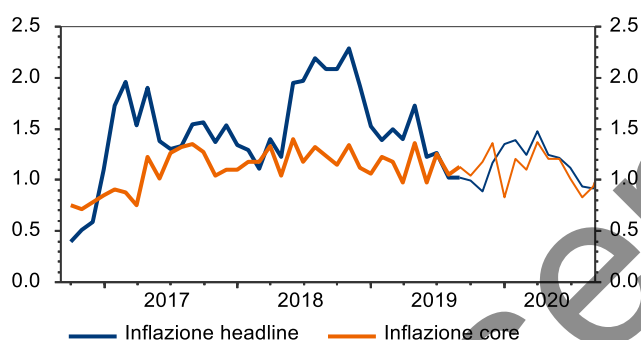
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

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

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

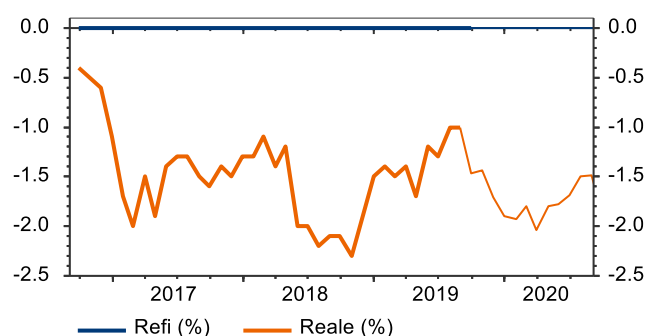
	2018	2019p	2020p	2018 T4	2019 T1	T2	T3	T4	2020 T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	1.0	0.9	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	0.7	0.8	1.0
- t/t				0.2	0.4	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.3	1.2	1.3	0.3	0.5	0.1	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.0	1.8	1.5	1.5	0.1	-0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.0	1.0	1.0	0.6	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Esportazioni	3.4	2.6	1.8	1.1	0.7	0.5	0.6	-0.1	0.5	0.6	0.6
Importazioni	2.6	2.6	3.2	1.0	0.3	-0.1	1.0	1.0	1.0	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.3	0.2	-0.5	0.0	-0.1	-0.1	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	1.1	1.4	1.2	1.1
Produzione industriale (a/a)	0.9	-1.0	0.8	-1.9	-0.5	-1.4	-1.8	-0.5	-0.3	0.5	1.4
Disoccupazione (%)	8.2	7.6	7.6	7.9	7.8	7.6	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6
Euribor 3 mesi	-0.32	-0.40	-0.56	-0.32	-0.31	-0.32	-0.42	-0.55	-0.55	-0.56	-0.57

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

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona								
	dic	mar	giu	5/9	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.47	-0.55	-0.56	-0.56
Euribor 3m	-0.31	-0.31	-0.35	-0.44	-0.47	-0.55	-0.56	-0.56

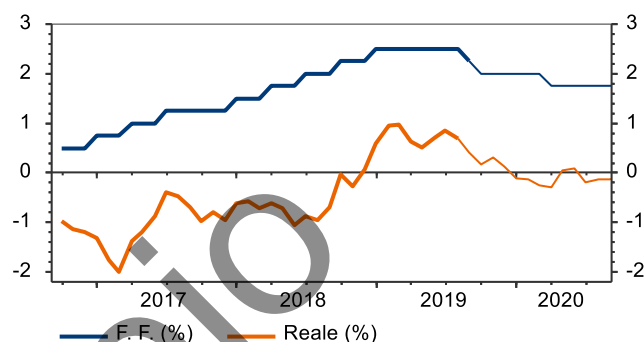
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti								
	dic	mar	giu	5/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	2.50	2.50	2.50	2.25	2.00	2.00	1.75	1.75
Libor USD 3m	2.81	2.60	2.32	2.11	2.14	1.94	1.86	1.74

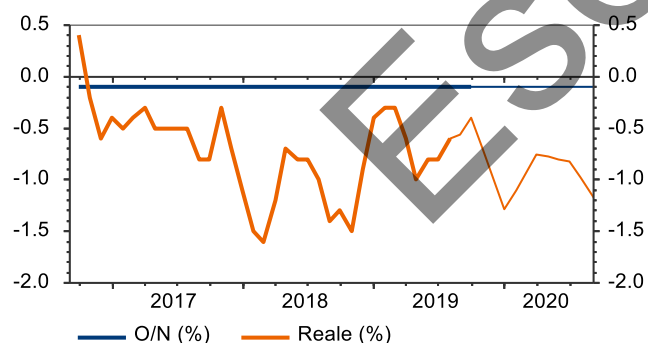
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone								
	dic	mar	giu	5/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.06	-0.07	-0.10	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

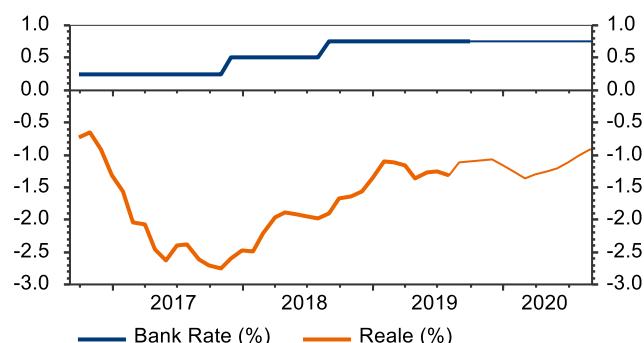
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito								
	dic	mar	giu	5/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Libor GBP 3m	0.91	0.85	0.77	0.76	0.77	0.80	0.82	0.85

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio											
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	6/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.16	1.13	1.13	1.12	1.1031	1.12	1.14	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	109	111	112	108	106	107.06	105	107	108	110	110
GBP/USD	1.31	1.29	1.32	1.27	1.22	1.2300	1.20	1.22	1.23	1.25	1.35
EUR/CHF	1.14	1.13	1.14	1.12	1.09	1.0917	1.08	1.10	1.12	1.13	1.15
EUR/JPY	130	130	126	122	119	118.11	118	122	124	129	132
EUR/GBP	0.91	0.90	0.86	0.89	0.92	0.8965	0.94	0.93	0.93	0.93	0.89

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasnpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgc_231_2001.jsp che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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