

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Nel 3° trimestre, il commercio mondiale ha in parte recuperato la flessione del secondo. Tuttavia, una contrazione su base tendenziale caratterizzerà sicuramente anche la parte finale del 2019.

Le indagini congiunturali per ora segnalano al massimo una stabilizzazione del ritmo di calo, ma non ancora una ripresa. Un ritorno a tassi di crescita positivi sembra però probabile fra il 1° e il 2° trimestre 2020, anche per motivi di mero confronto statistico, purché siano evitati nuovi shock sui dazi.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro**, questa settimana saranno pubblicati i dati definitivi dei PMI manifatturieri e dei servizi. Per il dato italiano, si prevede un miglioramento dell'indice manifatturiero e un calo di quello dei servizi. I dati più seguiti saranno quelli tedeschi su ordinativi (giovedì) e produzione industriale (venerdì), che riteniamo mostreranno una flessione meno accentuata rispetto al mese precedente. La seconda stima dei conti nazionali del 3° trimestre dell'eurozona dovrebbe confermare l'incremento di 0,2% t/t.

Negli **Stati Uniti** sono in uscita i principali dati di novembre, che dovrebbero dare segnali positivi per la prosecuzione della ripresa. L'ISM manifatturiero dovrebbe avvicinarsi alla soglia di 50, dando supporto alla previsione di riaccelerazione dell'attività nel settore e di riduzione dei rischi di rallentamento diffuso; l'indice non manifatturiero dovrebbe essere frenato dall'estrattivo e correggere dal livello elevato di ottobre, pur restando saldamente al di sopra di 50. Anche le vendite di autoveicoli dovrebbero aumentare, con indicazioni favorevoli per i consumi. L'employment report dovrebbe mostrare un rimbalzo della dinamica occupazionale, in parte spinta dalla fine dello sciopero GM, e una limatura del tasso di disoccupazione. Il deficit della bilancia commerciale di ottobre è previsto in chiusura, con segnali di un contributo marginalmente positivo del canale estero alla crescita del 4° trimestre.

29 novembre 2019

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

**Luca Mezzomo**  
Responsabile

**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

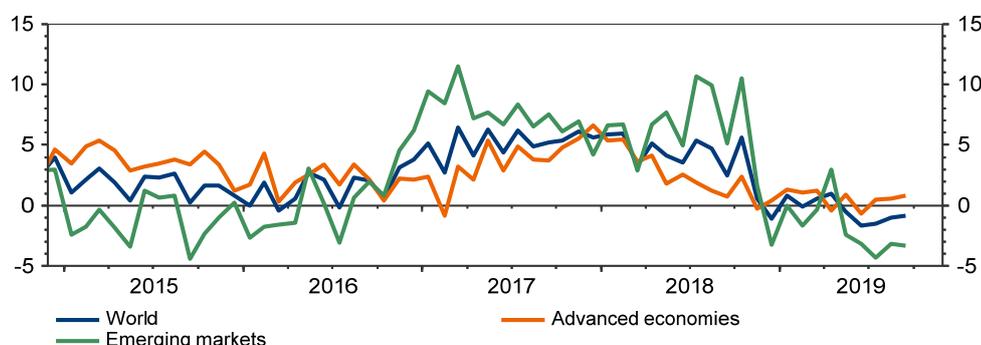
**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

**Guido Valerio Ceoloni**  
Economista - Area euro

**Andrej Arady**  
Economista - Area euro

**Aniello Dell'Anno**  
Economista - Area euro

**Il volume del commercio mondiale è ancora in contrazione su base tendenziale, malgrado l'incremento del 3° trimestre rispetto al 2°**



Nota: indici di importazione a dollari costanti. Variazioni a/a calcolate su medie mobili trimestrali. Fonte: CPB

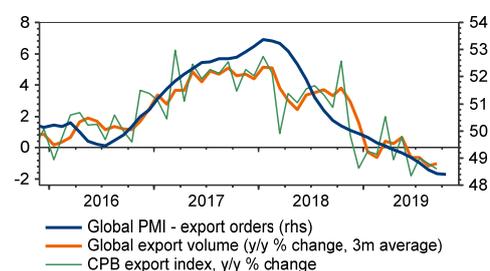
## Il punto

Nel 3° trimestre, il commercio mondiale ha in parte recuperato la flessione del secondo. Tuttavia, una contrazione su base tendenziale caratterizzerà sicuramente anche la parte finale del 2019.

Le indagini congiunturali per ora segnalano al massimo una stabilizzazione del ritmo di calo, ma non ancora una ripresa. Un ritorno a tassi di crescita positivi sembra però probabile fra il 1° e il 2° trimestre 2020, anche per motivi di mero confronto statistico, purché siano evitati nuovi shock sui dazi.

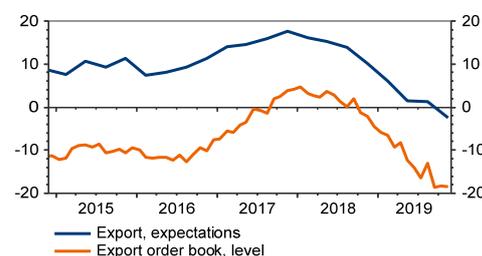
- Secondo i dati compilati dal CPB, nel 3° trimestre 2019, il volume del commercio mondiale ha registrato un incremento di 0,5% t/t, compensando in parte il calo del periodo precedente (-0,8%). Il miglioramento non è sufficiente a riportare in territorio positivo la variazione tendenziale di esportazioni e importazioni globali, che restano rispettivamente a -1,4% a/a e -0,9% a/a. A livello geografico, i dati mostrano un andamento della domanda di importazioni contrastato: in crescita nei paesi avanzati, ma con variazioni tendenziali ancora negative per l'Eurozona, e in calo fra i paesi emergenti (ma con segnali di ripresa in Cina). In termini di origine, a riprendersi sarebbe soprattutto l'export dai paesi emergenti.
- Le indagini PMI, il cui indice di ordini all'esportazione si è rivelato un ottimo indicatore coincidente della variazione tendenziale dell'export mondiale, segnala che la fase di contrazione si è estesa anche al 4° trimestre. Allo stesso tempo, tuttavia, potremmo aver toccato il minimo in termini di tassi di contrazione. In ottobre, la media mobile trimestrale si è stabilizzata a 48,4, livello compatibile con una contrazione tendenziale di circa 1,0%. Il ritorno a una modesta crescita del commercio mondiale appare probabile a inizio 2020 anche per un motivo di mero confronto statistico: infatti, fra il 1° e il 2° trimestre usciranno dal calcolo i mesi caratterizzati dal maggiore aggiustamento dell'interscambio globale all'aumento dei dazi americani sulla Cina.
- Nell'Eurozona, le indicazioni sono analoghe. L'indagine di fiducia della Commissione Europea mostra che il giudizio delle imprese sugli ordini esteri resta peggiore della media e vicino ai minimi di settembre; inoltre, è leggermente peggiorato rispetto a ottobre. L'indice degli ordini esteri nell'indagine PMI manifatturiera ha toccato il minimo a luglio a 44,2 e attualmente si colloca a 46: anche in questo caso, quindi, il tasso di contrazione sembra destinato a ridursi.
- Le prospettive di ripresa potrebbero ancora essere compromesse dal riaccutizzarsi della guerra dei dazi fra Stati Uniti e Cina, o da sviluppi inaspettatamente negativi dell'economia cinese a inizio 2020.

### Le indagini PMI dicono che la contrazione dell'export è ancora in corso



Fonte: IHS Markit, CPB ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Giudizi delle imprese europee su esportazioni e livello degli ordinativi esteri



Fonte: Commissione Europea

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, questa settimana saranno pubblicati i dati definitivi dei PMI manifatturieri e dei servizi. Per il dato italiano, si prevede un miglioramento dell'indice manifatturiero e un calo di quello dei servizi. I dati più seguiti saranno quelli tedeschi su ordinativi (giovedì) e produzione industriale (venerdì), che riteniamo mostreranno una flessione meno accentuata rispetto al mese precedente. La seconda stima dei conti nazionali del 3° trimestre dell'eurozona dovrebbe confermare l'incremento di 0,2% t/t.

Negli **Stati Uniti** sono in uscita i principali dati di novembre, che dovrebbero dare segnali positivi per la prosecuzione della ripresa. L'ISM manifatturiero dovrebbe avvicinarsi alla soglia di 50, dando supporto alla previsione di riaccelerazione dell'attività nel settore e di riduzione dei rischi di rallentamento diffuso; l'indice non manifatturiero dovrebbe essere frenato dall'estrattivo e correggere dal livello elevato di ottobre, pur restando saldamente al di sopra di 50. Anche le vendite di autoveicoli dovrebbero aumentare, con indicazioni favorevoli per i consumi. L'*employment report* dovrebbe mostrare un rimbalzo della dinamica occupazionale, in parte spinta dalla fine dello sciopero GM, e una limatura del tasso di disoccupazione. Il deficit della bilancia commerciale di ottobre è previsto in chiusura, con segnali di un contributo marginalmente positivo del canale estero alla crescita del 4° trimestre.

### Lunedì 2 dicembre

#### Area euro

- **Area euro.** Il dato finale del **PMI manifatturiero** dovrebbe essere confermato a 46,6, in rialzo rispetto a ottobre.
- **Italia.** La prima lettura del **PMI manifatturiero** dovrebbe mostrare un lieve recupero a 47,9 a novembre, da 47,7 di ottobre. Sarebbe il 14° mese in territorio (debolmente) recessivo. L'indagine il mese scorso aveva evidenziato un recupero per i nuovi ordini. Il PMI ha dato di recente indicazioni meno confortanti rispetto all'indagine Istat, che pure è tornata a calare a novembre dopo il rimbalzo di ottobre. Il gap tra le due indagini potrebbe parzialmente chiudersi a novembre. Il livello del PMI è coerente con un contributo nullo dell'industria al valore aggiunto.

#### Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a novembre è previsto in rialzo a 49,7 da 48,3 di ottobre. Le altre indagini di settore a novembre (PMI Markit, Philadelphia Fed, Empire) sono in territorio espansivo e in rialzo dopo il periodo di debolezza estivo. A novembre, complice anche la fine dello sciopero GM, si dovrebbe registrare un riavvicinamento alla soglia di 50 per la produzione e l'occupazione. Gli ordini dovrebbero stabilizzarsi poco sopra il livello di ottobre (49,1). Le informazioni congiunturali, sia domestiche sia globali, segnalano che il rallentamento visto nella parte centrale dell'anno dovrebbe essere stato un episodio di metà ciclo e non l'inizio di una fase pre-recessiva, grazie anche agli interventi espansivi delle Banche centrali e alla tregua nella guerra dei dazi.
- La **spesa in costruzioni** a ottobre dovrebbe aumentare di 0,5% m/m, come a settembre, sulla scia di un altro incremento solido della componente privata residenziale, e nonostante la persistente debolezza nel comparto non residenziale. I nuovi cantieri residenziali e le costruzioni completate a settembre hanno segnato ampi rialzi, in linea con il trend positivo del settore in atto da inizio anno, al di là dell'elevata volatilità mensile.
- Le **vendite di autoveicoli** a novembre dovrebbero riaccelerare, con un aumento a 16,8 mln di unità ann. da 16,55 mln di ottobre. L'ampia correzione del mese scorso è stata associata alla carenza di scorte causata dallo sciopero GM e dovrebbe essere seguita da una ripresa delle vendite a novembre e dicembre.

**Martedì 3 dicembre**

- Nessun dato di rilievo in uscita.

**Mercoledì 4 dicembre****Area euro**

- **Area euro.** Il dato finale del **PMI dei servizi** dovrebbe essere confermato in calo a 51,5 a novembre, livello ancora coerente con un'espansione dell'attività nel comparto. Il **PMI composito** dovrebbe quindi risultare in calo a 50,3, come da stima preliminare.
- **Italia.** La prima stima del **PMI servizi** potrebbe evidenziare un lieve rallentamento a 52 da 52,2 precedente. Il dato di ottobre rappresentava un massimo dallo scorso marzo. L'omologa indagine Istat ha dato però di recente indicazioni meno incoraggianti, ed è rimasta invariata a novembre. Il livello del PMI resta coerente con un contributo dei servizi al valore aggiunto pari a circa 0,1% t/t.

**Stati Uniti**

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** è attesa dal consenso a 138 mila, da 125 mila di ottobre.
- L'**ISM non manifatturiero** a dicembre dovrebbe stabilizzarsi a 54,2 da 54,7 di ottobre, confermandosi all'interno di un intervallo in linea con il proseguimento dell'espansione. L'indagine a ottobre era stata omogeneamente positiva, con segnali solidi da ordini, attività e occupazione. Il PMI Markit dei servizi a ottobre ha dato indicazioni di crescita diffusa alla maggior parte dei settori; la debolezza dell'estrattivo, in contrazione da mesi, dovrebbe persistere. La stabilizzazione del manifatturiero e la transitorietà dell'indebolimento del non-manifatturiero puntano a una riduzione dei rischi di significativo rallentamento della crescita nel 2020.

**Giovedì 5 dicembre****Area euro**

- **Area euro.** La stima finale del **PIL** dovrebbe essere confermata a 0,2% t/t e 1,2% a/a, come da stima preliminare. La crescita trimestrale è stata trainata dalla domanda finale interna.
- **Area euro.** Prevediamo che l'**occupazione** sia cresciuta di 0,2% t/t. I dati già pubblicati hanno mostrato una lieve flessione in Italia, ma incrementi in diversi altri paesi (Germania, Spagna, Olanda, Austria, Portogallo). L'indice occupazionale nelle indagini PMI è calato da 52,96 a 51,68 nel 3° trimestre, e segnala un probabile rallentamento della crescita tendenziale dell'occupazione. Stimiamo che quest'ultima sia scesa ulteriormente all'1,0% a/a, dall'1,2% del 2° trimestre.
- **Germania.** I **nuovi ordinativi all'industria manifatturiera** dovrebbero essere cresciuti per il secondo mese di fila, in ottobre: +0,5% m/m, dopo l'inatteso balzo di settembre (+1,3% m/m). Il tasso di variazione annuo dovrebbe risalire da -5,4% a -4,9% a/a. Le indagini di fiducia mostrano un miglioramento da livelli molto bassi.

**Stati Uniti**

- Il deficit della **bilancia commerciale** a ottobre è previsto in chiusura a -49,2 mld di dollari da -52,5 mld. In termini nominali i flussi dovrebbero essere frenati anche dal calo dei prezzi, più marcato per l'import (-0,5% m/m) che per l'export (-0,1% m/m). La stima preliminare della bilancia dei beni ha registrato una correzione dell'export di -0,7% m/m, dovuta ai segmenti auto e (sciopero GM) e agricoli (guerra dei dazi con la Cina), mentre le importazioni sono crollate di -2,6% m/m. Il canale estero sulla base dei dati disponibili finora, dovrebbe dare un contributo positivo alla crescita del PIL del 4° trimestre.

**Venerdì 6 dicembre****Area euro**

- **Germania.** Prevediamo che la **produzione industriale** sia cresciuta di 0,1% m/m in ottobre, compensando soltanto in parte il calo di settembre (-0,6%). In tal caso, la variazione annua migliorerebbe da -4,4% a -3,5% a/a. Ci attendiamo un contributo positivo da costruzioni e utility, mentre la variazione del manifatturiero sarà trascurabile. Le prospettive del settore industriale sono migliorate un po' negli ultimi mesi, grazie all'allentamento delle tensioni sulle politiche commerciali, ma la situazione corrente, per quanto stabilizzata, appare ancora debole.

**Stati Uniti**

- L'*employment report* di novembre dovrebbe essere positivo, con una ripresa della dinamica occupazionale dopo il rallentamento di ottobre dovuto allo sciopero GM, e una limatura del tasso di disoccupazione. Gli **occupati non agricoli** sono previsti in rialzo di 190 mila, dopo 128 mila del mese precedente, con il rientro di circa 45 mila lavoratori in sciopero fra metà settembre e fine ottobre. Il settore privato dovrebbe creare 180 mila posti, con un rimbalzo nel manifatturiero dovuto alla fine dello sciopero (ma una variazione marginalmente negativa al netto dello sciopero, dopo un aumento netto a ottobre); nei servizi, la sanità e i servizi alle imprese dovrebbero registrare incrementi sempre sostenuti, fra 30 e 40 mila, mentre l'ospitalità dovrebbe vedere un rallentamento, dopo +61 mila a ottobre. Nel settore pubblico gli occupati dovrebbero aumentare di 10 mila unità. Il tasso di **disoccupazione** potrebbe tornare al 3,5% da 3,6% di ottobre, sulla scia di una possibile correzione del tasso di **partecipazione**, in aumento fino a 63,3% a ottobre da 62,8% di maggio. I salari orari sono previsti in rialzo di 0,3% m/m, dopo due mesi di variazioni al di sotto della media recente, con una riaccelerazione della dinamica annua a 3,1% a/a.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a dicembre (prel.) è prevista in marginale correzione a 96,5 da 96,8 di novembre, in linea con la modesta correzione registrata anche dagli altri indici di fiducia. Le condizioni correnti dovrebbero essere in flessione, a fronte di una tenuta delle aspettative.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (2-6 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	2/12	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		nov	prel 48.6			
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	nov	47.7	47.5	47.9	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		nov	prel 51.6	51.6	51.6		
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	nov	prel 43.8	43.8	43.8		
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	nov	prel 46.6	46.6	46.6		
	10:30	GB	PMI manifatturiero	*	nov	48.3	48.3			
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		ott	0.5	%	0.3	0.5	
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	nov	48.3		49.4	49.7	
Mar	3/12	11:00	EUR	PPI a/a		ott	-1.2	%		
Mer	4/12	09:45	ITA	PMI servizi	*	nov	52.2	51.2	52.0	
		09:50	FRA	PMI servizi finale		nov	prel 52.9	52.9	52.9	
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	nov	prel 51.3	51.3	51.3	
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	nov	prel 51.5	51.5	51.5	
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	nov	prel 50.3	50.3	50.3	
		10:30	GB	PMI servizi	*	nov	48.6	48.6		
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		nov	125	x1000	138	
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	nov	54.7		54.5	54.2
Gio	5/12	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ott	1.3	%	0.4	0.5
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ott	0.8	%		
		11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.2	%	0.2	0.2
		11:00	EUR	PIL a/a finale		T3	prel 1.2	%	1.2	1.2
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ott	0.1	%	0.0	
		11:00	EUR	Occupazione t/t		T3	0.1	%		0.2
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	213	x1000		
		14:30	USA	Bilancia commerciale		ott	-52.5	Mld \$	-51.5	-49.2
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ott	prel 0.6	%		
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ott	prel 0.6	%		
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ott	-0.6	%	-0.5	
Ven	6/12	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ott	9.5	%	-3.0	
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ott	-0.6	%	0.3	0.1
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ott	0.9	%		
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	nov	128	x1000	183	190
		14:30	USA	Salari orari m/m		nov	0.2	%	0.3	0.3
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	nov	3.6	%	3.6	3.5
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		dic	96.8		96.5	96.5

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

### Calendario degli eventi (2-6 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	2/12	15:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
Mar	3/12	09:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		10:15	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
Mer	4/12		EUR	* Riunione Eurogruppo
		10:00	ITA	L'Istat diffonde le "Prospettive per l'economia italiana, Anni 2019-2020"
		16:00	USA	Discorso di Quarles (Fed)
Gio	5/12		EUR	Riunione Ecofin
		02:30	GIA	Discorso di Harada (BoJ)
		16:00	USA	Discorso di Quarles (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale prelim	ott	-70.55	Mld \$	-66.53
Indice dei prezzi delle case m/m	set	0.2	%	0.6
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	set	2.0	%	2.1
Vendite di nuove case (mln ann.)	ott	0.738 (0.701)	Mln	0.709
Fiducia consumatori (CB)	nov	126.1 (125.9)		127.0
Richieste di sussidio	settim	228 (227)	x1000	213
Deflatore consumi core t/t prelim	T3	2.2	%	2.1
PIL t/t ann. prelim	T3	1.9	%	2.1
PIL, deflatore t/t ann. prelim.	T3	1.6	%	1.7
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	ott	-0.4	%	0.1
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	ott	-1.4 (-1.2)	%	-0.8
PMI (Chicago)	nov	43.2		47.0
Deflatore consumi (core) a/a	ott	1.7	%	1.6
Deflatore consumi (core) m/m	ott	0.0	%	0.1
Deflatore consumi a/a	ott	1.3	%	1.3
Spesa per consumi (nominale) m/m	ott	0.2	%	0.3
Redditi delle famiglie m/m	ott	0.3	%	0.0

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

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a novembre corregge per il quarto mese consecutivo, scendendo a 125,5 da 126,1 di ottobre. L'indice della situazione corrente è in calo a 166,9 da 173,5, mentre la componente aspettative è in rialzo a 97,9 da 94,5. Secondo il direttore dell'indagine il calo della situazione corrente è dovuto a minore ottimismo sull'occupazione e sulle condizioni economiche, ed è in linea con un probabile rallentamento della crescita nel 4° trimestre, con una ripresa verso il 2% nei trimestri successivi. Per le aspettative, si registra un miglioramento delle previsioni di reddito e quasi-stabilità delle condizioni del mercato del lavoro.

Le **vendite di case nuove** a ottobre calano a 733 mila da 738 mila di settembre. La correzione di ottobre è in realtà solo apparente, visto che il dato di settembre registra un'ampia revisione verso l'alto, da 701 mila della prima stima, su un massimo dal 2007. Le vendite di settembre-ottobre danno conferma al solido trend in rialzo iniziato a fine 2018 sulla scia del calo dei tassi sui mutui.

Il deficit della **bilancia commerciale dei beni** a ottobre si riduce a -66,5 mld di dollari da -70,5 di settembre e sorprende verso il basso rispetto ad aspettative di consenso per -71,2 mld. La chiusura del saldo è dovuta a una correzione dei flussi su entrambi i lati della bilancia. L'export è in flessione di -0,7% m/m, dopo -1,3% m/m, sulla scia di correzioni nel segmento dei beni agricoli (effetto della guerra dei dazi con la Cina) e delle auto (effetto dello sciopero GM). La vera sorpresa è dal lato dell'import che registra un calo di -2,4% m/m, solo in parte dovuto ai prezzi (-0,5% m/m) e diffuso a materie prime e beni di consumo. La chiusura del deficit a ottobre, a meno di un'ampia inversione dell'import nei mesi successivi, implica un probabile contributo positivo del canale estero, contro aspettative precedenti di freno alla crescita dell'autunno.

La seconda stima del **PIL del 3° trimestre** registra una crescita di 2,1% t/t ann. da 1,9% t/t ann. della stima *advance*, con una revisione verso l'alto concentrata sulla spesa in strutture delle imprese. I consumi sono in aumento di 2,9% t/t ann., dopo 4,6% t/t ann. della primavera, gli investimenti fissi non residenziali sono in contrazione di -3% t/t ann. e quelli residenziali segnano un rialzo di 5,1% t/t ann. Le scorte sottraggono 0,2 pp e il canale estero dà un contributo nullo alla crescita complessiva. I dati confermano che il ciclo USA rimane sostenuto dai consumi e frenato dagli investimenti fissi. Il 4° trimestre dovrebbe registrare un rallentamento dovuto a una normalizzazione della dinamica dei consumi e a una crescita meno brillante dell'edilizia residenziale, con gli investimenti non residenziali sempre deboli, ma in miglioramento rispetto al 3° trimestre. La crescita nel 2020 è prevista a 1,7%.

Gli **ordini di beni durevoli** a ottobre sorprendono verso l'alto con un aumento di 0,6% m/m, dopo -1,4% m/m di settembre. Anche **al netto dei trasporti**, gli ordini sono in rialzo di 0,6% m/m. Gli ordini di beni capitali sono spinti verso l'alto dalla componente difesa (+16,6% m/m), ma è importante il rimbalzo degli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei, in crescita di 1,2% m/m, con indicazioni di miglioramento degli investimenti delle imprese nel 4° trimestre. I dati sono migliori delle attese, ma saranno necessarie ulteriori conferme di una possibile riaccelerazione degli investimenti fissi non residenziali vista la volatilità della serie.

La **spesa personale** a ottobre aumenta di 0,3% m/m dopo 0,2% m/m di settembre, con un rallentamento della dinamica dei consumi in termini reali (0,1% m/m) e indicazioni di un ritmo di crescita intorno al 2% t/t ann. nel 4° trimestre, da 2,9% t/t ann. del 3°. La spesa per beni durevoli di ottobre è frenata dagli effetti dello sciopero GM, che avevano ridotto le scorte di auto, e probabilmente sarà seguita da un rimbalzo a novembre; sono invece in aumento la spesa per utility e benzina. Il **reddito personale** è invariato su base mensile (consenso: +0,3% m/m), con due forze contrastanti: un incremento solido del reddito da lavoro (0,4% m/m) e una contrazione dei redditi agricoli, dopo l'aumento determinato dai sussidi agli agricoltori. Il reddito disponibile reale corregge di -0,3% m/m. I dati del 2° trimestre sono rivisti verso il basso, ma la crescita del reddito disponibile reale si mantiene solida, a 2,8% a/a a ottobre. Il tasso di risparmio cala a 7,8%, ma resta su livelli storicamente elevati. Il **deflatore dei consumi core** aumenta di 0,1% m/m (1,6% a/a) come atteso e indica stabilizzazione della dinamica mensile dei prezzi vicino a 0,2%, in linea con le previsioni del FOMC di inflazione core intorno al 2% nel 2020. I dati nel complesso indicano un moderato indebolimento dei consumi dopo la crescita forte della parte centrale dell'anno.

I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 23 novembre calano a 213 mila da 228 mila della settimana precedente e invertono il recente trend verso l'alto dei sussidi, mantenendo indicazioni di mercato del lavoro al pieno impiego.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	ott	9.2 (9.1)	%	-4.4 -7.1
Job to applicant ratio	ott	1.57		1.56 1.57
Tasso di disoccupazione	ott	2.4	%	2.4 2.4
Produzione industriale m/m prelim	ott	1.7	%	-2.1 -4.2
Fiducia delle famiglie	nov	36.2		38.7

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

Fonte: Bloomberg

In ottobre, la **produzione industriale** è scesa di -4,2% m/m, per una variazione tendenziale di -6,6% a/a. Il calo riflette anche l'effetto del tifone che ha colpito il Giappone il mese scorso, obbligando alla chiusura diversi impianti produttivi. Tuttavia, la domanda interna ha anche subito l'impatto negativo dell'aumento delle imposte indirette attuato il 1° ottobre. Le previsioni raccolte dal METI mostrano un calo atteso di -1,5% m/m a novembre, seguito da un rimbalzo previsto di 1,1% m/m a dicembre. Nel 4° trimestre gli effetti della restrizione fiscale dovrebbero dar luogo a una contrazione del PIL su base trimestrale.

Il **tasso di disoccupazione** a ottobre è stabile a 2,4%, come a settembre, e resta all'interno dell'intervallo di fluttuazione visto dal 2018, sui minimi dai primi anni '90. Gli occupati e la forza lavoro sono in aumento e confermano l'andamento positivo del mercato del lavoro. Il trend verso l'alto della partecipazione femminile e delle coorti più anziane contribuisce a calmierare la dinamica salariale e la scarsità di manodopera.

### Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Credito al consumo	ott	0.785 (0.828)	Mld £	0.900 1.326

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

Fonte: Bloomberg

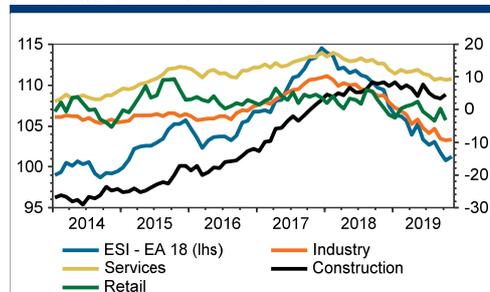
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T3	0.4	%	0.4
EUR	M3 dest. a/a	ott	5.5	%	5.5
EUR	Fiducia consumatori finale	nov	-7.2	-7.2	-7.2
EUR	Fiducia servizi	nov	9.0	8.8	9.3
EUR	Fiducia industria	nov	-9.5	-9.1	-9.2
EUR	Indice di fiducia economica	nov	100.8	101.0	101.3
EUR	Tasso di disoccupazione	ott	7.6	(7.5) %	7.5
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	nov	1.2	1.3	1.5
EUR	CPI a/a stima flash	nov	0.7	0.9	1.0
FRA	Fiducia consumatori	nov	104	103	106
FRA	Spese per consumi m/m	ott	-0.3	(-0.4) %	0.3
FRA	IPCA a/a prelim	nov	0.9	1.1	1.2
GER	Prezzi import a/a	ott	-2.5	-3.6	-3.5
GER	IPCA m/m prelim	nov	0.1	-0.7	-0.8
GER	CPI (Lander) m/m prelim	nov	0.1	-0.6	-0.8
GER	IPCA a/a prelim	nov	0.9	1.2	1.2
GER	CPI (Lander) a/a prelim	nov	1.1	1.3	1.1
GER	Vendite al dettaglio m/m	ott	0.0	(0.4) %	-1.9
GER	Vendite al dettaglio a/a	ott	3.4	0.8	0.8
GER	Tasso di disoccupazione	nov	5.0	5.0	5.0
GER	Variazione n° disoccupati	nov	5	(6) x1000	-16
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ott	9.9	9.8	9.7
ITA	IPCA m/m prelim	nov	0.2	-0.1	-0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	nov	0.2	0.3	0.4
ITA	IPCA a/a prelim	nov	0.2	0.3	0.4
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	nov	-0.1	-0.1	0.0
ITA	PIL a/a finale	T3	0.3	0.3	0.3
ITA	PIL t/t finale	T3	0.1	0.1	0.1
SPA	IPCA a/a prelim	nov	0.2	0.5	0.5

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

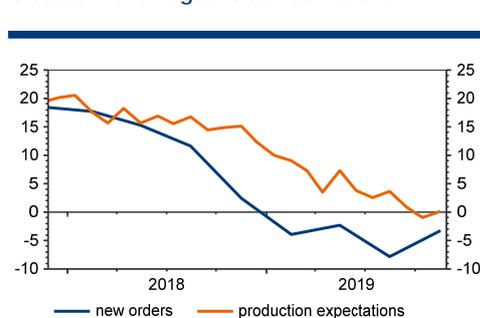
**Area euro. L'indice di fiducia economica** per l'Eurozona è salito da 100,8 a 101,3 in novembre. La variazione è leggermente migliore delle stime di consenso. Il miglioramento del clima di fiducia ha interessato l'industria (+0,3 punti a -9,2), i servizi (+0,3 punti a 9,3) e il commercio al dettaglio (+0,7 punti a -0,2). La fiducia dei consumatori è migliorata da -7,6 a -7,2. La fiducia è riportata in netto miglioramento anche nei servizi finanziari. Nel comparto manifatturiero, l'indagine evidenzia un giudizio meno negativo riguardo all'andamento degli ordinativi e, inoltre, le aspettative di produzione sono migliorate e segnalano ora un andamento stabile invece che calante. L'andamento della fiducia non ha impatto sulle nostre aspettative riguardo alla crescita del PIL, che nel 4° trimestre 2019 dovrebbe restare fra 0,1 e 0,2% t/t.

## Eurozona: lieve ripresa della fiducia nel manifatturiero e nei servizi



Fonte: Commissione Europea

## Giudizio meno negativo sui nuovi ordini



Fonte: Commissione Europea

**Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** è calato in ottobre a 7,5%, dal 7,6% precedente (rivisto da 7,5%). Ci attendiamo che il tasso di disoccupazione registri un incremento marginale nei prossimi mesi, per effetto del rallentamento della crescita occupazionale.

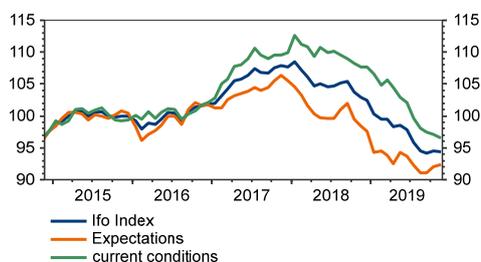
**Area euro.** La stima flash dell'**inflazione** è stata un po' più alta delle attese. L'indice generale ha registrato una variazione di -0,3% m/m, per un tendenziale di 1,0% a/a. Escludendo alimentari non trasformati ed energia, le variazioni sono pari a -0,4% m/m e 1,3% a/a. L'inflazione è destinata a salire ancora nei prossimi mesi, con picchi che ci attendiamo a 1,5-1,6%.

**Germania.** Il **clima di fiducia** misurato dall'**Ifo** è migliorato in Germania per il terzo mese consecutivo a novembre. Tuttavia, il rialzo è stato marginale: l'indice a novembre è aumentato di solo tre decimi, a **95,0**, appena sette decimi al di sopra del minimo di agosto. L'indice delle condizioni correnti è cresciuto di appena un decimo a 97,9. **La maggior parte dell'incremento dell'indice complessivo deriva dalle aspettative**, salite di cinque decimi a 92,1, 1,2 punti sopra il minimo di settembre. Malgrado l'aumento di novembre, le aspettative rimangono al di sotto della valutazione delle condizioni attuali, il che dimostra che le imprese nel complesso mancano ancora di fiducia nel futuro.

**La fiducia è stabile a un livello basso nel manifatturiero:** novembre ha cancellato l'incremento marginale registrato ad ottobre. La fiducia nei servizi si sta riprendendo negli ultimi mesi, anche se solo leggermente. Nel frattempo, la situazione nel settore delle costruzioni rimane molto favorevole, ma l'indice continua a scendere di mese in mese. **La ripresa più significativa dell'ottimismo si è verificata nel settore commerciale.**

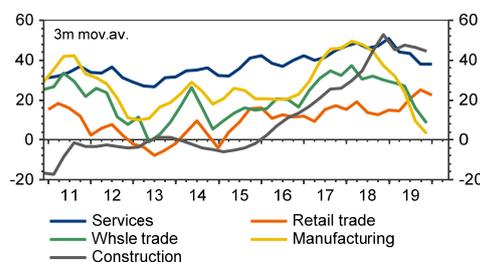
Il rialzo dell'indice Ifo è stato inferiore a quello dell'indice ZEW. **L'andamento dell'indice Ifo è ancora in linea con le nostre previsioni di una fine 2019 debole, seguita da una lieve ripresa nel prossimo anno.** Le incertezze legate alle previsioni di crescita sono inferiori al trimestre scorso, ma sono ancora sostanziali.

**Germania: indice Ifo di fiducia economica**



Fonte: Ifo Institut

**Germania: fiducia per settore**



Nota: medie mobili trimestrali. Fonte: Ifo Institut

**Germania.** Il **tasso di disoccupazione** è rimasto stabile al 5% a novembre, solo un decimo al sopra del minimo storico. Nel mese, il numero di disoccupati è calato a sorpresa di -16 mila unità. Il picco per le condizioni sul mercato del lavoro potrebbe essere alle spalle, anche se la situazione rimane florida. È aumentato il numero di lavoratori con orario ridotto. Le recenti indagini fanno sperare in una stabilizzazione dell'attività economica nei prossimi mesi.

**Germania.** In contrasto con i dati positivi sul mercato del lavoro, le **vendite al dettaglio** hanno sorpreso al ribasso a ottobre (non è da escludere che le riduzioni di orario possano avere avuto un impatto). Le vendite sono calate di ben -1,9% m/m a ottobre, per un rallentamento su base annua a 0,8%, da 3,4% precedente.

**Germania.** L'**inflazione armonizzata UE è salita all'1,2% a/a a novembre**, in aumento dallo 0,9% di ottobre. Nel mese i prezzi sono diminuiti di -0,8%. Il dato è stato inferiore alle attese di consenso. Sull'anno, l'inflazione è stata trascinata verso il basso dai prezzi dell'energia (come previsto), ma anche da un forte e sorprendente calo della componente dei beni. L'aumento è stato marcato

per la componente alimentare, solo lieve per i servizi. L'inflazione sull'indice nazionale è rimasta invariata all'1,1% a/a. In prospettiva, l'inflazione potrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi, principalmente a causa degli effetti di base. Dopo un picco vicino al 2% a marzo 2020, l'inflazione potrebbe tornare a calare nel corso dell'anno (tornando sotto l'1% nel secondo semestre).

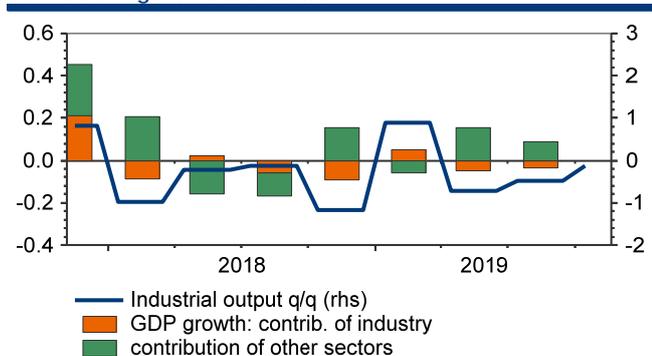
**Francia.** La stima preliminare indica che a novembre i **prezzi al consumo** sono cresciuti di un decimo su entrambi gli indici dopo essere rimasti fermi a ottobre. L'inflazione ha accelerato oltre le attese all'1,0% da 0,8% sull'indice nazionale e all'1,2% dallo 0,9% su quello armonizzato. L'inflazione è vista rallentare quest'anno all'1,3% dal 2,1% del 2018.

**Francia.** La **spesa per consumi** a ottobre avanza di 0,2% m/m da -0,3% m/m, un decimo meno della nostra previsione, ma il dato di settembre è stato rivisto al rialzo di un decimo. Le vendite di automobili sono cresciute dell'1,8% m/m da -3,6% m/m e sono state il principale contributore al dato. Il consumo di energia è calato dell'1,5% da +0,2% m/m. La variazione annua passa a -0,2% da +0,5%. I consumi sono in rotta per una stagnazione nell'ultimo trimestre, dopo l'aumento di +0,4% t/t nel terzo. In media annua i consumi sono attesi piatti nel 2019.

**Belgio.** L'**indice ciclico BNB** migliora a novembre a -3,9 da -4,6 contro attese di consenso che erano per un peggioramento. Il sotto-indice manifatturiero sale a -7,6 da -8,6, così come migliora anche l'indice delle costruzioni e quello del commercio al dettaglio. La media trimestrale dell'indice BNB passa a -4,2 nel trimestre in corso da -5,5 del terzo, suggerendo che la frenata economica registrata dopo l'estate potrebbe essere già in fase di conclusione.

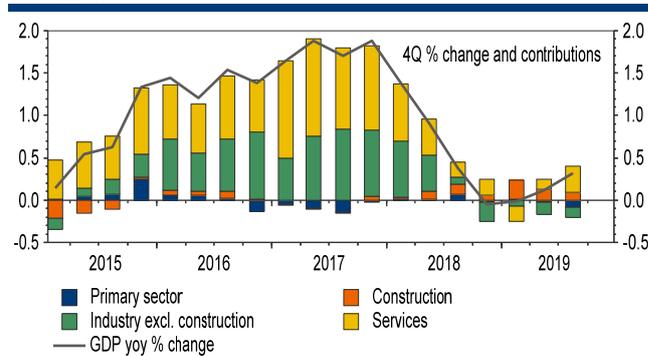
**Italia.** La seconda stima ha confermato che il **PIL è cresciuto di 0,1% t/t**, in linea con i precedenti tre trimestri. La crescita annua è stata anch'essa confermata, a 0,3% (massimo da un anno). Come atteso, **la crescita è venuta dalla domanda domestica, e in particolare dai consumi (+0,4% t/t) e dalle scorte** (contributo: +0,3% t/t), mentre un **contributo negativo è venuto dal commercio estero** (-0,4% t/t). **Gli investimenti sono calati** (-0,2% t/t). In pratica, come sospettavamo, il grosso dell'incremento della domanda interna è venuto dalle scorte (che avevano significativamente frenato l'attività nella prima parte dell'anno). Il contributo dei magazzini è risultato, come spesso capita, speculare a quello del commercio estero. Come ci aspettavamo, **l'industria in senso stretto è ora stimata aver contribuito negativamente al PIL, con un calo del valore aggiunto pari a -0,2% t/t**, coerentemente con le indicazioni giunte dai mensili sulla produzione. Viceversa, si è registrato un aumento del valore aggiunto di un decimo sia nei servizi che nelle costruzioni. **La crescita "acquisita" per il 2019 (assumendo una stagnazione nell'ultimo trimestre dell'anno) + rimasta a 0,2%**, come nella precedente stima. Pensiamo che il consuntivo 2019 possa risultare in linea con quel valore. In prospettiva, pensiamo che la fase di sostanziale stagnazione dell'attività economica possa estendersi quanto meno ai trimestri a cavallo d'anno. **Le indagini sono oggi coerenti con un PIL t/t nel range -0.1%/+0.1% t/t**. In ogni caso, il 2020 dovrebbe vedere un miglioramento rispetto alla media 2019. **I rischi sulla nostra attuale previsione per l'anno prossimo (0,3%) appaiono oggi lievemente verso l'alto.**

Italia – Il PIL è cresciuto negli ultimi trimestri nonostante il contributo negativo dall'industria



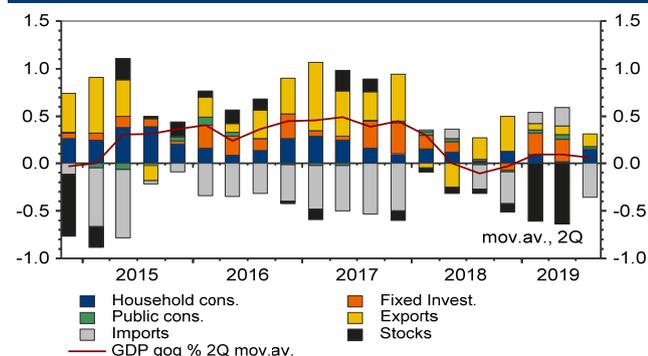
Fonte: Refinitiv Datastream

Italia – La recente ripresa su base annua è dovuta a servizi e costruzioni



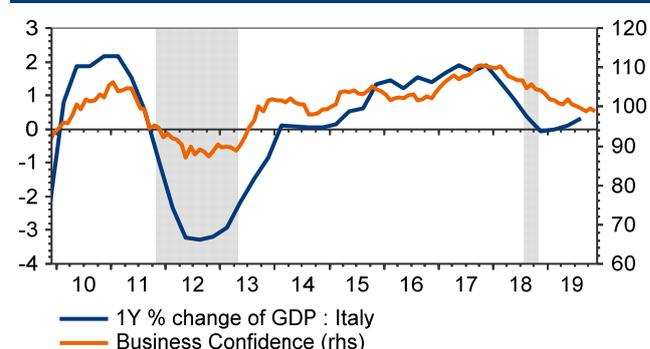
Fonte: Refinitiv Datastream

**Italia – I consumi accelerano, le scorte non sono più un freno, il principale contributo negativo viene dall'aumento dell'import**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Italia – Gli indici anticipatori non segnalano una ripresa significativa nel breve termine**



Fonte: Refinitiv Datastream

Italia. A novembre, **la fiducia dei consumatori è calata per il secondo mese consecutivo**, a 108,5 da 111,5 di ottobre (dato rivisto al ribasso di due decimi). Si tratta di un **minimo dal luglio del 2017**. Ci aspettavamo un calo (a fronte di previsioni di consenso per una stabilità), ma **la diminuzione è stata più marcata delle nostre attese. La flessione è dovuta soprattutto alle valutazioni delle famiglie sul clima economico generale**, in calo di oltre 10 punti (non accadeva da luglio del 2015). Viceversa, gli intervistati hanno segnalato un miglioramento del clima personale. Le famiglie manifestano anche **maggiori timori occupazionali** (ai massimi dal 2014).

Viceversa, **l'indice composito sul morale delle aziende è salito lievemente**, a 99,1 da 98,9 di ottobre (rivisto al ribasso di un decimo rispetto alla prima stima). **Tuttavia, il dettaglio per settore è decisamente meno incoraggiante**: il clima di fiducia è risultato poco variato nei servizi e nel commercio al dettaglio, mentre è calato sia nelle costruzioni che nel manifatturiero.

In particolare, **nel manifatturiero, il morale delle aziende è tornato a calare dopo il rimbalzo del mese scorso**, in pratica cancellando i guadagni di ottobre e tornando al livello di settembre (98,9), che rappresenta un minimo da oltre 5 anni. Le attese sia nostre che di consenso erano per un recupero. Le imprese segnalano soprattutto una flessione degli ordini e della produzione corrente, mentre salgono per il secondo mese le attese sugli ordini futuri. **In netto calo le aspettative sia sull'economia che sull'occupazione.**

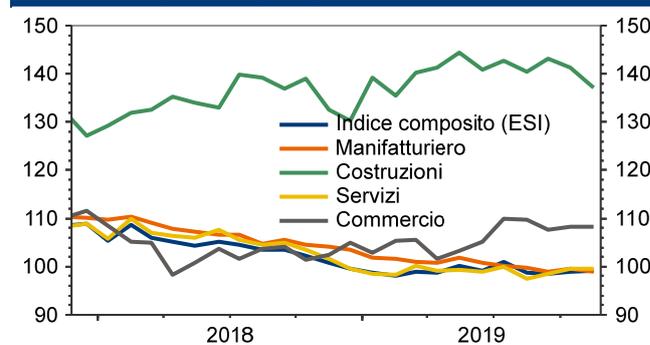
In sintesi, le indagini dipingono **un quadro più fosco rispetto a quello del mese scorso**. In settembre e ottobre si era registrato un maggior ottimismo sia delle famiglie che delle aziende sulle prospettive dell'economia, probabilmente sulla scia sia del miglioramento delle condizioni finanziarie domestiche che dei primi segnali di ripresa del commercio estero. Tale recupero sembra essere stato di breve durata. In generale, le indagini di recente non sono state un buon previsore della crescita del PIL, che è stata superiore a quella segnalata dalle *survey*. In ogni caso, ad oggi, **il livello degli indici anticipatori resta coerente con una sostanziale stagnazione dell'economia (in un intervallo tra -0,1% e +0,1% t/t) anche a cavallo tra fine 2019 e inizio 2020.**

**Fiducia dei consumatori e delle imprese**



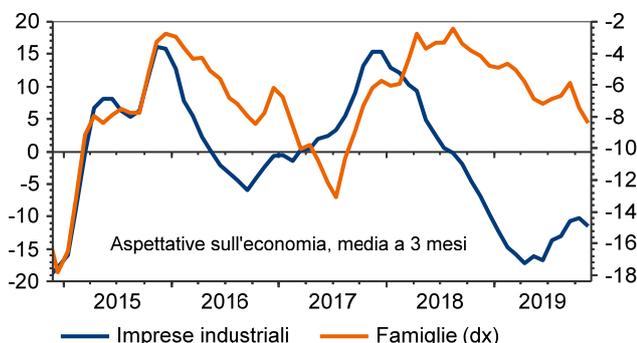
Fonte: Refinitiv Datastream

**Fiducia delle imprese nei principali settori**



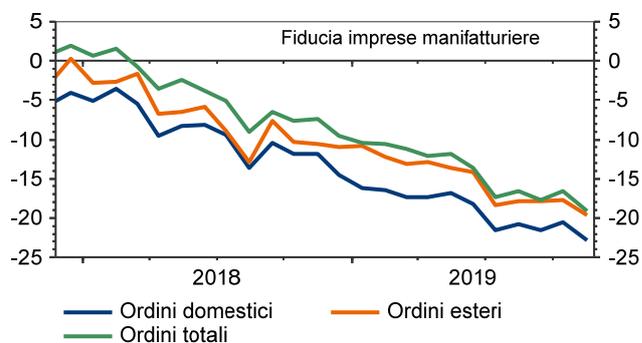
Fonte: Refinitiv Datastream

**Sia le famiglie che le aziende sono meno ottimiste sulla situazione economica del Paese**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Le imprese manifatturiere segnalano un ulteriore calo degli ordini**



Fonte: Refinitiv Datastream

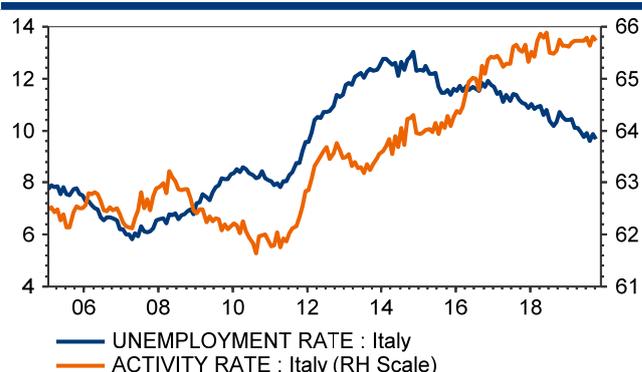
**Italia. Il tasso di disoccupazione è tornato a calare (più del previsto) a ottobre, a 9,7%, dopo essere salito a 9,9% a settembre.** Nel mese, **gli occupati sono saliti per la prima volta negli ultimi 4 mesi** (+46 mila unità), con il tasso di occupazione stabile al 59,2% (vicino ai massimi storici). Al contrario che in settembre, a ottobre gli inattivi sono tornati a salire, di 25 mila unità, con il **tasso di inattività in aumento di un decimo a 34,3%** (ancora vicino ai minimi storici). Il grosso della creazione di posti di lavoro è dovuto ai lavoratori indipendenti (+38 mila unità), mentre i dipendenti sono aumentati solo marginalmente. **Il tasso di disoccupazione giovanile è sceso anch'esso, a 27,8% da 28,6%,** tornando vicino ai livelli di agosto dopo l'aumento di settembre (vicino ai minimi dal 2010). Ancora una volta, **l'occupazione nel mese cresce soprattutto tra gli ultracinquantenni** (+41 mila unità), anche se ciò è **in parte dovuto alla dinamica demografica (la crescita dell'occupazione per gli ultracinquantenni su base annua è pari a 2,6%, che si riduce a 1% al netto della dinamica demografica (contro 2,7% per i lavoratori sotto i 35 anni).** In breve, **l'occupazione rimane più dinamica del PIL** (+0,9% a/a a ottobre, contro un PIL in crescita di +0,3% nel 3° trimestre). Dopo una crescita robusta nel 1° semestre, e dopo aver toccato un picco a giugno, l'occupazione si è mossa lateralmente. In prospettiva, pensiamo che il gap tra occupati e PIL possa ridursi nei prossimi mesi. **Le indicazioni recenti dalle indagini non sono confortanti**, in quanto sia le famiglie che le imprese si aspettano un aumento della disoccupazione nei prossimi mesi. **Stimiamo un tasso dei senza-lavoro vicino al 10%** per l'orizzonte prevedibile.

**Italia – La disoccupazione mantiene un trend discendente**



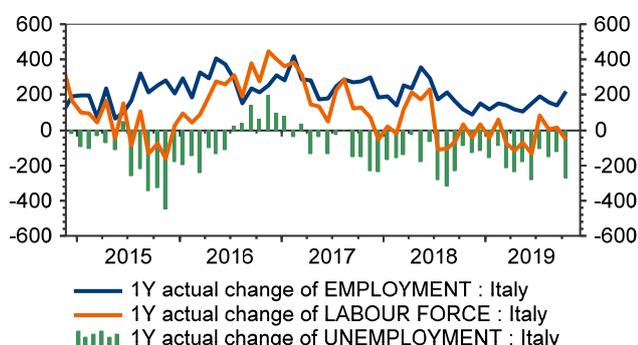
Fonte: Refinitiv Datastream

**Italia – Il tasso di attività è calato marginalmente a ottobre, ma resta vicino ai massimi storici**



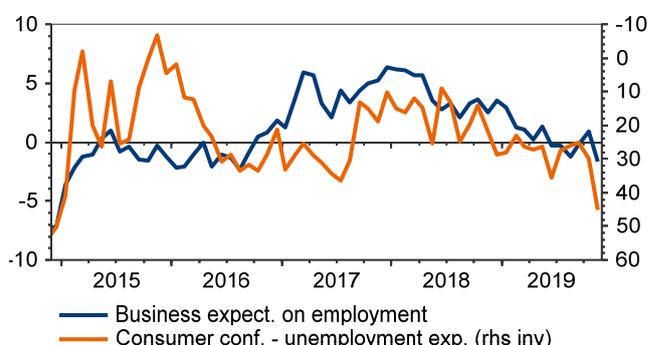
Fonte: Refinitiv Datastream

## Italia – La creazione di posti di lavoro resta vivace su base annua



Fonte: Refinitiv Datastream

## Italia – Ma le aspettative di famiglie e imprese per i prossimi mesi si fanno facendo più pessimistiche



Fonte: Refinitiv Datastream

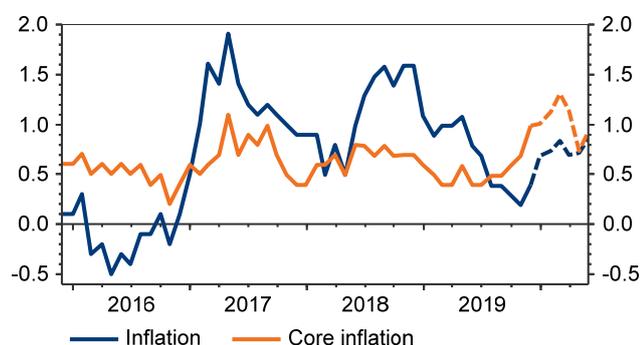
**Italia.** In ottobre, l'**export verso i Paesi extra-UE** ha registrato un incremento di 6,1% m/m, interamente spiegato dai beni strumentali, e 8,4% a/a. Le **importazioni**, sempre dai mercati al di fuori dell'Unione Europea, hanno registrato una contrazione di -3,9% m/m e -9,3% a/a, principalmente dovuta all'energia.

**Italia.** Nel 2018, la **produttività del lavoro** per ora lavorata è calata di -0,3%, mentre la **produttività totale dei fattori** è scesa di -0,2%. I dati sono inferiori alla media storica 1995-2018, pari a 0,4% per il lavoro e zero per la produttività totale dei fattori, che sono i più bassi fra quelli delle grandi economie dell'Eurozona.

**Italia.** Il **fatturato nei servizi è aumentato di 0,5% t/t nel 3° trimestre**, in accelerazione dallo 0,2% dei tre mesi precedenti. **È l'incremento massimo dal 2017**. Nel trimestre, sono stati trainanti soprattutto i servizi di informazione e comunicazione (+0,9% t/t), mentre è rimasto fermo il fatturato delle attività professionali, scientifiche e tecniche, e delle agenzie di viaggio e servizi di supporto alle imprese. Su base annua, il fatturato nei servizi è salito di 1,3%, in netta crescita dallo 0,2% precedente e ai massimi da fine 2018; sull'anno, il comparto più dinamico è il trasporto e magazzinaggio (2,1%). Tra i settori, spiccano la produzione di software, consulenza informatica e attività connesse (+9,2% a/a, ai massimi dal 2015), e il commercio di autoveicoli (+6,4%, record da inizio 2017), mentre si registra un calo nelle telecomunicazioni (-3,6%). In sintesi, nel trimestre il fatturato nei servizi è aumentato in misura superiore alle attese, fornendo supporto all'idea che **la ripresa nei servizi stia al momento più che bilanciando la persistente debolezza nell'industria**.

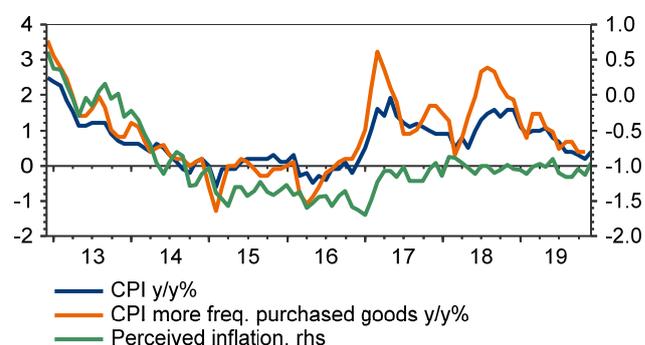
**Italia.** L'**inflazione è salita più del previsto a novembre**, a 0,4% a/a da 0,2% precedente. Nel mese, i **prezzi sono rimasti stabili sul NIC** e sono scesi di un decimo sull'armonizzato. Sull'indice domestico, i **prezzi sono calati, principalmente a causa di fattori stagionali, nei servizi ricettivi e di ristorazione** (-1,6% m/m) e **nei trasporti** (-0,8% m/m), **mentre sono saliti nel settore alimentare** (+1% m/m, anche a causa di fattori climatici). **L'inflazione di fondo è salita per il terzo mese, a 1% a/a da 0,7% precedente: è un massimo da più di due anni**. È salita anche l'inflazione sul "carrello della spesa" e sui beni ad alta frequenza di acquisto. È possibile una revisione al ribasso dei dati di novembre, per via degli sconti associati al cosiddetto "Black Friday" a fine mese, che in ogni caso avrebbe un impatto più pronunciato sull'indica armonizzato che su quello nazionale. **In sintesi, i dati sono stati superiori alle attese, ma non cambiano significativamente il quadro di debolezza delle dinamiche inflattive**, anche tenuto conto del fatto che non ci sono pressioni a monte della catena produttiva (il PPI è calato a -3% a/a a ottobre). In prospettiva, pensiamo che **il minimo per l'inflazione possa essere stato roccato a ottobre, tuttavia il CPI rimarrà al di sotto di valori "normali" (e della media eurozona) ancora per diverso tempo**. Stimiamo un ulteriore lieve aumento a dicembre, ma la media annua anche nel 2020 dovrebbe restare inferiore all'1%.

## Italia – Inflazione totale e di fondo (NIC)



Fonte: Refinitiv Datastream

## Italia – Inflazione effettiva e percepita dalle famiglie

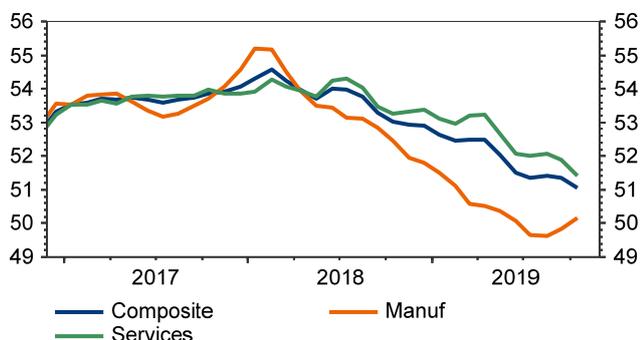


Fonte: Refinitiv Datastream

**Italia. I prezzi alla produzione sono tornati a calare a ottobre**, di -0,1% m/m, dopo l'incremento di due decimi visto a settembre. **Su base annua, il PPI è calato da -1,6% a -3%: è un nuovo minimo da oltre tre anni.** La lieve diminuzione nel mese è dovuta al mercato estero, ma il deciso calo tendenziale è spiegato interamente dal mercato interno (-4,1%). **Pesa ancora una volta soprattutto l'energia (-12,4% sul mercato interno)**, al netto della quale anche i prezzi sul mercato interno sarebbero in lieve crescita (+0,4% a/a, invariato rispetto al mese scorso). In ogni caso, i dati confermano che **non vi è alcuna pressione inflazionistica a monte della catena produttiva.**

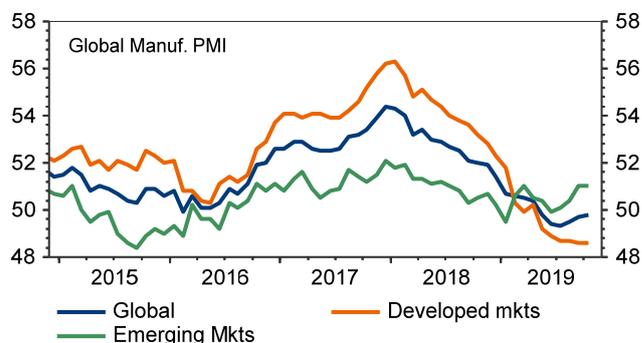
## Tendenze dell'economia globale

PMI globali



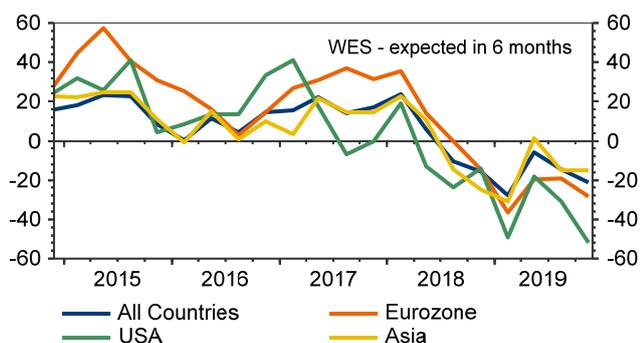
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



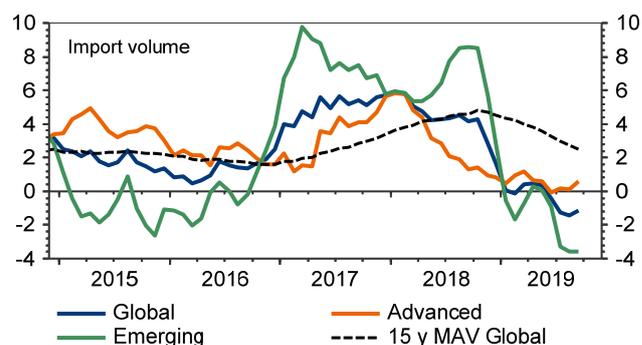
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Ifo: WES, aspettative a 6 mesi



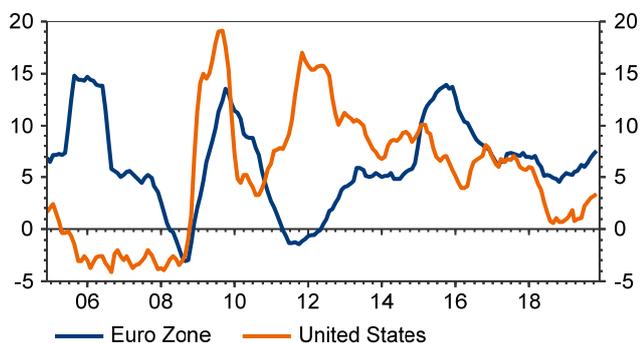
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

Andamento del commercio mondiale



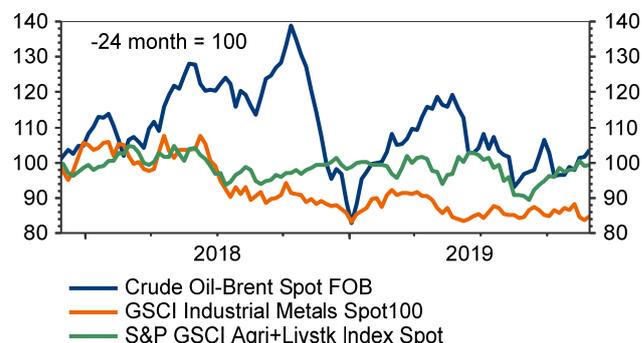
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

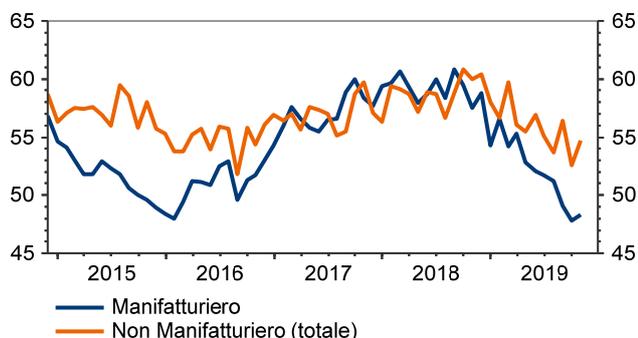
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

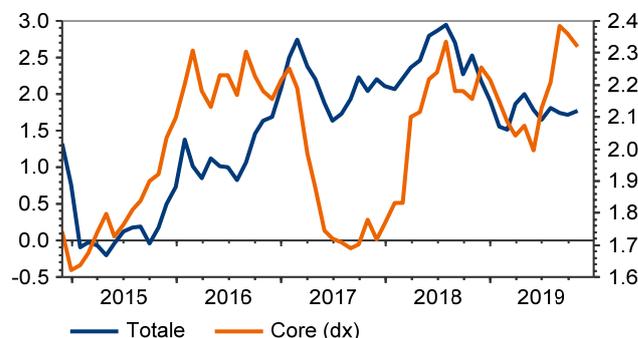
## Stati Uniti

### Indagini ISM



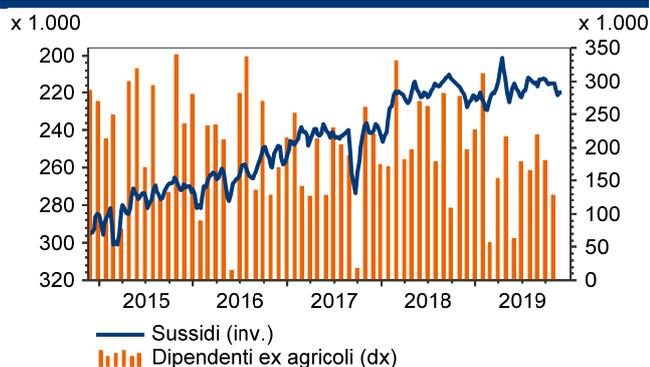
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### CPI - Var. % a/a



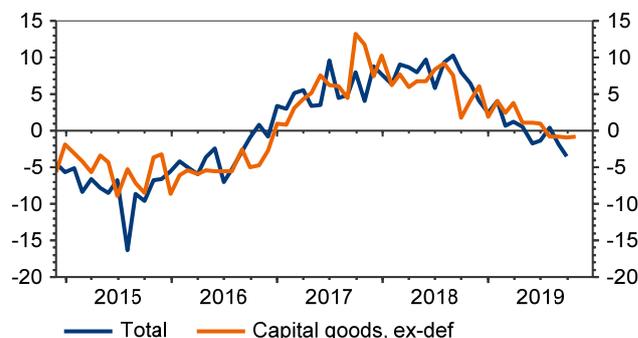
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Nuovi Ordinativi (durevoli - var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

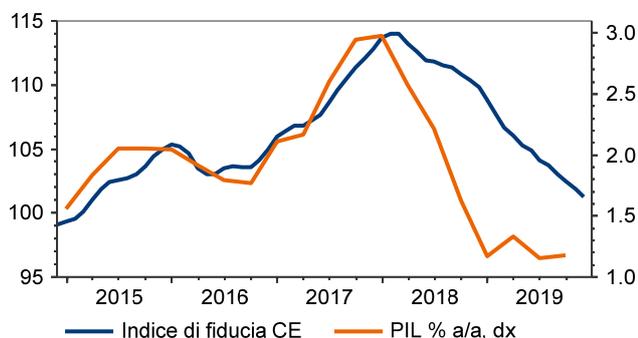
### Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018	2019	2020					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti,a/a)	2.9	2.3	1.8	2.5	2.7	2.3	2.1	2.2	1.8	1.8	1.7
- trim./trim. annualizzato				1.1	3.1	2.0	2.1	1.5	1.7	1.8	1.7
Consumi privati	3.0	2.6	2.4	1.4	1.1	4.6	2.9	2.2	2.1	2.0	2.2
IFL - privati non residenziali	6.4	2.2	0.9	4.8	4.4	-1.0	-3.0	1.5	1.1	1.8	2.3
IFL - privati residenziali	-1.5	-1.6	1.7	-4.7	-1.0	-3.0	5.1	3.5	0.8	1.2	1.0
Consumi e inv. pubblici	1.7	2.4	1.6	-0.4	2.9	4.8	2.0	2.6	1.1	1.4	0.3
Esportazioni	3.0	-0.1	1.1	1.5	4.1	-5.7	0.7	0.9	2.2	1.7	1.8
Importazioni	4.4	1.4	1.3	3.5	-1.5	0.0	1.2	-1.2	2.1	2.1	2.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.5	-1.0	0.0	-0.1	0	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.5	-2.6								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.6	-6.8	-6.3								
Debito pubblico (% PIL)	136.7	135.4	137.3								
CPI (a/a)	2.4	1.8	2.1	2.2	1.6	1.8	1.8	1.9	2.2	1.8	2.1
Produzione Industriale	3.9	0.7	-0.3	1.0	-0.5	-0.6	0.4	-0.8	0.0	0.1	0.2
Disoccupazione (%)	3.9	3.7	3.5	3.8	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5

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

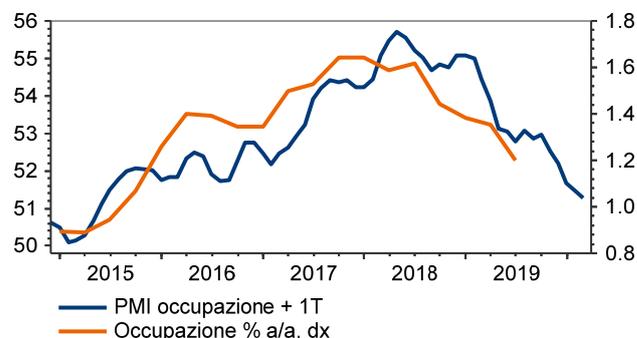
## Area euro

## PIL



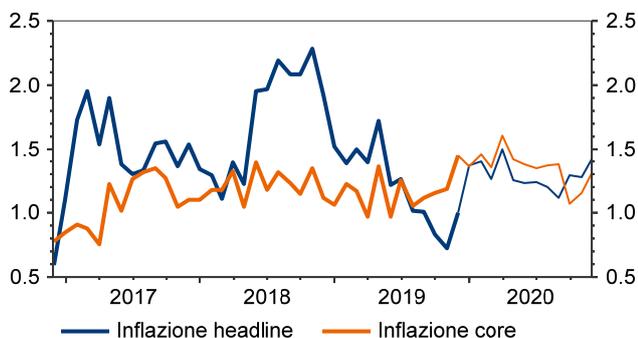
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	1.3
marzo	1.4	1.4	1.5
aprile	1.2	1.7	1.3
maggio	2.0	1.2	1.2
giugno	2.0	1.3	1.2
luglio	2.2	1.0	1.2
agosto	2.1	1.0	1.1
settembre	2.0	0.8	1.3
ottobre	2.3	0.7	1.3
novembre	1.9	1.0	1.4
dicembre	1.5	1.4	1.3

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2018	2019p	2020p	2018	2019	2020					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	1.1	0.9	1.2	1.3	1.2	1.2	0.9	0.7	0.8	0.9
- t/t				0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
Consumi privati	1.4	1.2	1.3	0.4	0.3	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.4	5.1	1.3	1.6	0.5	5.6	-3.1	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.1	1.5	1.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	3.3	2.7	1.8	0.9	1.1	0.2	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
Importazioni	2.7	4.6	3.6	1.1	0.4	2.8	0.4	1.0	1.0	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.1	0.4	-0.2	-0.3	0.0	0.5	0.0	0.2	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	3.6	3.3	3.2								
Deficit pubblico (% PIL)	-0.5	-0.8	-1.1								
Debito pubblico (% PIL)	87.9	86.4	85.1								
Prezzi al consumo (a/a)	1.8	1.2	1.3	1.9	1.4	1.4	1.0	1.0	1.4	1.2	1.2
Produzione industriale (a/a)	0.9	-1.3	0.4	-1.9	-0.5	-1.3	-2.1	-1.1	-0.8	-0.1	1.1
Disoccupazione (%)	8.2	7.6	7.6	7.9	7.8	7.6	7.6	7.5	7.5	7.6	7.6
Euribor 3 mesi	-0.32	-0.36	-0.43	-0.32	-0.31	-0.32	-0.40	-0.41	-0.41	-0.42	-0.43

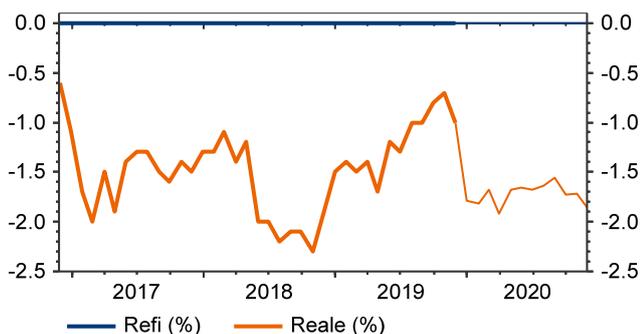
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	mar	giu	set	28/11	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.37	-0.39	-0.46	<b>-0.44</b>	-0.46	-0.45	-0.45	-0.45
Euribor 3m	-0.31	-0.35	-0.42	<b>-0.40</b>	-0.42	-0.42	-0.43	-0.43

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

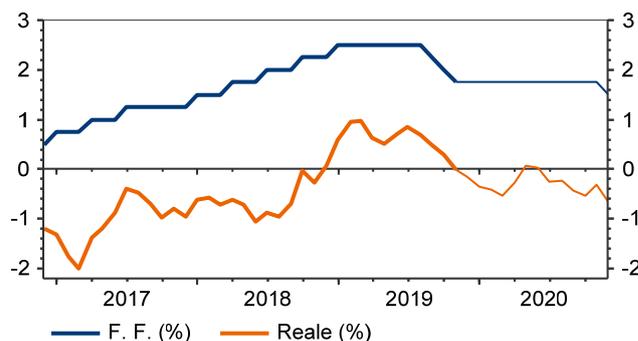


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

### Stati Uniti

	mar	giu	set	28/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	2.50	2.50	2.00	<b>1.75</b>	1.75	1.75	1.75	1.75
Libor USD 3m	2.60	2.32	2.09	<b>1.91</b>	1.93	1.91	1.81	1.73

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

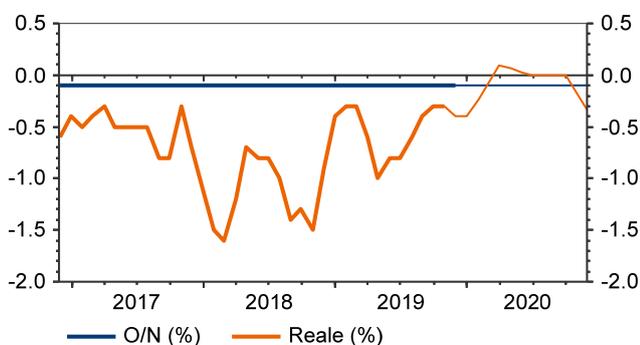


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

### Giappone

	mar	giu	set	28/11	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.06	-0.07	-0.10	<b>-0.09</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

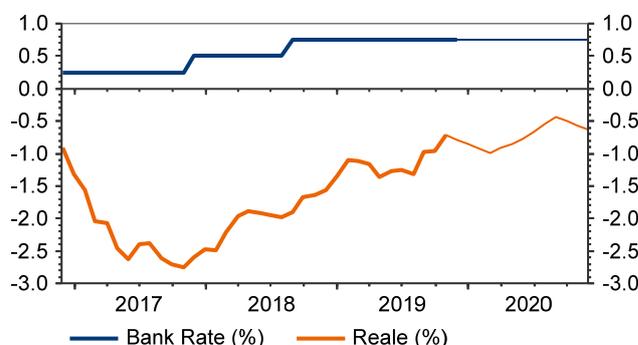


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	28/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	0.75	0.75	<b>0.75</b>	0.75	0.75	0.75	0.75
Libor GBP 3m	0.85	0.77	0.76	<b>0.79</b>	0.80	0.82	0.85	0.88

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	29/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.14	1.12	1.11	1.11	<b>1.1005</b>	1.10	1.12	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	112	113	109	106	109	<b>109.52</b>	106	108	110	112	114
GBP/USD	1.34	1.28	1.26	1.22	1.29	<b>1.2902</b>	1.28	1.30	1.33	1.35	1.38
EUR/CHF	1.17	1.13	1.12	1.09	1.10	<b>1.1001</b>	1.08	1.10	1.12	1.13	1.15
EUR/JPY	132	129	122	118	121	<b>120.54</b>	117	121	126	131	136
EUR/GBP	0.88	0.89	0.88	0.91	0.86	<b>0.8530</b>	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Controparti Qualificate/Clienti Professionali, ad eccezione dei Clienti Professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

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 sotto il dettaglio dei contatti).

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.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web di Banca IMI - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve 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 Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_dlgs\\_231\\_2001.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo [https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_doc\\_governance.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp), ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo [https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_wp\\_studi.jsp](https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp) ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

#### Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasanpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com