

Il punto

Le dichiarazioni di Trichet alla conferenza stampa di giovedì 10 evidenziano che la BCE non ritiene superata la fase di emergenza e che si è rassegnata a sospendere la rimozione delle misure straordinarie intrapresa a dicembre scorso.

Germania: avanti con crescente distacco

Rivediamo al rialzo di circa sette decimi le previsioni di crescita per la Germania per il biennio in corso. Il recupero più che brillante della domanda mondiale e il deprezzamento del cambio daranno impulso alla produzione già nei mesi primaverili e un forte abbrivio fino a inizio 2011. La correzione fiscale (80 miliardi di euro in quattro anni) avrà un impatto esiguo sul 2011. È probabile, quindi, che nei prossimi anni si allargherà la distanza tra la Germania e i paesi periferici, costretti a interventi più pesanti. Ma, nonostante il crescente disincanto dell'opinione pubblica, le sorti della Germania rimangono imprescindibilmente legate a quelle dell'euro.

I mercati valutari

Abbiamo rivisto al ribasso le proiezioni sull'euro. Ragione principale: la revisione al rialzo della crescita attesa USA. Attenzione però alla volatilità intra-periodale. Revisione al ribasso anche per la sterlina, che non è ancora riuscita ad esprimere il downside che sarebbe stato coerente con i fondamentali, causa l'alternarsi di sentiment negativo e positivo sulle prospettive dell'economia britannica. Invariate invece le proiezioni sullo yen, per attese di allargamento dei differenziali di tasso/rendimento anche in funzione della revisione della crescita USA. La robustezza del trend ribassista potrebbe però non essere evidente da subito.

I market mover della settimana

La settimana è piuttosto povera di dati nell'**area euro**. L'indice ZEW, primo indice di fiducia relativo al mese di giugno, dovrebbe continuare nel trend di rallentamento degli ultimi mesi sulla scia delle preoccupazioni sulla crisi del debito europeo. L'inflazione si confermerà su livelli assai contenuti, soprattutto al netto delle componenti più volatili. La produzione industriale nell'area euro è attesa in crescita moderata (sostenuta da Germania e Italia, ma frenata da Francia e Paesi minori). In Italia i dati su ordini e fatturato dovrebbero confermare le indicazioni positive venute dal dato sulla produzione.

I dati negli **Stati Uniti** dovrebbero mostrare ancora disinflazione, con PPI, CPI e prezzi all'import in calo su base mensile a maggio. I cantieri a maggio dovrebbero essere in calo dopo i rialzi legati alla fine degli incentivi. Le indagini di settore di giugno segneranno stabilizzazione della crescita, con moderati cali degli indici di attività, con molti dati in pubblicazione.

11 giugno 2010

Nota settimanale

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Responsabile

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Anna Maria Grimaldi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista - Area euro

Alessio Tiberi
Economista

Asmara Jamaleh
Economista - Mercati Valutari

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 11.06.2010

Vedere l'Appendice 1 per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

Il Punto

Le dichiarazioni di Trichet alla conferenza stampa di giovedì 10 evidenziano che la BCE non ritiene superata la fase di emergenza e che si è rassegnata a sospendere la rimozione delle misure straordinarie intrapresa a dicembre scorso.

La BCE ha annunciato altre tre operazioni di rifinanziamento a tre mesi ad assegnazione piena e a tasso fisso (il 28 luglio, il 25 agosto e il 29 settembre), che di fatto ritarda a fine anno la data in cui la BCE potrebbe riappropriarsi della gestione della liquidità. Si noti che in questo modo la BCE sta garantendo al sistema un approvvigionamento illimitato di fondi non solo sulle scadenze settimanali e mensili, ma anche su quelle trimestrali. Si ricorda che nel comunicato di marzo scorso la BCE aveva garantito la persistenza della piena allocazione soltanto fino a metà ottobre.

Trichet ha giustificato le scelte della BCE sulle aste ed ancora una volta sull'acquisto di titoli governativi come cruciali per garantire la corretta trasmissione dell'impulso di politica monetaria su tutte le scadenze. Più volte interrogato sul Securities Market Program, Trichet si è rifiutato di specificare il perché il sentiero di acquisti ha rallentato nelle ultime due settimane. Riguardo alle operazioni di sterilizzazione, Trichet ha dichiarato che, al momento, la BCE non pensa di emettere certificati di deposito a tre mesi.

A sostegno del fatto che la gestione ampiamente accomodante della liquidità non è in contrasto con l'obiettivo di stabilità dei **prezzi, la BCE ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita per il biennio in corso e solo marginalmente al rialzo le stime d'inflazione**. Le ipotesi di fondo sono un petrolio a 80 dollari e un cambio a 1,30 nel 2010 ed in calo all'1,26 nel 2011. Il netto miglioramento della domanda mondiale giustifica un ritocco verso l'alto alla crescita 2010, e in particolare alla stima per i mesi primaverili. Il punto centrale della stima intervallare per l'incremento del PIL nel 2010 sale all'1,0%, dallo 0,8% di marzo. L'elevato grado d'incertezza che continua a permeare la dinamica dei mercati suggerisce cautela alla BCE: la stima 2011 è stata difatti rivista verso il basso all'1,2% da un precedente 1,5%. Sulla previsione incide la restrizione fiscale che controbilancia l'impatto del cambio.

Le stime d'inflazione sono state riviste al rialzo all'1,3% da un precedente 1,2% nel 2010 e all'1,6 da un precedente 1,5% nel 2011. La revisione sconta maggiori pressioni dai prezzi in euro delle *commodities*, ma pressioni domestiche ancora contenute. Il solo rischio per la dinamica sottostante dei prezzi al consumo nel medio termine deriva da rialzi dei prezzi amministrati e della tassazione indiretta, data la stretta di politica fiscale prevista nel 2011. L'enfasi su questo punto e sull'assenza di pressioni dal canale monetario suggeriscono che il quadro d'inflazione non rappresenta a oggi un elemento di ostacolo al proseguimento di una politica monetaria più che accomodante anche il prossimo anno.

In linea di principio la BCE, pur sospendendo l'uscita dalle misure straordinarie, ha mantenuto in essere un impianto che consentirebbe di riprendere il controllo della gestione della liquidità già da fine anno, ma è evidente che il corso della politica monetaria rimane fortemente condizionato dai tempi di stabilizzazione del mercato dei titoli di stato e dal livello di *stress* dei mercati interbancari. Nello scenario centrale di lenta normalizzazione, le misure straordinarie sarebbero sospese nei primi mesi del 2011 e i tassi ufficiali potrebbero salire dal 2° trimestre del 2011; tuttavia, non è ragionevole escludere che la BCE possa trovarsi costretta a mantenere la piena allocazione anche oltre fine anno.

Germania: avanti con crescente distacco

Rivediamo al rialzo di circa sette decimi le previsioni di crescita per la Germania per il biennio in corso. Il recupero più che brillante della domanda mondiale e il deprezzamento del cambio daranno impulso alla produzione già nei mesi primaverili e un forte abbrivio fino a inizio 2011. La correzione fiscale (80 miliardi di euro in quattro anni) avrà un impatto esiguo sul 2011. È probabile, quindi, che nei prossimi anni si allargherà la distanza tra la Germania e i paesi periferici, costretti a interventi più pesanti. Ma, nonostante il crescente disincanto dell'opinione pubblica, le sorti della Germania rimangono imprescindibilmente legate a quelle dell'euro.

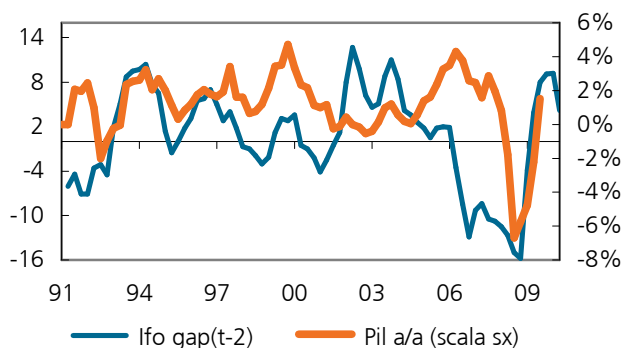
Anna Maria Grimaldi

La locomotiva tedesca sembra avanzare a tutta velocità nonostante la crisi della Grecia e la turbolenza sui mercati. **I dati degli ultimi mesi ci inducono a rivedere le stime di crescita per il biennio in corso di circa sette decimi.** La crescita 2010 potrebbe toccare l'1,6% (1,8% corretto per gli effetti di calendario), contro la precedente stima di 1,2%. Nel 2011, nonostante gli effetti della manovra correttiva, il PIL salirebbe dell'1,7%, rivisto al rialzo da 1,4%. **La revisione sconta:**

Rivediamo la crescita 2010 all'1,6% e all'1,7 nel 2011

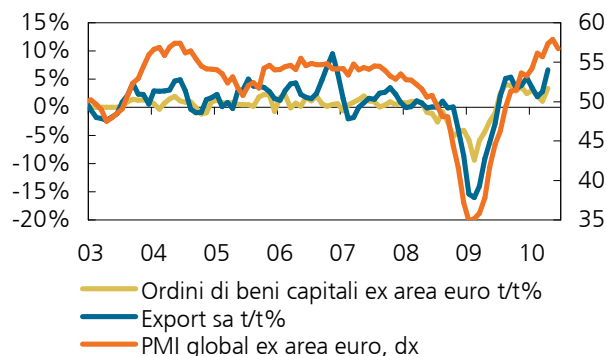
1. **Una crescita più forte delle attese a inizio 2010**, quando il PIL è avanzato di 0,2% t/t nonostante il clima eccezionalmente rigido avesse fatto temere una contrazione.
2. **Una forte accelerazione del PIL nei mesi primaverili**, che va letta non solo come un recupero dopo il rallentamento di fine 2009 inizio 2010, ma di una genuina sorpresa sulla dinamica sottostante. I segnali dal lato dell'offerta punterebbero addirittura a una crescita del PIL di circa un punto nel 2° trimestre. Il PMI composito nei mesi primaverili si è andato assestando su una media di 57,3 e l'IFO è tornato al di sopra della media di lungo termine recuperando tra febbraio e maggio circa 8 punti. L'industria potrebbe contribuire alla dinamica trimestrale del PIL per lo 0,6-0,7% t/t: la produzione industriale potrebbe registrare un incremento di 3,8% t/t a giugno, visto l'andamento di aprile. I dati sugli ordinativi e i permessi edilizi residenziali e il rimbalzo di produzione ad aprile suggeriscono un recupero degli investimenti in costruzioni tra la primavera e l'estate, dopo il calo di inizio anno dovuto a fattori climatici. Il settore continuerà a beneficiare dello stimolo fiscale (0,6% del PIL) nella restante parte dell'anno. Le indicazioni dai servizi sono altrettanto incoraggianti e suggeriscono un contributo di almeno lo 0,3%. Tuttavia, data l'endemica debolezza dei consumi tedeschi e l'incertezza sulla dinamica degli investimenti aziendali, manteniamo una stima conservativa di +0,8 %t/t nel 2° trimestre del 2010.

Le indagini di clima indicano una forte accelerazione del PIL in primavera\estate al traino ...



Fonte: IFO, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

... della domanda mondiale e degli ordini di beni capitali da paesi ex area euro



Fonte: Markit, FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

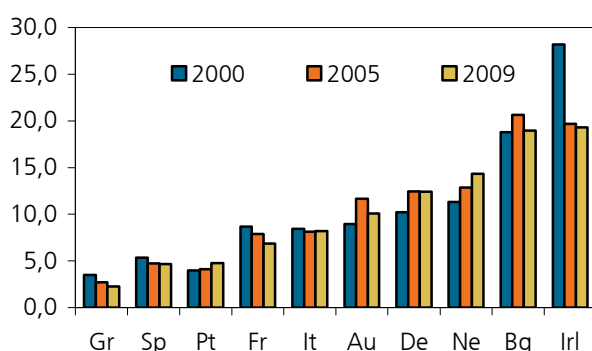
3. **Nei mesi estivi si dovrebbe vedere un'ulteriore accelerazione dell'export all'8% a/a dal 7% del 1° trimestre.** La domanda mondiale cresce ai ritmi del 2004-06, più di quanto non ci si attendeva fino a tre mesi fa, data la sorprendente tenuta della crescita nei paesi emergenti e

Forte impulso da commercio internazionale e cambio fino a fine 2010

una dinamica più sostenuta anche in Stati Uniti e Giappone. Il PMI globale segnala una tenuta del commercio internazionale nei prossimi mesi. La domanda estera rivolta alla Germania ha accelerato sensibilmente da inizio anno e le attese sulle esportazioni a maggio erano sui massimi assoluti. Anche il giudizio sugli ordini dall'estero da indagine PMI e IFO suggerisce un'ulteriore accelerazione dell'export nel 2° trimestre dopo il +2,6% t/t reale registrato a inizio anno. Tra aprile e marzo gli ordini di beni manufatti hanno più che confermato i segnali incoraggianti delle survey, dal momento che viaggiavano al 33% a/a e erano tornati sui livelli del settembre 2008. Il contributo è venuto per lo più dall'estero ed in particolare da paesi esterni all'area euro. L'abbrivio dato dal commercio internazionale e dal cambio dovrebbe compensare la lenta ripresa nel resto della zona euro, che rimane il principale partner commerciale della Germania. La domanda di beni capitali dall'Asia e da altre aree emergenti è in forte crescita e dovrebbe garantire una certa continuità all'industria tedesca.

4. **A favore della dinamica dell'export e della crescita sta chiaramente giocando anche il cambio.** Tra settembre 2009 e inizio giugno il tasso di cambio effettivo BCE ha visto un deprezzamento di circa il 15%. Il nostro scenario di previsione è basato su un range di 1,20-1,25 per il cambio con il dollaro, che implica un deprezzamento ulteriore del 4% rispetto al profilo utilizzato nelle stime di crescita precedenti, sebbene soltanto dell'1% come cambio effettivo. La risposta del PIL a una variazione del cambio EUR/USD dipende chiaramente dal grado di apertura dell'economia in esame. Quanto maggiore è la quota di export verso paesi al di fuori della zona euro tanto più significativo l'impatto sul PIL. Stando ai dati di Eurostat la Germania ha la maggiore apertura verso paesi extra-UE tra i grandi della zona euro. Stando ai modelli BCE¹, e OECD² la risposta massima dovrebbe aversi a un anno dallo shock e la Germania dovrebbe beneficiarne più di Francia e Italia. Il modello OECD è annuale, mentre i blocchi paese utilizzati dalla BCE sono trimestrali. In Germania la risposta più ampia dovrebbe aversi dopo due trimestri, appunto nel 2° trimestre del 2010, ma l'impatto continua ad essere significativo anche nel 3° trimestre dopo lo shock.

Quota di esportazioni extra UE-27 in % del PIL



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Risposta del PIL a un deprezzamento permanente del cambio del 5%

	Deviazione dallo scenario base in % dopo un anno	
	Blocco paese modello BCE	OECD interlink
Germania	0,7	0,5
Francia	0,6	0,3
Italia	0,3	0,3

Fonte: blocchi paesi del modello Multicountry della BCE, OECD interlink e OECD Global Model

5. **Il calo dei tassi di interesse a medio-lungo termine generato dal flight to quality** verso i governativi tedeschi **dovrebbe offrire supporto alla domanda interna**, dal momento che la maggior parte dei prestiti in Germania è a tasso fisso e indicizzato sul medio periodo.

¹ Si veda BCE working papers no: 456 *The French block of the ESCB multi country model*, no 660 *The Italian block of the ESCB multi country model*, no 654 *The German block of the ESCB multi country model*.

² Si veda OECD Economics department working paper no. 306 *Standard shocks in the OECD Interlink model*.

Tuttavia, il beneficio potrebbe essere smorzato dall'aumento del costo del debito per gli intermediari finanziari. Nel contempo il calo dei tassi a 2, 5 e 10 anni riduce potenzialmente la spesa per interessi sul nuovo debito emesso dal Governo federale, e quindi la correzione fiscale necessaria nei prossimi anni.

Le indagini di clima e in particolare il divario tra attese e giudizio sulla situazione corrente IFO (ritardato di due periodi) suggeriscono una normalizzazione della crescita dopo la forte accelerazione del 2°-3° trimestre. In effetti, il massimo dell'impulso dal cambio (a meno di un ulteriore ribasso verso 1,10) dovrebbe vedersi per fine 2010. Nel corso del prossimo anno l'impulso dal commercio estero andrà progressivamente scemando dal momento che per quanto l'economia mondiale e in particolare l'Asia siano in ripresa è difficile immaginare che la crescita possa avanzare con la stessa intensità vista nella fase iniziale. Nel 2011, ci aspettiamo, quindi, una stabilizzazione della crescita tedesca all'1,7%.

Stabilizzazione della domanda mondiale e della crescita tedesca nel 2011

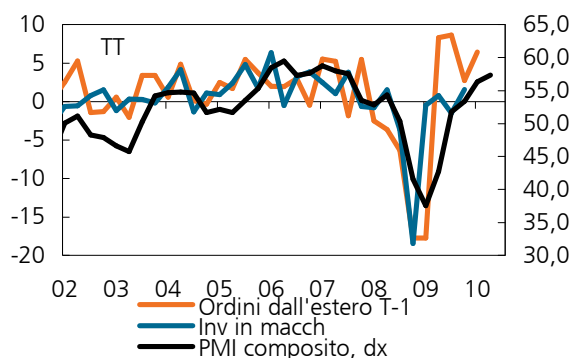
La durata e l'intensità della ripresa nel corso del prossimo anno dipenderanno anche dalla dinamica della domanda interna e dal corso delle politiche economiche.

Nel nostro scenario centrale la BCE non alzerà i tassi prima del giugno 2011, e in ogni caso il ciclo di rialzi dovrebbe risultare moderato. La politica fiscale diventerà restrittiva come prescritto dalla Commissione, ma la manovra di 80 miliardi da spalmare su quattro anni non avrà un peso significativo sulla crescita il prossimo anno dal momento che sono previste minori spese e maggiori entrate per soli 11 miliardi di euro (0,5% del PIL). Il grosso della correzione interesserà il periodo 2012-14 e non dovrebbe, data la natura dei tagli, pesare in modo marcato sulla dinamica della domanda interna (si veda pag. 7)

Politiche economiche solo moderatamente restrittive

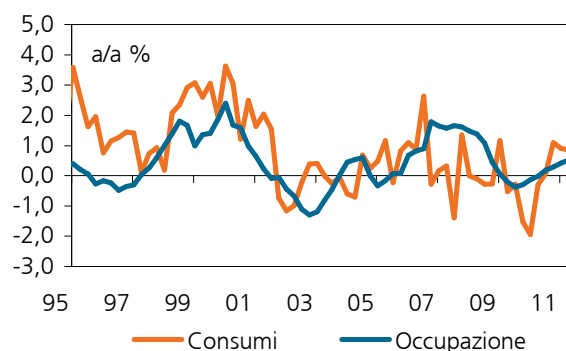
Per quel che concerne la domanda interna, **è ragionevole attendersi un ciclo degli investimenti più fiacco che in uscita dalle recessioni precedenti.** L'industria tedesca opera con un elevato grado di capacità produttiva inutilizzata, anche se nel 2010.T1 questa era risalita al 79,8 dal minimo di 71,1 della scorsa estate. Tuttavia, la capacità produttiva utilizzata conta relativamente per le decisioni di investimento: più rilevante è la dinamica degli ordini dall'estero. Una tenuta degli ordinativi dall'estero sui livelli attuali, se confermato nei prossimi mesi, dovrebbe innescare un processo di spesa per investimenti non solo di manutenzione, ma possibilmente anche di ampliamento. Si noti che nei cicli precedenti una crescita delle esportazioni nell'intorno dell'8% (come da nostra previsione per il 2010) avrebbe generato una crescita degli investimenti aziendali di circa il 6%. Abbiamo mantenuto una previsione più cauta dal momento che la spesa aziendale potrebbe essere frenata dall'incertezza sul quadro macroeconomico e finanziario da metà 2011 in avanti, nonché da una minore disponibilità di credito rispetto ad altri episodi ciclici.

L'intensità degli investimenti aziendali dipende dalla tenuta della domanda e dal clima economico generale



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Dinamica dei consumi fortemente dipendente dalle prospettive occupazionali



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

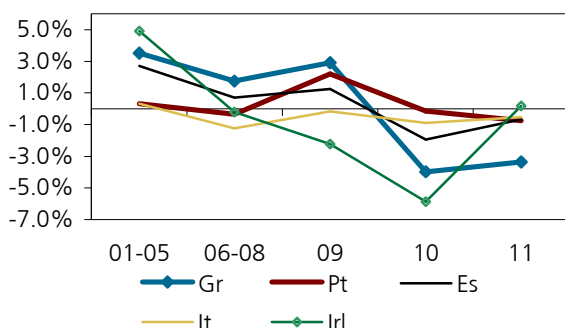
È difficile immaginare una forte accelerazione dei consumi nel corso di quest'anno e del prossimo. Il solo sostegno alla dinamica del reddito disponibile nel 2010 verrà dalle misure di politica fiscale e il supporto scemerà del tutto nel 2011. Il sostegno ai consumi dovrà quindi venire per lo più dalla dinamica del reddito da lavoro. Sull'orizzonte di previsione è più che probabile che i lavoratori dovranno rinunciare ad aumenti salariali a fronte di una dinamica occupazionale meno avversa rispetto ai cicli precedenti. La crescita dei salari nominali è vista all'1,25% nel 2010 e all'1,5% nel 2011, contro il 2,3% del 2009. Su base oraria è ragionevole attendersi un rallentamento più forte, dal momento che le ore lavorate saranno incrementate in uscita dalla crisi. Dal momento che l'inflazione è vista in rialzo su tutto l'orizzonte di previsione, i salari reali freneranno nel corso del 2011. Diventa cruciale per la dinamica dei consumi il sentiero dell'occupazione, che però risulta arduo da prevedere. In questa crisi il mercato del lavoro ha avuto una performance sorprendentemente positiva. I disoccupati calano dal luglio 2009 e a maggio si sono assestati a 246 mila unità sotto al livello di un anno fa. Il tasso di disoccupazione è calato secondo le stime dell'Ufficio Federale di Statistica al 7,7%, il minimo dal giugno 2008. La forza lavoro è calata meno della disoccupazione, il che, unitamente a fattori statistici di rilevazione, spiega il calo del tasso di disoccupazione. La dinamica dell'occupazione è stata meno brillante dal momento che il numero di occupati tra gennaio e marzo è aumentato di sole 54 mila unità e tra il settembre 2008 e il maggio 2010 è rimasto circa stabile. **Il programma di sostegno al lavoro a termine ha contribuito alla creazione di circa 1 milione di posti di lavoro part-time tra settembre 2008 e ottobre 2009.** Un calcolo rudimentale suggerisce che la disoccupazione tedesca potrebbe quindi essere più elevata di un punto. Negli ultimi mesi l'occupazione a termine è calata di 430 mila unità. Al di là del contributo del lavoro a termine, una spiegazione dalla migliore tenuta dell'occupazione in questa crisi è che le imprese hanno mirato a preservare quella forza lavoro che ha richiesto programmi di inserimento specifici e strettamente legati all'attività dell'azienda e che sarebbe stato più costoso assumere una volta tornati alla normalità. Le riforme degli ultimi anni e il maggior ricorso ad accordi tra singola impresa e lavoratori con una maggiore flessibilità in termini di ore e salari negoziabili hanno contribuito a limitare l'espulsione di forza lavoro. La tenuta dell'occupazione sull'orizzonte di previsione dipende dall'intensità della ripresa e dall'ipotesi di una crescita ordinata. Del resto, la decisione di mantenere forza lavoro, che ha richiesto un training specifico potrebbe essere rivista se la svolta ciclica dovesse perdere di intensità. A oggi, non vi sono indicazioni in tal senso. Le indicazioni dalle indagini di clima sono per un aumento dell'organico in tutti i comparti. L'indice sintetico settori Intesa Sanpaolo sulle attese occupazionali nei diversi settori è difatti tornato a maggio in territorio marginalmente positivo. L'indice sull'occupazione dai PMI si è assestato a 52,7 ed è quindi coerente con un aumento su base annua dell'occupazione già in primavera. In media, continuiamo ad assumere un calo dell'occupazione di 0,2% quest'anno e una crescita di 0,3-0,4% il prossimo anno.

Le nostre previsioni di crescita per la Germania e il resto della zona euro mettono in risalto la tendenza sorta durante la crisi. I paesi periferici quali Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo che crescevano fino a fine 2008 ben al di sopra della Germania, per i problemi strutturali esplosi durante la crisi si trovano a fare progressivamente peggio. Solo l'Irlanda è vista recuperare nel 2011 dal momento che la forte apertura al commercio extra area euro fa sperare in un recupero spiccato della crescita. Gli altri paesi saranno penalizzati dalle manovre correttive di finanza pubblica.

Sentiero dei consumi fortemente dipendente dalla dinamica occupazionale

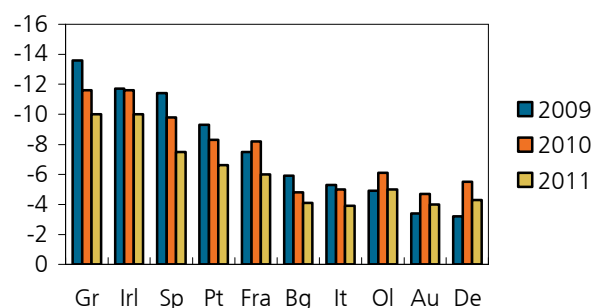
Crescente distacco rispetto ai paesi periferici sia sul fronte della crescita ...

I paesi periferici, che un tempo crescevano al di sopra della Germania faranno progressivamente peggio



Fonte: Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

Il deficit tedesco rimane tra i più bassi della zona euro



Fonte: FSO ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche sul fronte dei conti pubblici la Germania si conferma più virtuosa degli altri paesi membri. A fine 2009, il rapporto deficit/PIL tedesco ha toccato il 3,2% in netto peggioramento rispetto al saldo in pareggio del 2008, ma il più basso all'interno dell'area euro.

... che dei conti pubblici

Nel 2010, il deficit potrebbe toccare il 5,5% del PIL come da Programma di Stabilità. Il peggioramento del rapporto deficit/PIL è da imputarsi non solo alle misure di stimolo varate dal precedente governo Merkel e pari al 2% del PIL, ma anche a fattori strutturali, tra cui il rallentamento delle entrate. Sul fronte della spesa sono attesi aumenti più contenuti che nel 2009, dal momento che i maggiori esborsi per i bonus famiglia e spesa pensionistica saranno in parte compensati dal venir meno della spesa per incentivi alla sostituzione dell'auto. Il debito è atteso toccare il 77,5% del PIL a fine 2010. **Il Programma di Stabilità di gennaio scorso proiettava un calo del rapporto deficit/PIL di un punto all'anno, fino al 3% nel 2013, come richiesto dalla Commissione:** era chiaro che un tale obiettivo non sarebbe stato raggiungibile a meno di misure di rientro della spesa e di aumento delle entrate. Il Governo tedesco ha approvato un Piano di tagli fiscali per 80 miliardi di euro da spalmare su quattro anni: 11 miliardi di euro (0,5) sono relativi al 2011, mentre per i tre anni successivi sono previsti tagli per lo 0,7-0,8% del PIL. La manovra interviene per lo più sulla spesa, in particolare con la riduzione del peso dei dipendenti pubblici di circa 10 mila unità e una riduzione delle forze armate di 100 mila unità. Sul fronte delle entrate le misure colpiscono l'industria energetica, in particolare il nucleare. Una tassa sarà imposta anche sugli utili bancari, ma i dettagli sono ancora da definire.

Prospetto di manovra fiscale 2011-14

	2011	2012	2013	2014
Manovra in miliardi di euro	11,6	19,1	24,7	26,6
Tassa sul traffico aereo	1	1	1	1
Dividendo Deutsche Bahn	0,5	0,5	0,5	0,5
Tassa sui proventi bancari	0	2	2	2
Tassa sui rifiuti dell'industria nucleare	2,3	2,3	2,3	2,3
Mercato del lavoro	4,3	6,3	8,7	10,2
Dipendenti pubblici	2,3	3,3	3,9	3,9
Rinvio progetti edili a Berlino	0,1	0,1	0,2	
Maggiori entrate in miliardi di euro	3,3	5,3	5,3	5,3
Maggiori entrate in % del PIL	0,13	0,2	0,2	0,2
Minori spese	7,0	10,0	12,9	14,6
Minori spese in % del PIL	0,28	0,4	0,4	0,4
Manovra in % del PIL	0,5	0,7	0,8	0,8

Fonte: Bloomberg e stime Intesa Sanpaolo

I risparmi derivanti dalla manovra dovrebbero garantire un ritorno del deficit sotto al 3% a fine 2014 e un miglioramento del saldo strutturale dell'1% circa; sforzi aggiuntivi saranno quindi

necessari per rispettare il target di un deficit strutturale inferiore allo 0,36% del PIL nel 2016. Le stime dei moltiplicatori fiscali variano tra lo 0,5% e l'1%. Riteniamo che le misure tedesche avranno un impatto piuttosto contenuto sulla crescita dal momento che non incidono sulla tassazione indiretta e/o sui redditi né comportano tagli significativi della spesa contributiva.

Il divario tra Germania e resto dell'area euro potrebbe quindi allargarsi ulteriormente nei prossimi anni sia sul fronte della solidità dei conti pubblici, sia su quello della crescita. Il malcontento dell'elettorato nei confronti dell'euro emerso negli ultimi mesi potrebbe accentuarsi se dovessero emergere negligenze da parte di altri paesi membri. Tuttavia, **la Germania rimane imprescindibilmente legata al resto della zona euro sia sul fronte commerciale, sia su quello finanziario** e l'ipotesi di un'uscita unilaterale dall'Eurozona (che presumibilmente sarebbe associata a un apprezzamento del cambio nominale e reale, nonché a violente turbolenze finanziarie e forse all'introduzione di restrizioni ai movimenti di capitale da parte di altri paesi) comporterebbe ormai più costi che benefici. L'economia tedesca è ancora fortemente dipendente dai legami con il resto dell'Eurozona non soltanto perché questa rimane il principale partner commerciale della Germania (41,5% delle esportazioni totali), ma anche per la stretta interdipendenza del sistema bancario tedesco con il resto della zona euro. Nel dicembre 2009 l'esposizione totale verso l'estero delle banche tedesche assommava a 2.105 miliardi di dollari, di cui 1.296 miliardi verso il resto dell'Eurozona (61% del totale), ed equivaleva a circa il 40% del PIL. La Germania ha quindi un concreto interesse a che la zona euro rimanga integra negli anni a venire.

Previsioni macro	2009	2010	2011	2009				2010				2011		
				4	1	2	3	4	1	2	3			
PIL (prezzi 1995, a/a)	-4,9	1,8	1,7	-2,2	1,5	1,8	1,5	1,7	2,0	1,6	1,5			
t/t				0,2	0,2	0,8	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3			
Consumi privati	0,0	-0,9	0,9	-0,2	-0,8	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2			
Investimenti fissi lordi	-9,8	0,9	3,3	-0,9	-1,2	2,3	0,9	0,8	0,6	0,8	0,7			
Consumi pubblici	3,4	2,7	1,0	-0,2	1,1	0,8	0,8	0,7	0,2	0,2	-0,8			
Esportazioni	-14,5	7,8	7,2	2,3	2,6	1,4	0,8	2,0	2,0	2,1	1,5			
Importazioni	-9,5	7,8	5,7	-1,6	6,1	1,4	0,9	1,3	1,8	1,7	1,0			
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,3	1,2	-0,6	-1,2	2,0	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	-0,1			
Partite correnti (% PIL)	4,7	5,9	3,4	6,0	6,2	5,7	5,6	5,9						
Deficit (% PIL)	-3,2	-5,7	-4,4											
Debito (% PIL)	72,5	77,5	79,5											
CPI (a/a)	0,2	1,5	1,7	0,3	0,8	1,2	2,0	1,9	1,8	1,8	1,5			
Produzione Industriale	-15,8	7,5	4,5	-8,4	5,4	10,0	7,2	7,3	7,8	3,9	3,8			
Disoccupazione (%)	8,2	7,9	8,1	8,0	8,1	7,8	7,8	7,9	8,1	8,0	7,9			

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

I mercati valutari

Abbiamo rivisto al ribasso le proiezioni sull'euro. Ragione principale: la revisione al rialzo della crescita attesa USA. Attenzione però alla volatilità intra-periodale. Revisione al ribasso anche per la sterlina, che non è ancora riuscita ad esprimere il downside che sarebbe stato coerente con i fondamentali, causa l'alternarsi di sentiment negativo e positivo sulle prospettive dell'economia britannica. Invariate invece le proiezioni sullo yen, per attese di allargamento dei differenziali di tasso/rendimento anche in funzione della revisione della crescita USA. La robustezza del trend ribassista potrebbe però non essere evidente da subito.

Asmara Jamaleh

▪ EUR – Rivediamo al ribasso le proiezioni per l'EUR/USD (v. tab.).

La **motivazione principale** è la **significativa revisione al rialzo della crescita attesa USA 2010-2011** che verrà proposta nel nostro aggiornamento trimestrale dello scenario macro. Questa infatti genererebbe aspettative di avvio del ciclo di rialzo dei tassi Fed prima di quanto generalmente previsto, con ampliarsi dei differenziali di tasso/rendimento USA-area euro approssimativamente sullo scavalco fra T3 e T4 2010.

Il nuovo profilo, "apparentemente" poco direzionale,

1. in realtà vuole stare a significare che – in questo contesto – l'intervallo di confidenza della previsione è più ampio che mai, e soprattutto simmetrico. I rischi verso il basso e quelli verso l'alto sono bilanciati, il che si spiega con

🚧 **l'elevata incertezza in merito all'eventuale verificarsi di nuovi gravi episodi di crisi** come quelli che recentemente hanno colpito l'area euro minandone la credibilità "istituzionale", e

🚧 **la non prevedibilità del timing** di tali eventuali episodi;

2. non esclude inoltre la possibilità di una dinamica intra-periodale caratterizzata da ampia volatilità, con escursioni che potrebbero far vedere nuovi minimi poco sotto quelli recenti – ad es. 1,15 EUR/USD – o il ritorno, anche temporaneo e/o occasionale, ai livelli abbandonati solo poco più di un mese fa (1,30) e un paio di mesi fa (1,35).

▪ GBP – Rivediamo al ribasso anche il profilo della sterlina (v. tab.).

Infatti, il recente alternarsi del sentiment di mercato fra

- i timori di non riuscire ad affrontare adeguatamente il grave problema dell'elevato deficit pubblico, e
- l'apprezzamento per le prime misure proposte dal nuovo governo Cameron

non ha consentito alla sterlina di rispecchiare gli sviluppi recenti e quelli attesi dell'economia britannica.

Ma l'effetto negativo sulla crescita (A) dell'avvio di una fase di restrizione fiscale, (B) l'eventualità che nuove misure nella stessa direzione vengano intraprese in un secondo momento (ad es. in occasione del pre-budget report di novembre), e (C) il mantenimento di una politica monetaria accomodante da parte della BoE dovrebbero consentire che il deprezzamento atteso si esprima meglio con l'abbandono dei livelli troppo elevati registrati di recente.

Una prima occasione in tal senso potrebbe aversi intorno al **22 giugno, giorno della presentazione della manovra straordinaria** attualmente in via di definizione.

▪ JPY – Restano invece invariate le proiezioni per lo yen.

🚧 Un possibile "non ulteriore deterioramento" del sentiment di mercato,

✚ unitamente all'atteso ampliarsi dei differenziali di tasso/rendimento con gli USA alla luce **(A)** di quanto sopra riportato sulla Fed (v. paragrafo "EUR"), e **(B)** del quadro dell'economia giapponese che non riesce ancora a fornire segnali incoraggianti

dovrebbero infatti sostenere attese di deprezzamento della divisa nipponica.

Una considerazione da non tralasciare è **però** la **possibilità che l'atteso trend ribassista non riesca ad essere imboccato subito e con continuità già** nel brevissimo termine.

Tassi di cambio: proiezioni						
	11/06/2010	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1,2100	1,17	1,23	1,25	1,30	1,35
USD/JPY	91,47	95	97	102	100	97
GBP/USD	1,4712	1,40	1,38	1,44	1,50	1,55
EUR/CHF	1,3844	1,42	1,44	1,46	1,48	1,52
EUR/SEK	9,5572	9,70	9,30	9,20	9,00	8,90
EUR/NOK	7,8558	7,85	7,70	7,60	7,50	8,00
EUR/DKK	7,4390	7,45	7,45	7,46	7,46	7,46
USD/CAD	1,0338	0,98	0,96	1,00	1,04	1,12
AUD/USD	0,8428	0,88	0,90	0,88	0,86	0,82
NZD/USD	0,6803	0,71	0,72	0,68	0,65	0,58
EUR/JPY	110,67	112	119	127	129	131
EUR/GBP	0,8224	0,84	0,89	0,87	0,86	0,87
EUR/CAD	1,2507	1,15	1,18	1,25	1,35	1,51
EUR/AUD	1,4353	1,33	1,37	1,42	1,51	1,65
EUR/NZD	1,7778	1,65	1,71	1,84	2,00	2,31

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tassi di cambio: proiezioni delle variazioni					
	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	-2,9%	1,7%	3,3%	7,5%	11,6%
USD/JPY	3,8%	5,5%	10,9%	8,7%	6,4%
GBP/USD	-4,8%	-6,2%	-2,1%	2,2%	5,4%
EUR/CHF	2,6%	4,0%	5,5%	6,9%	9,8%
EUR/SEK	1,5%	-2,7%	-3,8%	-5,8%	-6,9%
EUR/NOK	-0,1%	-2,0%	-3,3%	-4,6%	1,8%
EUR/DKK	0,1%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%
USD/CAD	-5,2%	-7,2%	-3,3%	0,6%	8,3%
AUD/USD	4,4%	6,7%	4,4%	2,0%	-2,7%
NZD/USD	4,3%	5,8%	-0,1%	-4,5%	-14,2%
EUR/JPY	0,8%	7,2%	14,6%	16,9%	18,8%
EUR/GBP	2,0%	8,4%	5,6%	5,1%	5,9%
EUR/CAD	-8,0%	-5,6%	0,0%	8,1%	20,9%
EUR/AUD	-7,0%	-4,7%	-1,0%	5,4%	14,8%
EUR/NZD	-7,0%	-3,9%	3,4%	12,5%	30,0%

Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

I market mover della settimana

La settimana è piuttosto povera di dati nell'area euro. L'indice ZEW, primo indice di fiducia relativo al mese di giugno, dovrebbe continuare nel trend di rallentamento degli ultimi mesi sulla scia delle preoccupazioni sulla crisi del debito europeo. L'inflazione si confermerà su livelli assai contenuti, soprattutto al netto delle componenti più volatili. La produzione industriale nell'area euro è attesa in crescita moderata (sostenuta da Germania e Italia, ma frenata da Francia e Paesi minori). In Italia i dati su ordini e fatturato dovrebbero confermare le indicazioni positive venute dal dato sulla produzione.

I dati negli Stati Uniti dovrebbero mostrare ancora disinflazione, con PPI, CPI e prezzi all'import in calo su base mensile a maggio. I cantieri a maggio dovrebbero essere in calo dopo i rialzi legati alla fine degli incentivi. Le indagini di settore di giugno segnaleranno stabilizzazione della crescita, con moderati cali degli indici di attività, con molti dati in pubblicazione.

Lunedì 14 giugno

Area euro

- La **produzione industriale** nell'area euro è vista in crescita di 0,3% m/m ad aprile, dopo l'aumento dell'1,5% m/m di marzo. La produzione accelererebbe a 8,5% a/a. La debolezza deriva principalmente dai paesi periferici, in particolare da Irlanda, Portogallo e Grecia che (oltre alla Francia) hanno visto tutte una flessione dell'output ad aprile. In caso di stabilità a maggio e giugno, la produzione salirebbe di 1,5% t/t nel 2° trimestre, dopo il 4% t/t del 2010.T1.

Martedì 15 giugno

Area euro

- Germania.** L'indice ZEW è visto in calo a 41 a giugno, da un precedente 45,8. Il trend discendente originatosi da aprile scorso avrebbe come causa le turbolenze sui mercati finanziari legate alla crisi sul debito europeo. Tuttavia, l'indicatore rimarrebbe comunque saldamente al di sopra della media di lungo termine (27,5). L'indice sulla situazione corrente potrebbe risalire ancora notevolmente, a -18 da -21,6 precedente.
- L'occupazione europea** nel primo trimestre è vista ancora in calo, a -0,1% t/t da -0,2% t/t precedente. La variazione annua risalirebbe a -1,4% a/a da -2,3% a/a. La dinamica occupazionale è rimasta debole in Spagna, mentre mostra una sorprendente tenuta in Germania. L'occupazione nell'area euro è vista in recupero nei prossimi trimestri, e potrebbe tornare in positivo tra fine 2010 e inizio 2011.

Stati Uniti

- I **prezzi all'import** a maggio sono previsti in calo di 1,3% m/m, spinti dal calo del prezzo del petrolio. Sui prezzi all'import si dovrebbe iniziare a vedere l'effetto dell'apprezzamento del cambio
- L'indagine **Empire** della NY Fed a giugno dovrebbe vedere un calo a 18 da 19,1 di maggio. Nell'indagine di maggio lo spaccato dell'indagine aveva mostrato indicazioni di avere raggiunto un picco nei mesi precedenti (31,8 ad aprile) registrando un calo della componente ordini a 14,3 da 29,49 di aprile. Anche le consegne avevano rallentato a 11,29 da 32,1. Anche un calo dell'indice di attività a 18 sarebbe ancora un'indicazione di espansione sostenuta (la media dell'indice dal 2001 è 10). Una previsione analoga a quella dell'indice corrente vale per le aspettative a 6 mesi che hanno visto una correzione a maggio a 42,11 da 55,7 di aprile, che dovrebbe risultare il picco ciclico. A maggio le indicazioni sulla spesa per investimenti erano state ancora in aumento (a 38,16 da 31,65) e il dato di giugno darà informazioni utili per lo scenario degli investimenti.

Mercoledì 16 giugno

Area euro

- L'**inflazione area euro** a maggio dovrebbe essere confermata in aumento all'1,6% a/a. Sul mese, i prezzi al consumo sono visti in crescita di 0,1% m/m. La dinamica del *core* è vista stabile su livelli assai moderati a 0,8% a/a. Il deprezzamento dell'euro e il rincaro dei prezzi delle materie prime, unitamente a possibili aumenti della tassazione indiretta e dei prezzi amministrati, rimangono le uniche fonti di pressioni inflative di qui a 2011 inoltrato.

Stati Uniti

- Il **PPI** a maggio è previsto in calo di 0,5% m/m (0,1% a/a), dopo il -0,1% m/m di aprile. L'indice *core* dovrebbe aumentare dello 0,1% m/m (1,1% a/a). Il calo dell'indice totale dovrebbe essere da attribuire al calo del prezzo della benzina nel mese, a fronte di un rialzo dei prezzi degli alimentari.
- I **cantieri** a maggio dovrebbero scendere a 640 mila da 672 mila di aprile. I dati risentono della fine degli incentivi per l'acquisto di case, in vigore fino al 30 aprile. Le **licenze** dovrebbero aumentare a 630 mila, dopo il crollo a 610 mila (-10,9% m/m) visto a marzo.
- La **produzione industriale** a maggio dovrebbe vedere un ampio aumento, +1,1% m/m, dopo lo 0,8% m/m di aprile. I dati sulle ore lavorate nel mese hanno registrato aumenti significativi, e anche più forti per quanto riguarda il settore manifatturiero (+1,1% m/m). Nel settore manifatturiero la produzione dovrebbe ancora accelerare a +1,3% m/m dopo il +1% m/m di aprile. La componente produzione dell'ISM a maggio è rimasta costante a 66,6 sui massimi dal 2004. L'utilizzo della capacità produttiva dovrebbe salire a 74,5% da 73,7% di aprile, tornando sui livelli di novembre 2008.

Giovedì 17 giugno

Stati Uniti

- Il **CPI** a maggio dovrebbe registrare una variazione di -0,2% m/m, il secondo calo consecutivo dopo -0,1% m/m di aprile. Il **CPI core** dovrebbe registrare un aumento di 0,1% m/m, mantenendo la dinamica tendenziale stabile a 0,9% a/a. Il calo dell'indice *headline* dovrebbe essere spiegato dalla correzione del prezzo della benzina, i prezzi degli alimentari dovrebbero essere invece in aumento. Sull'indice *core* si dovrebbe vedere una moderazione del trend in aumento dei prezzi delle auto, come già rilevato ad aprile. Anche la sanità dovrebbe vedere rallentamento della dinamica recente. I prezzi dell'abbigliamento potrebbero vedere un'inversione del calo degli ultimi mesi. Anche il Beige Book ha confermato la difficoltà dei produttori a trasferire gli aumenti dei prezzi degli input lungo la catena distributiva, riducendo le pressioni inflative.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a giugno dovrebbe scendere a 18 da 21,4 di maggio. Il Beige Book per l'area di Philadelphia riporta "modesto" aumento dell'attività. Nell'indagine di maggio, la componente nuovi ordini era scesa a 6,1 da 13,9 del mese precedente, segnalando una probabile correzione nell'indice di attività a giugno, alla luce anche dei 4 mesi consecutivi di aumenti dell'indice. I nuovi ordini dovrebbero risalire, mentre gli indicatori di occupazione dovrebbero restare positivi.

Venerdì 18 giugno

Area euro

- **Italia. Il fatturato industriale** ad aprile è visto in rallentamento a 0,5% m/m, da 1,5% m/m di marzo. La variazione annua resta su livelli sostenuti, a 6,1% a/a. Gli **ordini all'industria** dovrebbero crescere dell'1,2% m/m, su base annua le commesse accelererebbero così a +13,8% a/a, massimo dal giugno del 2007. Il dato sulla produzione e le indicazioni dalle indagini congiunturali confermano la ripresa in corso dell'attività industriale.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (14 - 18 giugno)										
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	14/6	06.30	GIA	Produzione industriale m/m (finale)		apr	1,3	%		
		11.00	EUR	Produzione industriale m/m	*	apr	1,3	%	0,6	0,3
Mar	15/6	10.00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		apr	-139,0	mln		
		10.00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		apr	-1342,0	mln		
		10.30	GB	CPI a/a		mag	3,7	%	3,5	3,6
		10.30	GB	CPI m/m		mag	0,6	%	0,3	0,4
		11.00	EUR	Bilancia commerciale dest.		apr	0,6	mld	1,5	
		11.00	EUR	Occupazione a/a		T1	-2,0	%		-1,4
		11.00	EUR	Occupazione t/t		T1	-0,2	%		-0,1
		11.00	GER	Zew (Sentiment econ.)	**	giu	45,8		42,0	41,0
		11.00	GER	Zew (Sit. corrente)		giu	-21,6		-15,0	-18,0
		14.30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	giu	19,1		20,0	18,0
		14.30	USA	Prezzi all'import m/m		mag	0,9	%	-1,2	-1,3
		15.00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (lungo term.)		apr	140,5	mld		
		16.00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		giu	22,0		22,0	
Mer	16/6	01.50	GIA	Indice del settore terziario		apr	-3,0	%	2,5	
		10.00	ITA	IPCA a/a (finale)		mag	1,6	%	1,6	1,6
		10.00	ITA	IPCA m/m (finale)		mag	0,1	%	0,1	0,1
		10.00	ITA	Prezzi al consumo a/a (finale)		mag	1,4	%	1,4	1,4
		10.00	ITA	Prezzi al consumo m/m (finale)		mag	0,1	%	0,1	0,1
		10.30	GB	Tasso di disoccupazione		mag	4,7	%	4,6	4,7
		10.30	GB	Variazione disoccupati		mag	-27,1	x1000	-24,0	-15,0
		11.00	EUR	Costo del lavoro Eurozona	*	T1	2,2	%		
		11.00	EUR	CPI (core) a/a		mag	0,8	%	0,8	0,8
		11.00	EUR	CPI a/a (finale)		mag		%	1,6	1,6
		11.00	EUR	CPI m/m		mag	0,5	%	0,1	0,1
		14.30	USA	Licenze edilizie		mag	606,0	x1000	628	630
		14.30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	mag	672,0	x1000	650,0	640,0
		14.30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	mag	0,2	%	0,1	0,1
		14.30	USA	PPI m/m		mag	-0,1	%	-0,5	-0,5
		15.15	USA	Impiego capacità produttiva		mag	73,7	%	74,5	74,5
15.15	USA	Produzione industriale m/m		mag	0,8	%	0,9	1,1		
Gio	17/6	07.00	GIA	Indice anticipatore (finale)		apr	101,7			
		10.30	GB	Vendite al dettaglio a/a		mag	3,0	%		1,9
		10.30	GB	Vendite al dettaglio m/m		mag	0,1	%		-0,1
		14.30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mag	0,9	%	0,9	0,9
		14.30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mag	0,0	%	0,1	0,1
		14.30	USA	CPI a/a		mag	2,2	%	2,0	
		14.30	USA	CPI m/m	*	mag	-0,1	%	-0,2	-0,2
		14.30	USA	Richieste di sussidio		settim	456,0	x1000	453,0	
		14.30	USA	Saldo partite correnti	*	T1	-115,6	mld	-119,3	
		16.00	USA	Indice anticipatore m/m		mag	-0,1	%	0,4	
16.00	USA	Indice Philadelphia Fed	*	giu	21,4		21,0	18,0		
Ven	18/6	08.00	GER	PPI a/a		mag	0,6	%	0,7	
		08.00	GER	PPI m/m		mag	0,8	%	0,1	
		10.00	ITA	Fatturato industriale a/a		apr	6,3	%		6,1
		10.00	ITA	Fatturato industriale m/m		apr	1,5	%		0,5
		10.00	ITA	Ordini all'industria a/a		apr	13,1	%		14,0
		10.00	ITA	Ordini all'industria m/m		apr	1,0	%		1,5

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante - Fonte: Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (21 - 25 giugno)									
Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	21/6	06.30	GIA	Indice di attività composito m/m	*	apr	-0,8	%	
Mar	22/6	10.00	GER	IFO	**	giu	101,5		
		10.00	GER	IFO (attese)		giu	103,7		
		10.00	GER	IFO (Sit. corrente)		giu	99,4		
		16.00	EUR	Fiducia consumatori (flash)	*	giu	-18,0		
		16.00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		apr	0,3	%	
		16.00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		mag	5,8	mln	6,5
Mer	23/6	08.45	FRA	Fiducia imprese	*	giu	97,0		
		09.00	FRA	PMI manifatturiero (prelim.)	*	giu	55,8		
		09.00	FRA	PMI servizi (prelim.)	*	giu	61,4		
		09.30	GER	PMI manifatturiero (flash)		giu	58,4		
		09.30	GER	PMI servizi (flash)		giu	54,8		
		09.30	ITA	Fiducia consumatori		giu	105,4		
		10.00	EUR	PMI composito (flash)	**	giu	56,4		
		10.00	EUR	PMI manifatturiero (flash)	**	giu	55,8		
		10.00	EUR	PMI servizi (flash)	**	giu	56,2		
		15.00	BEL	Indice ciclico BNB	*	giu	-4,9		
		16.00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	mag	504,0	x1000	
Gio	24/6	01.50	GIA	Bilancia commerciale		mag	729,1	mld	
		08.45	FRA	Spese per consumi m/m	*	mag	-1,2	%	
		10.00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		apr	2,9	%	
		11.00	EUR	Ordini all'industria a/a		apr	19,8	%	
		11.00	EUR	Ordini all'industria m/m		apr	5,2	%	
		11.00	ITA	Tasso di disoccupazione trimestrale		T1	8,2	%	
		14.30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m	*	mag	2,9	%	
		14.30	USA	Ordini di beni durevoli ex-trasporti m/m		mag	-1,0	%	
		14.30	USA	Richieste di sussidio		settim			
Ven	25/6	01.30	GIA	CPI (naz.) a/a	**	mag	-1,2	%	
		01.30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	**	mag	-1,5	%	
		08.45	FRA	PIL t/t (finale)		T1	0,1	%	
		10.00	ITA	Salari contrattuali a/a		mag	2,4	%	
		14.30	USA	Deflatore consumi core t/t		T1	0,6	%	
		14.30	USA	PIL t/t ann.	**	T1	3,0	%	
		14.30	USA	PIL, deflatore t/t ann.		T1	1,0	%	
		15.55	USA	Fiducia famiglie (Michigan) (finale)		giu			

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante - Fonte: Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (14 - 18 giugno)				
Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun	14/6	11:00	EUR	Discorso di Honohan (BCE)
		11:15	USA	Discorso di Bullard (Fed) su ripresa economica e politica monetaria
Mar	15/6	--	GIA	Riunione BoJ (Prev. Intesa Sanpaolo: overnight stabile a 0,1%)
		12:15	USA	Discorso di Bullard (Fed) su bolle speculative e politica monetaria
Mer	16/6	20:15	USA	Discorso di Plosser (Fed) sulla riforma del sistema bancario
		23:45	USA	Discorso di Bernanke (Fed) sulla regolamentazione finanziaria
Gio	17/6	10:00	EUR	La BCE pubblica il bollettino mensile di giugno
		10:00	EUR	Discorso di Liikanen (BCE) alla conferenza della Banca di Finlandia

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

Fonte: Servizio Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti						
Dato	Periodo	Precedente	Rivisto		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	apr	-40,4	-40,0	mld	-41	-40,3
Richieste di sussidio	settim	453	459,0	x1000	450	456
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	mag	0,4		%	0,1	
Vendite al dettaglio m/m	mag	0,4		%	0,2	
Fiducia famiglie (Michigan) (prelim.)	giu	73,6			74,5	
Scorte delle imprese m/m	apr	0,4	0,5	%	0,5	

Fonte: Bloomberg

L'**indagine delle piccole imprese** condotta dall'NFIB sale a maggio a 92,2 da 90,6 di aprile, tornando sui livelli di settembre 2008. L'indagine mostra sette componenti dell'indagine su dieci in miglioramento. Aumenta la percentuale netta di imprese che intendono assumere (a 1 a maggio, in territorio positivo per la prima volta da settembre 2008), ma resta ancora debole e su livelli associati nei cicli precedenti a fasi recessive. Anche i piani di investimento rimangono deboli (solo il 20% delle imprese intende aumentare la spesa in conto capitale), se pure in miglioramento rispetto ai mesi passati. Da segnalare che aumenta la percentuale netta di imprese che intendono alzare i prezzi, a 14, tornando su livelli che non si vedevano da ottobre 2008 e dando supporto alla previsione che la disinflazione in atto dovrebbe svoltare entro la parte finale del 2010.

Il **deficit di bilancia commerciale** ad aprile si allarga a 40,3 miliardi di dollari, da 40 miliardi (rivisto da 40,4 miliardi) di marzo. Al netto del petrolio, il deficit si allarga di circa 1 miliardo di dollari, a 16,13 miliardi da 15,5 miliardi. Le esportazioni scendono di 0,7% m/m, le importazioni calano di 0,4% m/m. Il calo di import e export è più da attribuire a un fenomeno di correzione dopo forti aumenti a marzo che a un'inversione nel trend del commercio internazionale. In termini reali il deficit si riduce del 2,5% m/m.

I **nuovi sussidi di disoccupazione** scendono a 456 mila nella settimana conclusa il 5 giugno da 459 mila della settimana precedente. I sussidi esistenti scendono a 4,462 milioni nella settimana conclusa il 29 maggio da 4,7178 milioni della settimana precedente. In aumento di 70 mila i sussidi estesi con i programmi di emergenza nella settimana conclusa il 22 maggio.

I **flussi dei fondi** del 1° trimestre mostrano un aumento del debito complessivo negli Stati Uniti di 3,5% t/t ann. spinto ancora dal settore pubblico. Le famiglie riducono ancora il loro indebitamento, a ritmi crescenti rispetto al 4° trimestre (-2,4% t/t ann. dopo -1,6%), ma le imprese lasciano invariato il debito dopo 5 trimestri consecutivi di contrazione. Il debito del settore federale aumenta del 18,5% t/t ann. (il 7° aumento consecutivo a due cifre) e il debito dei governi locali e degli stati cresce del 4,3% t/t ann., circa in linea con il ritmo dell'ultimo anno. Pur in presenza di un modesto calo della ricchezza immobiliare (-0,4% t/t), il bilancio delle famiglie mostra miglioramenti: si è verificato il terzo aumento consecutivo delle attività (+1,4% t/t) grazie all'aumento delle attività finanziarie, mentre il passivo scende ancora per via di un calo dei mutui e del credito al consumo. I dati più recenti sul credito al consumo mostrano a maggio il ritorno in territorio positivo della variazione del credito al consumo. Il rapporto ricchezza netta/reddito disponibile ritorna su livelli di fine 2007. I dati confermano le indicazioni dell'indagine tra i Senior Loan Officers, che puntano a una svolta dei prestiti alle imprese nella parte centrale del 2010.

Giappone						
Dato	Periodo	Precedente	Rivisto	Consenso	Effettivo	
Indice anticipatore (prelim.)	apr	102,7	101,9		102,5	101,7
Ordinativi di macchinari m/m	apr	5,4	%		1,7	4
PIL t/t (finale)	T1	1,2	%		1	1,2
PIL t/t, ann. (finale)	T1	4,9	%		4,2	5
Fiducia delle famiglie	mag	42			42	42,8

Fonte: Bloomberg

La revisione del PIL del 1° trimestre vede una crescita dell'1,2% t/t, come nella prima stima. La variazione annualizzata sale marginalmente a 5% t/t ann. da 4,9% t/t ann. della prima stima. I consumi sono rivisti al rialzo a +0,4% t/t da +0,3% t/t, a fronte di una revisione al ribasso (come atteso dopo la pubblicazione dell'indagine del MoF) degli investimenti fissi delle imprese a +0,6% da 1% t/t della prima stima. La domanda pubblica cresce di 0,3% t/t (prima stima +0,1% t/t) per via di una minore contrazione degli investimenti pubblici (-0,5% t/t da -1,7% t/t). I dati confermano l'entrata forte del PIL giapponese nel 2010, che fa prevedere un anno di crescita superiore al 3%.

Regno Unito						
Dato	Periodo	Precedente	Rivisto	Consenso	Effettivo	
PPI (output) a/a	mag	4,4	4,5 %		4,7	4,4
PPI (output) m/m	mag	1,1	1,2 %		0,4	0,1
Produzione manifatturiera a/a	apr	3,3	3,7 %		3,8	3,4
Produzione manifatturiera m/m	apr	2,3	2,2 %		0,5	-0,4

Fonte: Bloomberg

Area euro						
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Rivisto	Consenso	Effettivo
FRA	Occupati (finale)	T1	-0,1	%	-0,1	0,2
FRA	Produzione industriale m/m	apr	1	1,3 %	0,1	-0,3
FRA	IPCA a/a	mag	1,9	%	1,9	1,9
FRA	IPCA m/m	mag	0,3	%	0,1	0,1
GER	Ordini all'industria m/m	apr	5	5,1 %	-0,4	2,8
GER	Bilancia commerciale non-dest.	apr	17,2	16,9 mld	15	13,4
GER	Produzione industriale m/m	apr	4	4,3 %	0,7	0,9
GER	CPI (lander) a/a (finale)	mag	1,2	%	1,2	1,2
GER	CPI (lander) m/m (finale)	mag	0,1	%	0,1	0,1
GER	IPCA a/a (finale)	mag	1,2	%	1,2	1,2
GER	IPCA m/m (finale)	mag	0,1	%	0,1	0,1
ITA	Produzione industriale a/a	apr	6,4	7,0 %	6,7	7,8
ITA	Produzione industriale m/m	apr	-0,1	0,2 %	0,6	1
ITA	PIL a/a (finale)	T1	-3	-2,8 %	0,6	0,5
ITA	PIL t/t (finale)	T1	-0,3	-0,1 %	0,5	0,4
SPA	IPCA m/m	mag	1,1	%	0,1	0,2

Fonte: Bloomberg

Germania. Gli ordini all'industria sono cresciuti del 2,8% m/m ad aprile, confermando la dinamica di forte recupero già evidente nei dati di marzo (+5% m/m). Su base annua, gli ordini viaggiano al +30% a/a, massimo assoluto dal 1992, ma il livello è tuttora più basso di circa il 17% rispetto al picco di metà 2007. Su base trimestrale, gli ordini viaggiano al 6,3% t/t dopo il 6,5% t/t di marzo scorso. Contribuiscono alla crescita in egual misura la domanda interna (2,9% m/m) e gli ordinativi dall'estero (+2,8% m/m). Gli ordini dal resto dell'Eurozona calano dell'1,0% m/m, sulla scia di una contrazione del 3,9% m/m nel comparto dei beni capitali. Quest'ultima è un modesto e prevedibile contraccolpo dopo l'aumento del 16,2% m/m del mese precedente. Su base trimestrale gli ordini di beni capitali dal resto della zona euro, un indicatore importante per il ciclo degli investimenti, viaggiano al +3,2% t/t. La domanda dal resto della zona euro di beni intermedi e di consumo rimane ben posizionata (con incrementi rispettivamente dell'1,8%

m/m e del 4,4% m/m). Dal resto della zona euro continuano ad arrivare ordini massicci di beni capitali (+5,5% m/m) e intermedi (+2,4% m/m), mentre cala la domanda di beni di consumo (-5,5% m/m, dopo +8,6% m/m). All'interno, la domanda rimane sostenuta nel comparto dei beni intermedi (+5,9% m/m), a conferma del recupero del ciclo delle scorte, mentre rallenta la domanda di beni d'investimento (0,5% m/m dopo +5,7% m/m) e si contrae la domanda di beni di consumo (-2,2% m/m). Le indagini di clima suggeriscono un'ulteriore accelerazione della domanda estera rivolta alla Germania, dato il recupero del commercio mondiale e il deprezzamento del cambio. Al momento, il recupero dell'industria tedesca non ha ancora portato a un'inversione del ciclo degli investimenti, ma se la tendenza della domanda dall'estero e del cambio dovesse confermarsi sarebbe probabile una ripresa della spesa aziendale.

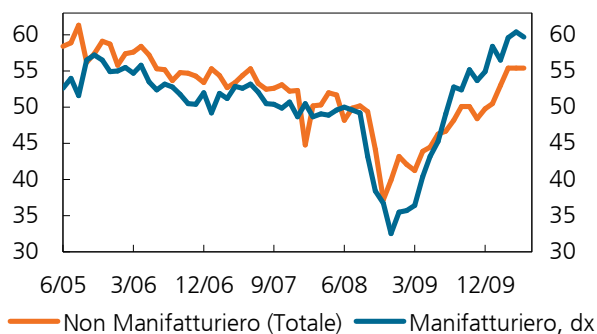
Germania. La produzione industriale è cresciuta di 0,9% m/m ad aprile dopo il 4,3% m/m di marzo, confermando il trend di forte recupero del manifatturiero già segnalato dalle indagini di clima. Il dato rende probabile un rimbalzo di circa il 3,7% t/t a giugno. L'industria potrebbe quindi contribuire alla dinamica trimestrale del PIL per lo 0,7-0,8% t/t. I servizi potrebbero aver aggiunto lo 0,2-0,3% e le costruzioni, in particolare residenziali, potrebbero contribuire per un altro 0,2% t/t: ciò suggerirebbe dunque una crescita del PIL tedesco di oltre l'1,0% nel 2° trimestre. Sul fronte della domanda, le esportazioni potrebbero, invece, frenare temporaneamente. I dati sulle vendite al dettaglio di aprile e le immatricolazioni auto suggeriscono un recupero dei consumi privati nell'ordine di 0,3-0,4% t/t a giugno. Non è però escluso che la crisi possa avere successivamente ripercussioni sulla fiducia e quindi sulle scelte di consumo e investimento. Le indicazioni recenti ci inducono a rivedere la crescita del **PIL tedesco nel 2° trimestre del 2010 a 0,8% t/t, da un precedente 0,5% t/t, con rischi verso l'alto. La crescita media annua nel 2010 dovrebbe essere dell'1,7%.**

Italia. Il PIL del 1° trimestre è stato rivisto al ribasso di un decimo, a 0,4% t/t (da -0,1% t/t nei tre mesi precedenti). Su base annua, il PIL è stato confermato a +0,5% a/a (1° trimestre in positivo da due anni, da -2,8% di fine 2009). Il dettaglio mostra che la crescita nel trimestre è dovuta interamente al commercio con l'estero, grazie al balzo dell'export (+5,3% t/t, massimo dal 3° trimestre del 2000, contro il +3,3% dell'import). Sia le scorte, che la domanda domestica, hanno dato un contributo nullo. In particolare continua a ristagnare la domanda domestica. L'unico segnale positivo viene dalla crescita (per il 3° trimestre consecutivo) degli investimenti in macchinari (+2,2% t/t). Ancora in calo, invece, gli investimenti in mezzi di trasporto (che, dopo il rimbalzo legato agli incentivi-auto della parte centrale del 2009, sono tornati a scendere negli ultimi due trimestri), le costruzioni (in recessione da oltre due anni) e la spesa pubblica (3° trimestre consecutivo di contrazione). Preoccupa infine la stagnazione dei consumi privati, che, dopo la ripresa temporanea dei due trimestri centrali dell'anno scorso, anche in questo caso legata agli incentivi-auto, sono rimasti in pratica fermi negli ultimi sei mesi. Italia.

Italia. La produzione industriale è cresciuta oltre il previsto dell'1% m/m ad aprile, e il dato di marzo è stato rivisto verso l'alto a +0,2% da -0,1% m/m. Anche la crescita annua ha sorpreso verso l'alto, battendo le stime di oltre un punto a 8,7% a/a grezzo (da 9,2% precedente) e a 7,8% a/a corretto per i giorni lavorativi (da 7% di marzo). Il quadro per macro-settore è variegato perché vede un calo per i beni durevoli (-0,7% m/m) e l'energia (-0,8% m/m) e viceversa un incremento robusto soprattutto per i beni intermedi (+1,8% m/m) e i non durevoli (+1,1% m/m), meno significativo per i beni strumentali (+0,4% m/m). Nell'ultimo mese gli incrementi più significativi riguardano la fabbricazione di mezzi di trasporto (+7,6% m/m), l'attività estrattiva (+3,7% m/m) e le industrie tessili (+2,8% m/m), mentre si nota una flessione per i prodotti petroliferi raffinati, i prodotti chimici, la fornitura di energia e l'industria alimentare. In sintesi, il dato è confortante circa la ripresa in atto dell'attività manifatturiera in Italia. La produzione, in caso di stabilità a maggio e giugno, è in rotta per un incremento di 1,2% t/t nel trimestre primaverile, solo di poco inferiore all'1,7% t/t dei primi tre mesi dell'anno. Tuttavia, le prime indicazioni preliminari per il mese di maggio, in particolare, segnalano una possibile accelerazione dell'output, il che segnala la possibilità di un 2° trimestre consecutivo di crescita significativa per produzione industriale e PIL nel 2° trimestre.

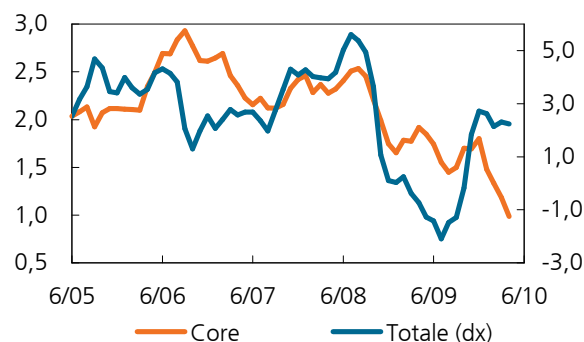
Stati Uniti

Indagini ISM



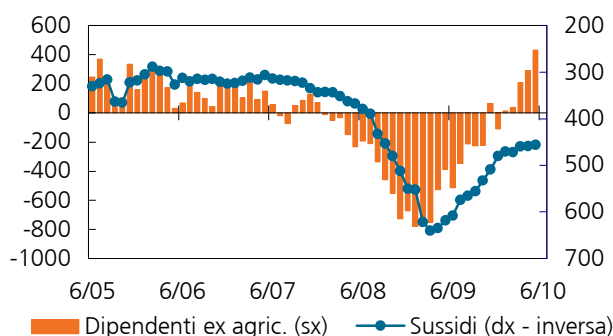
Fonte: EcoWin

CPI - Var. % a/a



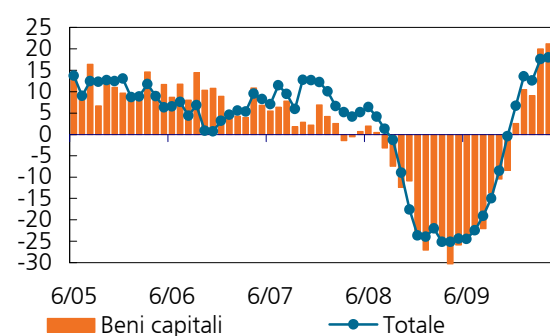
Fonte: EcoWin

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: EcoWin

Nuovi ordinativi (durevoli - var. % a/a)



Fonte: EcoWin

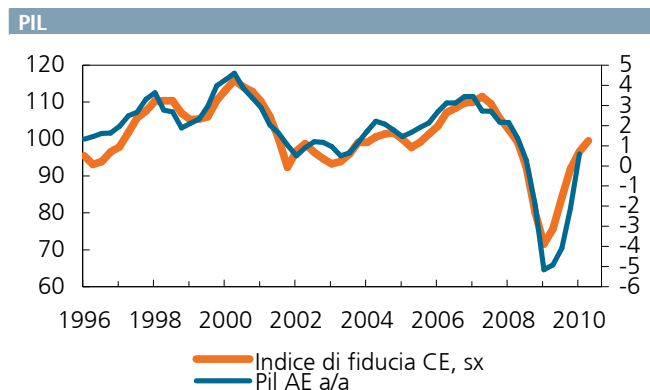
Previsioni macro

	2009	2010	2011	2009			2010			2011	
				3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (US\$ 1996, a/a)	-2,4	3,4	3,4	-2,6	0,1	2,5	3,7	3,9	3,4	3,5	3,4
- trim./trim. annualizzato				2,2	5,6	3,0	4,0	3,2	3,2	3,5	3,6
Consumi privati	-0,6	2,5	2,7	2,8	1,6	3,5	3,0	2,6	2,8	2,8	2,6
IFL - privati non residenziali	-17,8	2,9	10,8	-5,9	5,3	3,1	5,0	7,9	11,4	12,7	12,4
IFL - privati residenziali	-20,5	1,6	5,1	18,9	3,7	-10,7	14,5	3,5	5,0	4,5	5,0
Consumi e inv. pubblici	1,8	0,9	0,1	2,7	-1,3	-1,9	6,0	-1,6	-0,3	-0,1	-0,3
Esportazioni	-9,6	11,2	11,1	17,8	22,8	7,2	8,6	10,0	8,3	12,1	12,9
Importazioni	-13,9	9,6	7,8	21,3	15,8	10,4	7,7	5,6	8,3	8,9	7,6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,6	1,2	0,2	0,2	0,9	0,4	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Partite correnti (%PIL)	-2,9	-3,7	-3,7	-2,9	-3,2	-3,8	-3,7	-3,6	-3,8	-3,8	-3,9
Deficit Federale (%PIL)	-9,5	-9,6	-8,7								
Debito pubblico (%PIL)	83,3	89,9	94,2								
CPI nsa (a/a)	-0,3	1,9	2,0	-1,6	1,5	2,4	2,1	1,7	1,4	1,4	1,8
Produzione Industriale	-9,7	5,3	4,9	6,4	7,1	7,6	5,2	6,2	4,7	4,8	4,4
Disoccupazione (%)	9,3	9,8	9,3	9,6	10,0	9,7	9,8	9,8	9,8	9,7	9,4

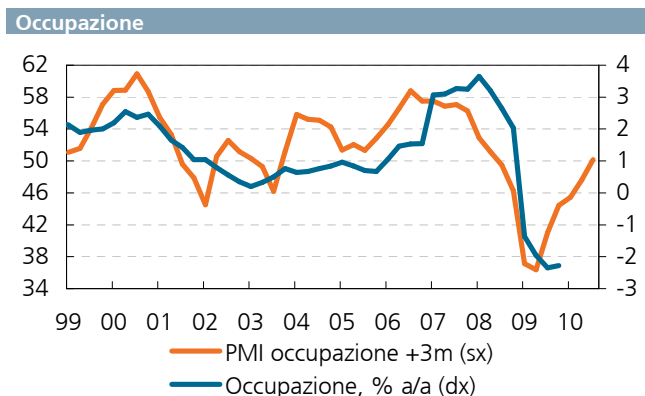
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

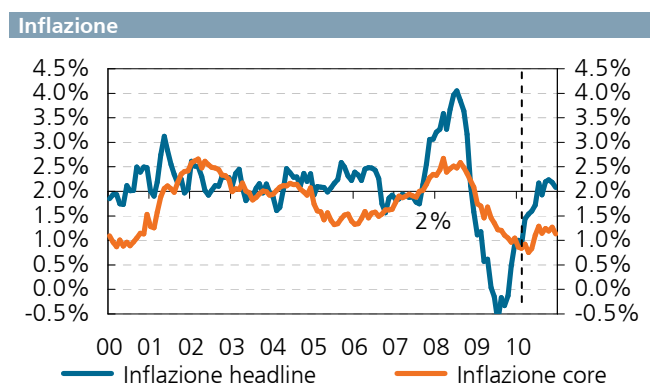
Area euro



Fonte: EUROSTAT, Commissione Ue



Fonte: EUROSTAT, Royal Bank of Scotland, Markit Economics



Fonte: EUROSTAT, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2009	2010	2011
gennaio	1,1%	1,0%	2,0%
febbraio	1,2%	0,9%	2,0%
marzo	0,6%	1,4%	1,9%
aprile	0,6%	1,5%	2,0%
maggio	0,0%	1,6%	2,0%
giugno	-0,1%	1,7%	1,8%
luglio	-0,6%	2,2%	1,5%
agosto	-0,2%	1,9%	1,5%
settembre	-0,3%	2,2%	1,5%
ottobre	-0,1%	2,2%	1,5%
novembre	0,5%	2,2%	1,4%
dicembre	0,9%	2,1%	1,4%

Fonte: EUROSTAT, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni macro

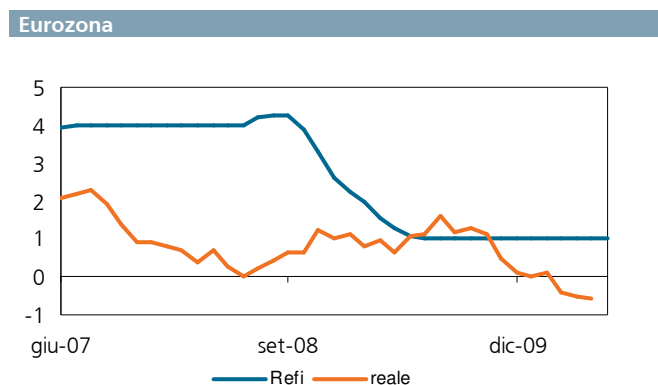
	2009	2010	2011	2009			2010				2011	
				3	4	1	2	3	4	1	2	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-4,1	1,1	1,6	-4,9	-4,1	-2,1	0,6	1,2	1,2	1,4	1,7	
- t/t				-0,1	0,4	0,1	0,2	0,5	0,4	0,3	0,5	
Consumi privati	-1,2	0,1	0,9	0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	
Investimenti fissi	-10,9	-2,4	2,1	-1,7	-1,0	-1,3	-1,1	0,5	0,4	0,3	0,6	
Consumi pubblici	2,7	1,5	1,1	0,7	0,7	0,0	0,6	0,3	0,2	0,3	0,3	
Esportazioni	-13,2	7,4	7,8	-1,1	2,8	1,7	2,5	1,2	1,8	1,8	2,4	
Importazioni	-11,9	6,1	5,8	-2,7	2,8	1,2	4,0	-0,5	0,5	1,9	2,0	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0,8	0,6	-0,4	-0,6	0,5	0,1	0,9	-0,4	-0,4	0,2	-0,1	
Partite correnti (%PIL)	-0,7	0,3	0,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,2	-0,1	
Deficit pubblico (%PIL)	-6,3	-7,4	-6,5									
Debito pubblico (%PIL)	78,7	84,2	88,6									
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	0,3	1,7	1,7	0,2	-0,4	0,4	1,1	1,6	2,1	2,2	2,0	
Produzione industriale (a/a)	3,0	6,9	1,3	-16,7	-13,1	-3,9	7,3	8,8	6,5	5,2	0,9	
Disoccupazione (ILO, %)	9,4	10,3	10,7	9,3	9,7	9,8	10,0	10,2	10,4	10,6	10,8	
Euribor 3 mesi	1,23	0,72	1,43	1,31	0,87	0,72	0,66	0,68	0,75	0,78	0,97	

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato.

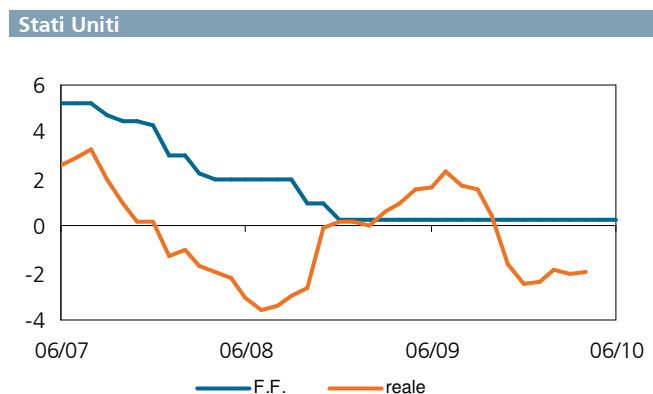
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse

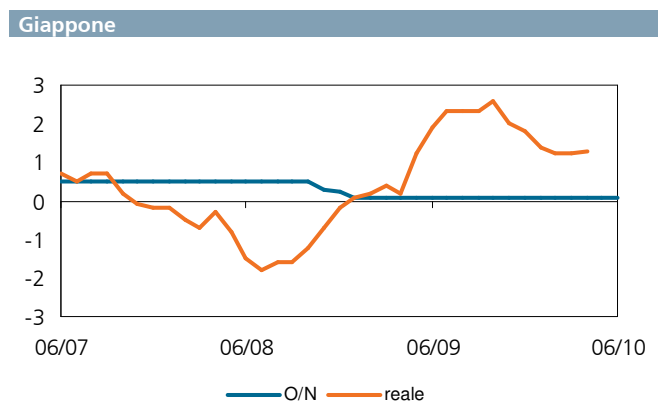
Eurozona								
	set-09	dic-09	mar-10	11/6	set-10	dic-10	mar-11	giu-11
Refi rate	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25
1m Euribor	0,44	0,46	0,40	0,44	0,55	0,65	1,00	1,40
3m Euribor	0,75	0,70	0,63	0,72	0,75	0,80	1,05	1,45



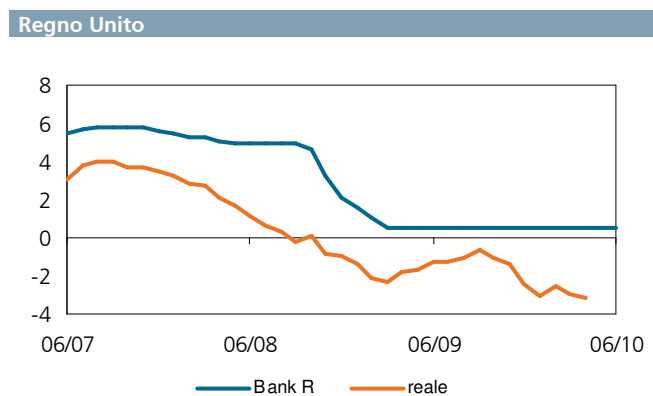
Stati Uniti								
	set-09	dic-09	mar-10	11/6	set-10	dic-10	mar-11	giu-11
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75
Libor USD 3m	0,29	0,25	0,29	0,54	0,43	0,46	0,68	0,97



Giappone								
	set-09	dic-09	mar-10	11/6	set-10	dic-10	mar-11	giu-11
O/N target	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Libor JPY 3m	0,35	0,28	0,24	0,24	0,25	0,40	0,45	0,45



Regno Unito								
	set-09	dic-09	mar-10	11/6	set-10	dic-10	mar-11	giu-11
Base rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Libor GBP 3m	0,54	0,61	0,65	0,73	0,65	0,75	0,75	0,80



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic & 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
Macroeconomia		
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Commodities		
Enrico Bernini	62057	enrico.bernini@intesasanpaolo.com
Research Assistant		
Simonetta Melotto	62102	simonetta.melotto@intesasanpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni importanti

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato possono occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.