

Weekly Economic Monitor

Il punto

Un piccolo bilancio delle nostre previsioni di un anno fa: l'evoluzione di ciclo economico e inflazione nel 2019 è stata abbastanza in linea con le nostre attese. Si sono rivelate nel complesso corrette le attese su Brexit e guerre commerciali americane, oltre che le proiezioni sui cambi. Però la fase di contrazione del comparto manifatturiero è stata più lunga del previsto, e la protratta incertezza ha portato a una crescita media annua inferiore. Conseguentemente, abbiamo sottostimato l'inclinazione di Federal Reserve e BCE ad allentare ulteriormente la politica monetaria.

Per quanto riguarda il futuro, ci sono segnali convincenti che l'attività economica riaccelererà nel primo semestre 2020. Tuttavia, la visibilità sull'orizzonte più lontano è molto scarsa, e lo scenario di ulteriore rafforzamento dell'economia si scontra con la tendenza opposta che riteniamo prevarrà negli Stati Uniti e in Cina.

I market mover delle prossime settimane

Nell'area euro, il calendario dei dati in uscita nelle due settimane a cavallo d'anno è piuttosto leggero: gli unici indicatori di rilievo saranno l'inflazione di dicembre in Germania e Francia, attesa in salita rispettivamente da 1,2% a 1,4% e da 1,2% a 1,3%, e il tasso di disoccupazione in Germania, visto stabile al 5% nello stesso mese.

I dati in uscita negli Stati Uniti nelle prossime due settimane dovrebbero confermare lo scenario di crescita moderata e di stabilizzazione del manifatturiero. Fra i dati di dicembre in pubblicazione, l'ISM manifatturiero dovrebbe riavvicinarsi a 50, grazie anche alla fine dello sciopero dei lavoratori di GM e la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in modesto rialzo. Per novembre, le vendite di case nuove sono previste in modesto calo dopo due mesi molto forti, gli ordini di beni durevoli dovrebbero rimbalzare spinti dal comparto auto e il deficit della bilancia commerciale dei beni dovrebbe riallargarsi dopo la sorprendente chiusura vista a ottobre.

Il clima di fiducia delle imprese si stabilizza in Francia, Italia e Germania, migliora in Belgio



Fonte: NBB; Ifo, Insee, Istat.

20 dicembre 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 punto

Un piccolo bilancio delle nostre previsioni di un anno fa: l'evoluzione di ciclo economico e inflazione nel 2019 è stata abbastanza in linea con le nostre attese. Si sono rivelate nel complesso corrette le attese su Brexit e guerre commerciali americane, oltre che le proiezioni sui cambi. Però la fase di contrazione del comparto manifatturiero è stata più lunga del previsto, e la protratta incertezza ha portato a una crescita media annua inferiore. Conseguentemente, abbiamo sottostimato l'inclinazione di Federal Reserve e BCE ad allentare ulteriormente la politica monetaria.

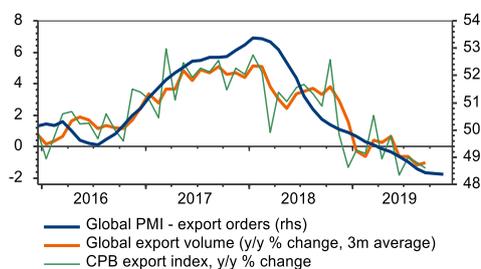
- Un anno fa, la nostra visione dello scenario 2019 aveva correttamente incorporato un effetto negativo sull'attività economica delle politiche commerciali americane e delle dinamiche settoriali sfavorevoli iniziate nei mesi precedenti. Le stime di crescita scontavano un rallentamento rispetto al 2018, da 2,9 a 2,5% negli Stati Uniti, da 1,9% a 1,5% nell'Eurozona e da 6,6 a 6,3% in Cina. Inoltre, si attendeva un ulteriore rallentamento fra 2019 e 2020. Le proiezioni erano marginalmente inferiori al consenso di dicembre 2018, e quindi si sono rivelate mediamente più precise. Le ipotesi di fondo incorporavano un'ulteriore *escalation* della guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti, sebbene non un *worst case*. Inoltre, correttamente non includevamo una *no-deal Brexit*. L'errore di previsione sulla crescita del PIL è stato quindi pari a 0,2 punti sugli Stati Uniti, 0,3 sull'Eurozona e 0,1 su Giappone e Cina. Nel complesso, non emerge uno scenario così diverso dalle attese.
- Dove le stime si sono allontanate un po' di più dalla realizzazione è sulla dinamica dei prezzi al consumo. L'attesa di un raffreddamento dei prezzi era presente nelle nostre proiezioni, ma il rallentamento è stato maggiore del previsto nell'Eurozona, a 1,2% invece che a 1,7%, e inferiore alla previsione negli Stati Uniti (a 1,8% invece che a 1,4%). In parte, ciò è dipeso dalla dinamica piuttosto debole del prezzo del petrolio.
- Le implicazioni che avevamo tratto sulle politiche monetarie si sono rivelate troppo conservatrici. Questo è stato il maggior errore di previsione. La Federal Reserve ha dato pienamente ragione ai mercati, imbarcandosi in un allentamento della politica monetaria che ha clamorosamente smentito le indicazioni fornite dal FOMC. E la BCE non si è limitata ad annunciare nuove TLTRO, come ci aspettavamo, ma a settembre ha annunciato un pacchetto di misure ampio, che include anche una limatura dei tassi ufficiali e la ripresa degli acquisti netti APP. In effetti, dietro l'errore di stima relativamente modesto sulla crescita si nasconde una fase di incertezza molto prolungata, durante la quale ha continuato ad aleggiare la minaccia di un'involuzione della situazione economica. Con il senno di poi, quindi, abbiamo largamente sovrastimato la tolleranza delle banche centrali ai rischi per lo scenario di crescita.
- Tutto ciò non ha impedito di prevedere correttamente l'andamento di molti andamenti dei cambi, che hanno visto ridursi la propria sensibilità alle decisioni di politica monetaria. L'euro sta chiudendo l'anno poco sopra 1,10, come atteso, e la sterlina ha recuperato terreno sia contro euro, sia contro dollaro. I maggiori scostamenti riguardano le divise *safe haven*, che risultano oggi più forti di quanto ci attendessimo un anno fa.

Per quanto riguarda il futuro, ci sono segnali convincenti che l'attività economica riaccelererà nel primo semestre 2020. Tuttavia, la visibilità sull'orizzonte più lontano è molto scarsa, e lo scenario di ulteriore rafforzamento dell'economia si scontra con la tendenza opposta che riteniamo prevarrà negli Stati Uniti e in Cina.

Dove sarà il punto di arresto del rallentamento globale iniziato nel 2018? Qual è il rischio che il calo della produzione manifatturiera dei paesi avanzati possa evolvere in una recessione globale? La risposta a queste domande dipende da un insieme articolato di fattori: l'inerzia dei movimenti in corso, le misure di politica economica dei governi, l'emergere di nuovi shock imprevedibili (positivi o negativi).

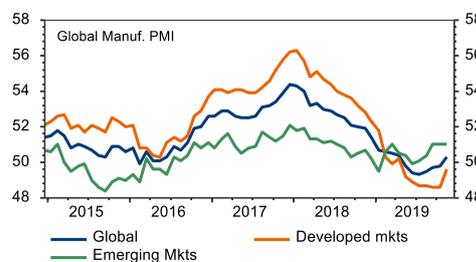
Iniziamo dalle tendenze in corso. Le indagini congiunturali, come i PMI, hanno già mostrato un significativo rimbalzo dell'indice manifatturiero aggregato, tornato a livelli compatibili con variazioni tendenziali positive. Il miglioramento, inizialmente confinato ai soli paesi emergenti, in novembre si è esteso ai paesi avanzati. Anche la discesa dell'indice dei servizi si è arrestata, consentendo al PMI composito di risalire marginalmente dal minimo. Un segnale di possibile minimo è arrivato pure dall'indice anticipatore per la Cina, probabile risposta agli stimoli di politica economica seguiti al rallentamento, e tipicamente tale segnale prelude a una ripresa globale. Il sotto-indice PMI degli ordinativi esteri rimane calante e segnala che la tendenza di breve termine del commercio mondiale è ancora debole, malgrado il tasso di contrazione si sia stabilizzato. Il commercio mondiale tornerà probabilmente a crescere soltanto nella primavera 2020, quando usciranno dal calcolo delle variazioni i mesi in cui i flussi si sono adeguati all'aumento dei dazi americani. Le prospettive, comunque, sono migliorate grazie alla ratifica dello USCMA, all'accordo provvisorio raggiunto fra Cina e Stati Uniti e, infine, al profilarsi di un'uscita ordinata del Regno Unito dall'UE.

Fig. 1 – La contrazione del commercio mondiale si estende a fine 2019



Fonte: IHS Markit e CPB

Fig. 2 – Timidi segnali di stabilizzazione per la produzione industriale



Fonte: IHS Markit

L'andamento delle politiche fiscali e monetarie ha sterzato a sostegno della domanda aggregata, sebbene non in modo decisivo. Il Fiscal Monitor del FMI non mostra un significativo calo del saldo primario corretto per il ciclo nel 2020, ma i budget pubblicati dai governi europei implicano un allentamento superiore a quello stimato dal FMI, e sono coerenti con un allentamento marginale fra i paesi avanzati, dopo il -0,4% già osservato nel 2018 e nel 2019. Inoltre, il massiccio allentamento avvenuto fra i paesi emergenti nel 2019 (-0,8% del PIL potenziale secondo il FMI) sosterrà la domanda nel 2020.

Le politiche monetarie restano orientate in senso tendenzialmente espansivo: Banca del Giappone e BCE stanno attuando espliciti programmi di espansione quantitativa, che hanno effetti sia sul livello dei tassi, sia su quello dei premi per il rischio. In entrambi i casi, lo stimolo continuerà per tutto il 2020; allo stesso tempo, lo spazio a disposizione delle due Banche centrali per reagire a un peggioramento della situazione sembra molto ridotto. Anche la Federal Reserve sta iniettando nuove riserve, sebbene con motivazioni più tecniche, e ha soltanto da poco sospeso la riduzione dei tassi ufficiali. In questo caso, un andamento peggiore del previsto dell'economia sarebbe probabilmente seguito da un nuovo allentamento della politica monetaria.

Nel complesso, quindi, indici anticipatori, indagini congiunturali e informazioni sull'andamento delle politiche fiscali e monetarie sostengono lo scenario di una moderata ma geograficamente diffusa riaccelerazione della crescita nel corso del 2020, sebbene insufficiente a garantire una crescita media annua superiore al 2019. Poiché l'andamento del PIL nei trimestri centrali del 2019 non si è discostato significativamente dalle attese, le previsioni di crescita del PIL per il 2020 non hanno subito revisioni significative per nessuno dei maggiori paesi avanzati e neppure per la Cina. Tagli importanti alla previsione media annua hanno però riguardato India (dove il terzo

Produzione manifatturiera e commercio internazionale restano deboli. Tuttavia, i segnali di breve termine sono diventati più positivi

La politica fiscale sostiene la domanda sia nei paesi avanzati, sia in quelli emergenti

Le Banche centrali mantengono un orientamento accomodante, pur con spazi di manovra diversificati

Le previsioni di crescita del PIL reale non hanno subito revisioni significative, e sono molto vicine alla media del consenso di dicembre

trimestre è stato particolarmente debole) e America Latina. Per quanto riguarda le stime medie di consenso, esse risultano pressoché immutate rispetto a tre mesi fa per Stati Uniti, Giappone, Eurozona, Canada e Regno Unito; anche in questo caso una netta revisione al ribasso, dal 2,0% all'1,5%, si registra invece per l'America Latina. Le nostre previsioni di crescita attualmente non divergono significativamente dalla media del consenso.

Riguardo alla sostenibilità di tale fase, è molto difficile pronunciarsi. L'allungarsi della fase di espansione, *ceteris paribus*, aumenta la probabilità di recessione. Diverse economie avanzate stanno già operando con livelli di disoccupazione molto bassi, e riteniamo probabile che la crescita media annua continui a rallentare negli Stati Uniti e in Cina nel biennio 2020-21. Nel caso dell'Eurozona, la previsione attuale è che la crescita economica possa accelerare nel 2021, in linea con quanto previsto dalla BCE, dalla Commissione Europea e dal FMI. Tuttavia, la visibilità sul 2021 è quasi inesistente e diversi fattori di rischio, se si materializzassero, potrebbero portare a esiti clamorosamente diversi. In particolare, a parte gli usuali imponderabili connessi ai rischi geopolitici:

1. Le guerre commerciali degli Stati Uniti sembrano momentaneamente sospese. Lo scenario sottostante le nostre previsioni è che l'escalation dei dazi con la Cina non riprenda dopo la sigla dell'accordo cosiddetto di "fase 1", e che sia raggiunto un accordo con l'UE che eviti l'aumento delle barriere commerciali. Tuttavia, non vi sono certezze al riguardo (v. box sottostante).
2. In caso di uscita del Regno Unito dall'UE il 31 gennaio, ci sarà tempo fino al 31 dicembre per negoziare un accordo per la relazione a regime: un periodo che appare troppo corto, considerando la complessità del processo. Quindi, persiste il rischio che nel 2021 le barriere commerciali fra UE e Regno Unito si innalzino come in uno scenario di *no deal exit*. Nello scenario ipotizziamo che ciò non si verifichi, o perché l'intesa viene ratificata in tempo (che sembra improbabile), o perché viene concordata una proroga del regime transitorio per consentire la conclusione dei negoziati sulla relazione a regime.

Aggiornamento sulle guerre commerciali americane

A dicembre, **Stati Uniti e Cina hanno raggiunto un accordo per la "fase 1" delle trattative commerciali**. Il rappresentante al commercio Lighthizer ha affermato che dovrebbe siglare l'accordo insieme al vice-premier cinese Liu He a inizio gennaio, con l'entrata in vigore prevista 30 giorni dopo. Entrambe le parti hanno segnalato che i negoziati proseguiranno sui temi non inclusi nella fase 1, ma non hanno dato indicazioni chiare sui tempi riguardo alle trattative per la fase 2. Al momento dell'annuncio del raggiungimento dell'intesa per la fase 1, Trump ha dichiarato che i negoziati per la fase 2 potrebbero essere rinviati a dopo le elezioni presidenziali, mentre la Cina sembra intenzionata a proseguire le trattative in tempi più ravvicinati. Non c'è una posizione ufficiale comune e progressi sulla fase 2 slitteranno almeno a metà 2020.

I punti principali dell'accordo per la fase 1, secondo quanto comunicato finora, sono i seguenti:

- Gli USA non attueranno il rialzo dei dazi programmato per il 15 dicembre su 156 mld dollari di importazioni dalla Cina (prevalentemente beni di consumo) e dimezzeranno i dazi imposti a inizio settembre su circa 120 mld di import, dal 15% al 7,5% (con attuazione 30 giorni dopo la sigla dell'accordo).
- La Cina aumenterà gli acquisti di prodotti agricoli di 32 mld di dollari nei prossimi due anni. Secondo il rappresentante al commercio Lighthizer, in questo modo gli acquisti totali di prodotti agricoli da parte della Cina dovrebbero toccare i 40 mld, con l'obiettivo di portarli a 50 mld all'anno. Lighthizer ha indicato che questi acquisti sarebbero parte di un obiettivo di maggiori esportazioni complessive verso la Cina di 200 mld in due anni.

La mancanza di un testo dettagliato dell'accordo lascia aperti molti interrogativi, rafforzati dall'assenza di una comunicazione omogenea dalle due parti. Prima di tutto, riteniamo che

l'ammontare degli acquisti di prodotti agricoli indicato dalle fonti americane sarà difficile da raggiungere, dato che sarebbe pari a circa il doppio degli acquisti agricoli precedenti l'inizio della guerra commerciale. Inoltre, la Cina rimane intenzionata a non siglare accordi che violino i vincoli del WTO e su questo fronte non c'è chiarezza. Lighthizer ha indicato che la Cina ha preso impegni su altri temi di rilievo (difesa della proprietà intellettuale, trasferimento di tecnologia). Dal lato cinese, il vice-ministro del commercio ha dichiarato che gli USA hanno concordato di ridurre i dazi in essere in fasi successive, ma il rappresentante USA ha affermato che non ci sono impegni al riguardo.

L'accordo non soltanto metterebbe in pausa la guerra commerciale fra i due paesi nel periodo pre-elettorale, ma porterebbe anche a barriere commerciali inferiori a quanto precedentemente previsto per **il 2020**. Tuttavia, i dettagli ancora mancanti, le differenti versioni delle due parti riguardo all'accordo, la necessità di una fase 2, sottolineano **la fragilità della tregua attuale**. In termini di effetti sullo scenario economico del 2020, la riduzione dell'incertezza di breve termine è certamente un punto favorevole. Restano dubbie le implicazioni dell'accordo per gli investimenti delle imprese, dato che i negoziati con la Cina sui temi più controversi saranno congelati, senza visibilità in termini di linee generali della politica commerciale. **Eventuali effetti positivi per la crescita sono modesti (0,1 pp) e limitati dal persistere dell'incertezza oltre il breve termine.**

In questa ottica, la ratifica dell'**USMCA** (il nuovo NAFTA), avvenuta ieri in Congresso, può dare invece indicazioni positive per le decisioni di investimento delle imprese, dato che conclude il processo negoziale con Canada e Messico e chiarisce il quadro normativo che regolerà l'interscambio commerciale nel continente nord-americano. Le modifiche all'accordo sono state approvate dai tre governi (sebbene con alcune incertezze da parte messicana). La ratifica del nuovo trattato è un **fattore positivo per il breve termine**, dato che rimuove l'incertezza riguardo ai rapporti commerciali con Canada e Messico, i due principali partner degli USA. Tuttavia, **per il lungo termine molte modifiche apportate al NAFTA non sono altrettanto incoraggianti**. Prima di tutto si introduce una scadenza naturale per l'accordo (16 anni), mentre il NAFTA era a tempo indeterminato; in secondo luogo si impongono ulteriori vincoli sul contenuto nord-americano minimo delle auto perché possano essere scambiate con dazi nulli (rendendo più inefficiente la produzione) e si richiedono salari minimi (in linea con la media USA, molto superiore a quella del Messico), di fatto limitando l'interscambio con il Messico. Infine, il ridimensionamento del sistema di regolamento delle dispute in vigore con il NAFTA e basato su un meccanismo di arbitrato fra i tre paesi renderà più imprevedibile la risoluzione delle dispute, aumentando l'incertezza per le imprese. Anche l'USMCA, come il probabile accordo di fase 1 con la Cina, quindi, va letto in due modi diversi a seconda dell'orizzonte temporale e conferma lo spostamento delle politiche commerciali americane verso un sistema meno prevedibile e in contrasto con i trend visti negli ultimi decenni.

Per quanto riguarda i **rapporti con l'Unione Europea**, gli Stati Uniti hanno lasciato passare la scadenza di metà novembre senza prendere alcuna decisione in merito alle importazioni di auto e componenti. Le controversie in corso (in particolare quelle relative ai sussidi all'industria aeronautica) hanno portato a misure di rappresaglia che hanno colpito circa il 2% dell'interscambio complessivo. I negoziati sono ancora in corso. Le barriere tariffarie medie sull'interscambio complessivo sono basse (3%), ma ci sono barriere non tariffarie che soprattutto gli Stati Uniti vorrebbero ridurre, oltre a dazi più elevati in alcuni settori merceologici che i negoziatori americani intendono far scendere (per dettagli, si veda il [briefing dello USTR](#)). L'obiettivo di riduzione delle barriere al commercio è condiviso in linea di principio anche dall'Unione Europea, che ha conferito mandato in tal senso alla Commissione Europea nell'aprile 2019.

Un punto rilevante dell'evoluzione della politica commerciale americana è l'attuazione della promessa di Trump di **eliminare il multilateralismo della politica commerciale, spostando tutte le trattative su base bilaterale**. Questo appare evidente dal recente sabotaggio dell'attività del

WTO perpetrato dal veto americano alla nomina di nuovi giudici dell'organo di appello del WTO alla scadenza del mandato di quelli esistenti, a inizio dicembre, con la fine del mandato di due giudici su tre ancora attivi, in pratica il WTO non è più in grado di determinare la risoluzione delle dispute commerciali. Per poter dare pareri su casi sollevati dai paesi membri occorrono almeno tre giudici: al momento, con un solo giudice ancora attivo, non sembra ci siano spiragli per un ritorno all'attività del WTO, che è ormai completamente esautorato. Trump ha rivoluzionato la politica commerciale mondiale, generando un aumento strutturale dell'incertezza per via della sparizione definitiva del WTO.

I market mover delle prossime due settimane

Nell'**area euro**, il calendario dei dati in uscita nelle due settimane a cavallo d'anno è piuttosto leggero: gli unici indicatori di rilievo saranno l'inflazione di dicembre in Germania e Francia, attesa in salita rispettivamente da 1,2% a 1,4% e da 1,2% a 1,3%, e il tasso di disoccupazione in Germania, visto stabile al 5% nello stesso mese.

I dati in uscita negli **Stati Uniti** nelle prossime due settimane dovrebbero confermare lo scenario di crescita moderata e di stabilizzazione del manifatturiero. Fra i dati di dicembre in pubblicazione, l'ISM manifatturiero dovrebbe riavvicinarsi a 50, grazie anche alla fine dello sciopero dei lavoratori di GM e la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in modesto rialzo. Per novembre, le vendite di case nuove sono previste in modesto calo dopo due mesi molto forti, gli ordini di beni durevoli dovrebbero rimbalzare spinti dal comparto auto e il deficit della bilancia commerciale dei beni dovrebbe riallargarsi dopo la sorprendente chiusura vista a ottobre.

Lunedì 23 dicembre

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a novembre sono previste in calo a 725 mila da 733 mila di ottobre, con un ritorno sui livelli dell'estate. Il trend dovrebbe restare positivo, al di là della volatilità mensile, ma rallentare rispetto all'andamento del 2019 che era stato spinto dalla correzione dei tassi sui mutui.

Martedì 24 dicembre

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** (prel.) a novembre sono previsti in ampio rialzo, +1,8% m/m, spinti dal rimbalzo della componente trasporti, sulla scia della fine dello sciopero dei lavoratori di GM e di una temporanea ripresa degli ordini di Boeing. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero aumentare di 0,1% m/m, dopo +0,5% m/m. Gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei sono previsti in calo di -0,3% m/m, dopo la variazione di +1,1% m/m: il trend resta debole e potrebbe mantenersi in calo alla luce dell'annuncio del blocco della produzione del 737 Max da parte di Boeing.

lunedì 30 dicembre

Stati Uniti

- Il deficit della **bilancia commerciale dei beni** (prel.) a novembre è previsto in allargamento a -70 mld di dollari da -66,8 mld di ottobre. I dati dovrebbero mostrare un aumento sia delle importazioni sia delle esportazioni, dopo il calo di entrambe le componenti a ottobre. Il comparto auto dovrebbe dominare i flussi in entrata e in uscita dagli USA per via della fine dello sciopero dei lavoratori di GM, mentre i prezzi non dovrebbero essere rilevanti alla luce delle informazioni viste con i prezzi all'import e all'export già pubblicati. Le informazioni disponibili finora fanno prevedere che nel 4° trimestre il contributo del canale estero sia positivo e pari a circa 0,3 pp.

Martedì 31 dicembre

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a dicembre dovrebbe recuperare a 126,5 da 125,5 di novembre. Entrambe le componenti corrente e aspettative sono previste in rialzo, sulla scia del buon andamento dei mercati, del mercato del lavoro e della tregua sul fronte della guerra dei dazi.

Venerdì 3 gennaio**Area euro**

- **Francia.** La stima preliminare dovrebbe indicare che a dicembre i **prezzi al consumo** sono cresciuti di 0,3% m/m su entrambe le misure (da 0,1% m/m precedente). L'inflazione è attesa accelerare all'1,2% dall'1,0% sull'indice nazionale e all'1,3% dall'1,2% su quello armonizzato.
- **Germania.** Il **tasso di disoccupazione** di dicembre è atteso stabile al 5,0 %. Il barometro del lavoro dell'IAB, un buon indicatore di breve periodo dei movimenti nel mercato del lavoro, ha segnato un leggero aumento a novembre. Ci aspettiamo, quindi, un tasso pressoché invariato, dopo il calo dei disoccupati di novembre.
- **Germania.** Gli effetti statistici potrebbero guidare la crescita dell'**inflazione** di dicembre. Sia l'indice nazionale che quello armonizzato sono attesi entrambi a 1,4% a/a in dicembre, dopo l'1,1% a/a (indice nazionale) e l'1,2% a/a (indice armonizzato) di novembre. Sul mese, ci aspettiamo un rimbalzo della crescita dei prezzi di +0,3% m/m, da -0,8% di novembre. Nei primi mesi del prossimo anno l'inflazione dovrebbe tornare vicina al 2%, spinta sostanzialmente da effetti statistici. Tuttavia, la crescita dei prezzi è destinata a decelerare nel corso dell'anno. Non ci aspettiamo un significativo aumento della pressione sui prezzi sulle misure sottostanti.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (23 – 27 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	23/12	13:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	nov	0.5	%	1.9	1.8
		13:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	nov	0.5	%	0.1	0.1
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	nov	0.733	Mln	0.728	0.725
Mar	24/12	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.4	%	0.4	
Gio	26/12	14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	234	x1000		
Ven	27/12	00:30	GIA	Job to applicant ratio		nov	1.57		1.57	
		00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		nov	2.4	%	2.4	
		00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		nov	-7.0 (-7.1)	%	-1.7	
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		nov	-4.5	%	-1.4	

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 (24 – 27 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	24/12 00:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di ottobre	
Ven	27/12 00:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di dicembre	
		10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
		19:15	USA	Discorso di Evans (Fed)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

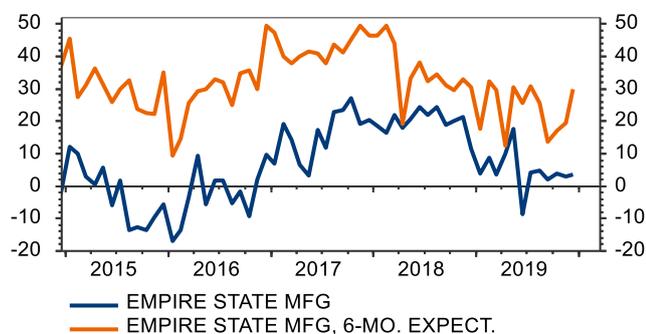
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	dic	2.9	4.0	3.5
Markit PMI prelim	dic	52.0		52.2
Indice Mercato Immobiliare NAHB	dic	71 (70)	70	76
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ott	49.5	Mld \$	32.5
Licenze edilizie	nov	1.461	Mln	1.410
Nuovi cantieri residenziali	nov	1.323 (1.314)	Mln	1.345
Impiego capacità produttiva	nov	76.6 (76.7)	%	77.4
Produzione industriale m/m	nov	-0.9 (-0.8)	%	0.8
Richieste di sussidio	settim	252	x1000	225
Saldo partite correnti	T3	-125.2 (-128.2)	Mld \$	-122.1
Indice Philadelphia Fed	dic	10.4		8.0
Indice anticipatore m/m	nov	-0.2 (-0.1)	%	0.1
Vendite di case esistenti (mln ann.)	nov	5.44 (5.46)	Mln	5.44
PII, deflatore t/t ann. finale	T3	1.7	%	1.8
PII t/t ann. finale	T3	2.1	%	2.1
Deflatore consumi core t/t finale	T3	2.1	%	2.1
Fiducia famiglie (Michigan) finale	dic	99.2		99.2
Deflatore consumi (core) a/a	nov	1.6	%	1.6
Deflatore consumi (core) m/m	nov	0.1	%	0.1
Deflatore consumi a/a	nov	1.3	%	
Spesa per consumi (nominale) m/m	nov	0.3	%	0.4
Redditi delle famiglie m/m	nov	0.0	%	0.3

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

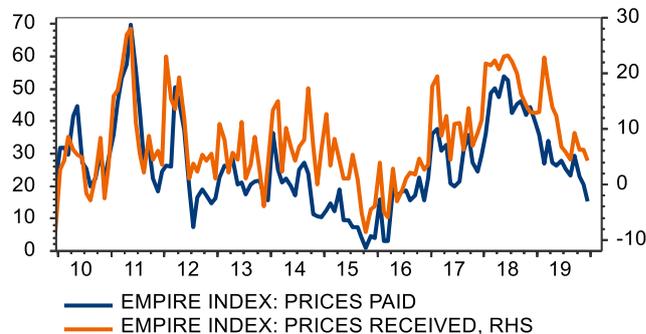
L'indice **Empire della NY Fed** a dicembre è poco variato, a 3,5 da 2,9 di novembre. Le principali componenti coincidenti sono circa stabili: ordini a 2,6 da 5,5, consegne a 11,9 da 8,8, occupati invariati a 10,4. La principale novità dell'indagine è il balzo degli indicatori a 6 mesi, con l'indice di attività a 29,8 da 19,4, sui massimi da luglio, con incrementi di ordini, consegne e spesa in tecnologia. L'indagine segnala che per il momento la crescita è stagnante per il settimo mese consecutivo, con indicazioni di rallentamento della dinamica dei prezzi pagati e stabilità di quelli ricevuti. La ripresa degli indici a 6 mesi probabilmente riflette la riduzione dell'incertezza sulla politica commerciale, con l'accordo per la Fase 1 dei negoziati con la Cina e la probabile ratifica dell'USMCA. Mentre la quasi stagnazione dell'attività corrente nel manifatturiero emerge da tutte le indagini, occorreranno conferme per convalidare le aspettative di miglioramento delle condizioni dei prossimi trimestri.

Indici di attività dell'indagine Empire della NY Fed: stagnazione ora, probabile ripresa fra 6 mesi



Fonte: Refinitiv Datastream

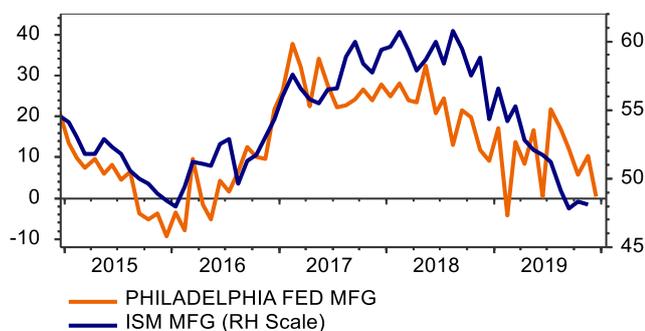
Indagine Empire: indici di prezzo in calo persistente



Fonte: Refinitiv Datastream

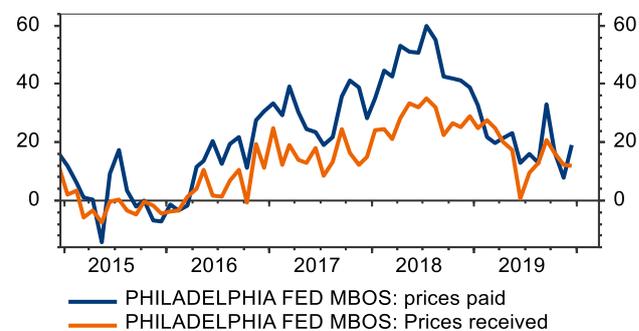
L'indice della **Philadelphia Fed** a dicembre cala di 10 punti, scendendo a 0,3 da 10,4 di novembre, toccando il minimo da 6 mesi e segnalando attività stagnante nel manifatturiero. Il resto dell'indagine dà indicazioni modestamente positive, con ordini e consegne in aumento di 1 e 6 punti, rispettivamente, a 9,4 e 15,9. La componente occupazione segnala un aumento moderato dei posti di lavoro, pur calando a 17,8 da 21,5. Gli indicatori a sei mesi sono su livelli espansivi, con l'indice di attività a 35,2, vicino alla media degli ultimi due trimestri, indicazioni positive per consegne, ordini e occupazione e una ripresa delle componenti prezzi. Le domande speciali del mese riguardano le previsioni relative ai costi nel prossimo anno: le imprese prevedono moderata accelerazione della dinamica contributiva e aumenti dei costi nel complesso maggiori rispetto al 2019. L'indagine conferma i segnali già noti di attività circa stagnante nel manifatturiero e di aspettative da parte delle imprese di moderata espansione nei prossimi sei mesi. Nei prossimi mesi il settore sarà colpito dal blocco della produzione del 737 Max da parte di Boeing, con ricadute sull'indotto e probabili effetti di freno alla crescita del 1° trimestre.

Philadelphia Fed: attività stagnante nel manifatturiero...



Fonte: Refinitiv Datastream

...e prezzi in aumento contenuto



Fonte: Refinitiv Datastream

La **produzione industriale** a novembre rimbalza di 1,1% m/m, dopo due variazioni negative (-0,9% m/m a ottobre e -0,4% m/m a settembre). Il manifatturiero recupera con un aumento di 1,1% m/m (dopo -0,7% m/m sia a settembre sia a ottobre), spiegato in parte dalla crescita nel segmento auto post-sciopero di GM (+12,4% m/m) e in parte di comparti (+0,5% m/m al netto delle auto, in particolare l'elettronica) a eccezione dei macchinari. I segnali moderatamente positivi del manifatturiero anche al netto dello sciopero saranno probabilmente interrotti dalle conseguenze destabilizzanti del blocco a partire da gennaio della produzione degli aerei 737 Max annunciato da Boeing. Le utility hanno registrato un aumento di 2,9% m/m sulla scia del clima particolarmente avverso, mentre l'estrattivo prosegue sul trend negativo visto da metà anno (che però dovrebbe essere in via di stabilizzazione).

I **cantieri residenziali** a novembre aumentano più del previsto, salendo a 1,365 mln di unità ann. (consenso: 1,345 mln) da 1,323mln di ottobre, con incrementi diffusi sia alle unità monofamiliari sia a quelle multifamiliari. Le licenze aumentano a 1,482 mln da 1,461 mln, con indicazioni di ulteriore espansione attesa dell'attività di costruzione nel settore residenziale. Il trend dei cantieri e delle licenze resta positivo e dà indicazioni di contributo positivo degli investimenti residenziali alla crescita complessiva del PIL nel 4° trimestre.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
PMI manifatturiero prelim	dic	48.9		48.8	
Bilancia commerciale	nov	15.7 (17.3)	Mld ¥	-369.0	-82.1
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	nov	0.4	%	0.5	0.5
CPI (naz.) a/a	nov	0.2	%		0.5

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

Fonte: Bloomberg

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Retribuzioni medie	ott	+3.7 (3.6)	%	3.4	+3.2
Tasso di disoccupazione ILO	ott	3.8	%	3.9	3.8
CPI a/a	nov	1.5	%	1.4	+1.5
Vendite al dettaglio a/a	nov	3.1	%	2.1	+1.0
Vendite al dettaglio m/m	nov	0.0 (-0.1)	%	0.3	-0.6
PIL t/t finale	T3	0.3	%	0.3	0.4

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

Fonte: Bloomberg

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	dic	-3.9		-3.4
EUR	PMI servizi prelim	dic	51.9		52.0
EUR	PMI manifatturiero prelim	dic	46.9		47.3
EUR	PMI composito prelim	dic	50.6		50.7
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T3	2.8 (2.7)	%	
EUR	CPI a/a finale	nov	1.0	%	1.0
EUR	CPI m/m finale	nov	0.1	%	-0.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	nov	1.5	%	1.5
EUR	Fiducia consumatori flash	dic	-7.2		-7.0
FRA	PMI servizi prelim	dic	52.2		52.1
FRA	PMI manifatturiero prelim	dic	51.7		51.5
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	dic	102 (100)		99
FRA	Spese per consumi m/m	nov	0.2	%	0.3
GER	PMI servizi prelim	dic	51.7		52.0
GER	PMI manifatturiero prelim	dic	44.1		44.5
GER	PPI a/a	nov	-0.6	%	-0.6
GER	PPI m/m	nov	-0.2	%	0.1
GER	IFO	dic	95.1 (95.0)		95.5
GER	IFO (sit. corrente)	dic	98.0 (97.9)		98.1
GER	IFO (attese)	dic	92.3 (92.1)		93.0
GER	Fiducia consumatori	gen	9.7		9.8
ITA	IPCA a/a finale	nov	0.4	%	0.4
ITA	IPCA m/m finale	nov	-0.1	%	-0.1
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	nov	0.0	%	-0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	nov	0.4	%	0.2
ITA	Bilancia commerciale (EU)	ott	1.255	Mld €	2.095
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ott	2.779	Mld €	8.057
ITA	Fiducia consumatori	dic	108.5		109.0
ITA	Indice di fiducia delle imprese	dic	98.9		99.1
ITA	PPI a/a	nov	-3.0	%	
ITA	PPI m/m	nov	-0.1	%	
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	nov	5.97	Mld €	

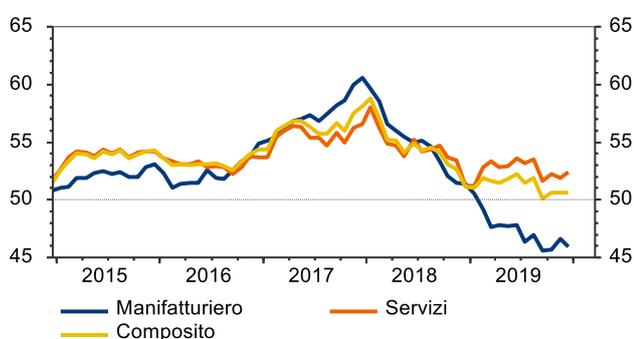
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Bloomberg

Area euro. La stima flash del PMI manifatturiero ha registrato un calo in dicembre, passando a **45,9** da 46,9 di novembre. L'andamento è stato decisamente peggiore delle attese sia in Germania, sia in Francia. I dati sulla stima flash non hanno mostrato segnali di miglioramento dell'economia dell'area euro, prospettando un 4° trimestre con la più debole variazione della

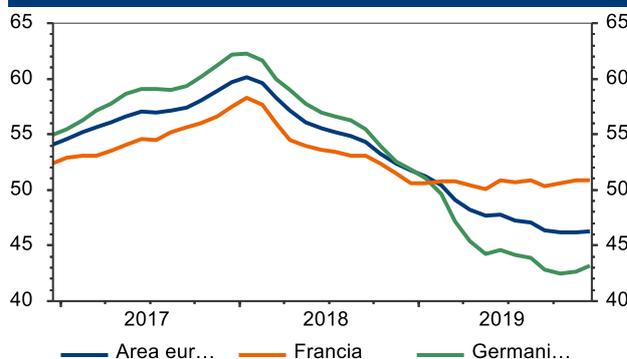
produzione dalla seconda metà del 2013, da quando cioè è iniziata la ripresa dalla crisi. Anche la crescita occupazionale è rallentata ai minimi in cinque anni e la pressione sui prezzi è ulteriormente diminuita. La debolezza sarebbe legata agli ordini domestici, e non a quelli esteri. Lo spaccato per Paesi ha visto la Francia guidare la crescita dell'Eurozona, mentre la Germania è rimasta in lieve recessione, sostenuta, appunto, dall'accentuata contrazione del manifatturiero. In gennaio ci attendiamo un modesto rimbalzo, nonostante il peggioramento dei nuovi ordini. Per quanto riguarda l'indice **PMI dei servizi**, il dato della stima flash ha segnato un lieve aumento a **52,4** da 51,9 di novembre, risultato migliore delle attese. L'attività economica e il flusso di nuovi ordini hanno registrato i tassi di crescita più alti da agosto, pur restando al di sotto dei valori medi del 2019. La creazione di lavoro del settore terziario ha rallentato, registrando il secondo valore più basso negli ultimi 3 anni. Il **PMI composito** è rimasto invariato a 50,6 (valore stabile da 3 mesi), posizionandosi di poco sopra la soglia di non cambiamento di 50,0.

PMI Area euro



Fonte: elaborazioni Intesasanpaolo su dati IHS Markit

PMI Manifatturiero: Area euro, Germania e Francia

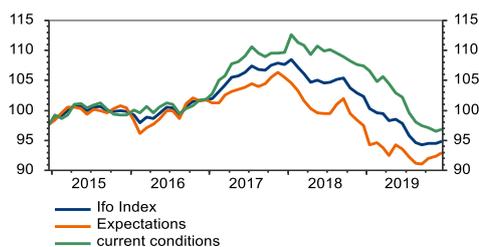


Fonte: elaborazioni Intesasanpaolo su dati IHS Markit

Area euro. Il tasso di **inflazione** di novembre è passato a 1,0% a/a da 0,7% a/a del mese di ottobre. Sul mese l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è sceso di -0,3% m/m in novembre dopo il +0,1% di ottobre. Entrambi i valori si sono mantenuti in linea con le stime preliminari. L'indice core (cioè al netto di energia e alimentari freschi) è salito, ma meno delle aspettative, a 1,4% a/a da 1,2% di ottobre. Si attende un ulteriore aumento dell'inflazione tendenziale nel mese di dicembre, che però rappresenterà il picco per le misure sottostanti.

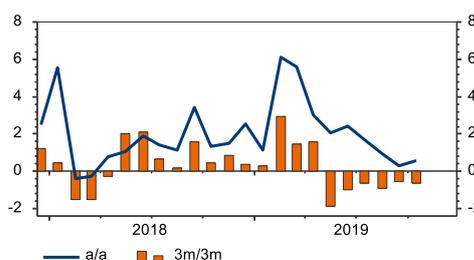
Area euro. La **produzione nelle costruzioni** è calata di -1,0% m/m in ottobre. La variazione tendenziale cala a +0,3% a/a. La frenata è avvenuta sia nell'ingegneria civile (-1,0% m/m), sia nelle costruzioni in senso stretto (-0,9%). I cali più marcati si sono osservati in Germania, Francia e Slovacchia, mentre la produzione è rimbalzata in Spagna, dopo tre mesi consecutivi di contrazione. Le richieste di permesso a costruire hanno raggiunto un picco pluriennale a gennaio 2019, calando poi nel primo trimestre. Il loro andamento è poi rimasto stabile fino ad agosto.

Germania: indice Ifo in ripresa a dicembre



Fonte: Ifo Institut

Area euro: costruzioni in calo in ottobre, variazione tendenziale +0,3% a/a



Fonte: Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Germania. L'**indice Ifo** in dicembre è aumentato oltre ogni aspettativa, passando a 96,3 punti da 95,1 del mese precedente. Questo risultato rispecchia sia uno **scenario futuro più rassicurante** (l'indice sulle aspettative è aumentato di 1,5 punti, toccando 93,8), che un **miglioramento del presente** (l'indice della situazione corrente è aumentato di 0,8 punti, toccando 98,8). L'indice delle aspettative, che tra l'altro è un importante indice anticipatore della crescita del Pil, quindi, ha confermato il suo trend crescente, migliorando le prospettive per il 2020. L'indice della situazione corrente, invece, lascia ben sperare per il 4° trimestre. I mesi di novembre e dicembre, infatti, potrebbero compensare un ottobre debole, contribuendo ad evitare una contrazione del Pil nell'ultimo trimestre dell'anno.

Il settore manifatturiero rimane il più vulnerabile. Il pessimismo dei mesi passati, nonostante sia diminuito (l'indice è passato da -5,8 punti in novembre a -5,0 in dicembre), rimane. Il miglioramento di dicembre, infatti, ha segnato una stabilizzazione dell'indice piuttosto che una sua ripresa. I dati disaggregati non sono stati ancora pubblicati. Per la previsione saranno decisive le aspettative dell'industria automobilistica, calate dopo la crescita dei mesi estivi.

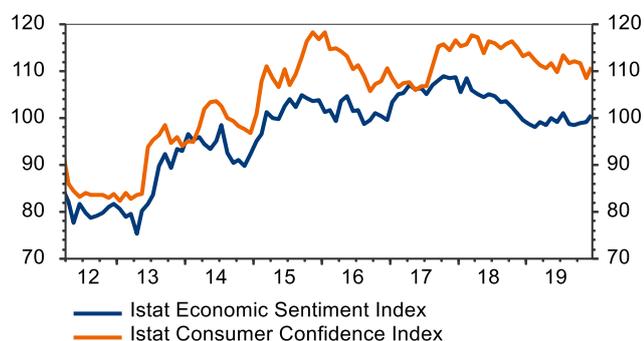
Il settore dei servizi ha guadagnato ottimismo, con l'indice in crescita da 17,4 punti di novembre a 21,3 di dicembre. La fiducia nelle costruzioni ha subito un leggero calo a 17,9 da 20,3, restando, tuttavia, in territorio positivo. Il commercio, nel mentre, ha corretto il precedente rimbalzo, passando da 0,9 punti in novembre a 0,0 in dicembre.

Francia. L'**indice INSEE di fiducia delle imprese** è salito a 101,8 in dicembre. Il dato di novembre è stato rivisto al rialzo da 100 a 101,5. Il miglioramento del clima di fiducia nell'industria riflette valutazioni più positive di produzione recente e prospettive dell'impresa, mentre la valutazione degli ordinativi è peggiorata rispetto a novembre e resta prevalentemente negativa. Le indicazioni dell'indagine Insee contrastano con quelle dell'indagine PMI, che in dicembre è peggiorata nettamente. La fiducia è migliorata anche nei servizi (indicazione in questo caso coerente con quella fornita dai PMI), mentre è calata per il secondo mese di fila nell'edilizia, pur restando su livelli positivi.

Belgio. Come Insee ed Ifo, **anche l'indice di fiducia NBB è migliorato, in questo caso da -3,9 a -3,4**. Si tratta di un livello ancora indicativo di un andamento economico debole, ma comunque è il migliore mai osservato da aprile. Il miglioramento ha interessato manifatturiero e costruzioni. Invece, il clima di fiducia è peggiorato nei servizi produttivi, pur restando positivo (3,7), e nel commercio, in particolare di beni durevoli.

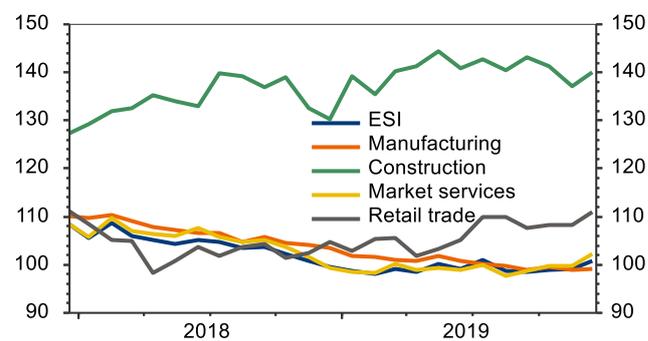
Italia. **La fiducia di famiglie e imprese è migliorata a dicembre.** I dati sono stati superiori al previsto. **Il morale dei consumatori è rimbalzato a 110,8** da 108,6 di novembre, mostrando un miglioramento di tutte le principali componenti (in particolare del clima economico nazionale); le famiglie manifestano anche minori timori occupazionali. **Anche l'indice composito di fiducia delle imprese è salito (per il terzo mese) a dicembre**, a 100,7 dai 99,2 precedente. Si tratta di un massimo dallo scorso luglio. **Il morale è migliorato in tutti i settori** (costruzioni, servizi e commercio al dettaglio, dove è stato raggiunto un record da due anni), **ma è risultato poco variato nel manifatturiero** (99,1 da 99 precedente). Tuttavia, **anche nel settore manifatturiero, il dettaglio dell'indagine è incoraggiante**, in quanto mostra una ripresa degli ordini e della produzione correnti e opinioni meno pessimistiche sulle prospettive di economia e occupazione. Le indicazioni di ripresa (simili a quelle viste in altri Paesi dell'eurozona) si spiegano almeno in parte con il ridursi dell'incertezza sul commercio mondiale, dopo l'evoluzione meno negativa del previsto delle vicende legate alla guerra tariffaria Usa-Cina e a Brexit; in tal senso, una modesta ripresa potrebbe continuare nei prossimi mesi. In sintesi, le indagini ancora non segnalano un trend di stabile ripresa, ma se non altro sembrano aver smesso di peggiorare. Il livello degli indicatori anticipatori resta coerente con una sostanziale stagnazione della crescita del PIL nei trimestri a cavallo d'anno (nell'intervallo -0,1% / +0,1% q/q); peraltro, i numeri effettivi sul PIL sono stati di recente più positivi di quelli coerenti con le indagini di fiducia.

Italia – Fiducia di consumatori e imprese al rialzo a dicembre



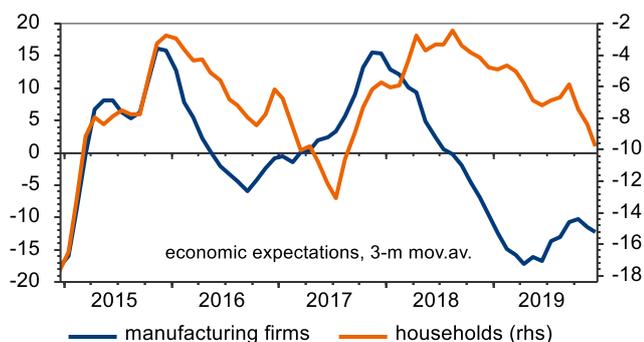
Fonte: Refinitiv Datastream

Italia – La maggior parte dei settori mostra un maggior ottimismo



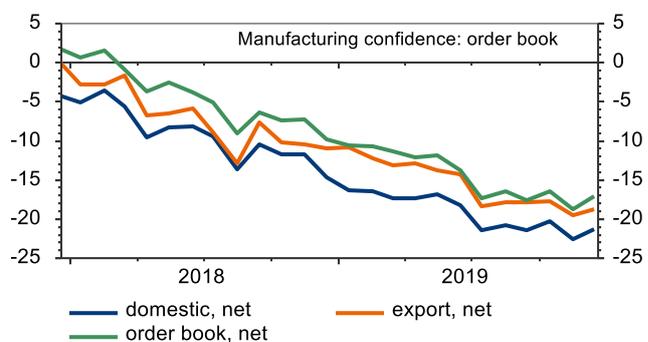
Fonte: Refinitiv Datastream

Italia – Le aspettative sull'economia di famiglie e imprese restano non certo brillanti...



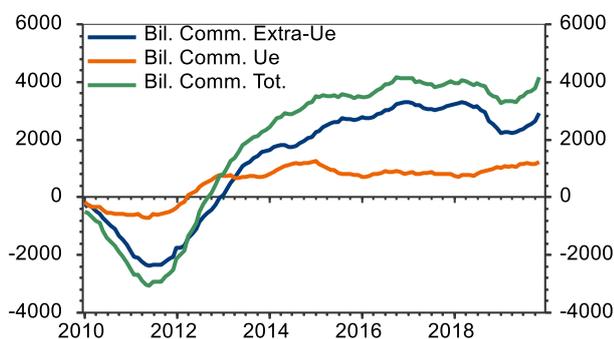
Fonte: Refinitiv Datastream

...ma le imprese manifatturiere segnalano una ripresa dai minimi degli ordini.

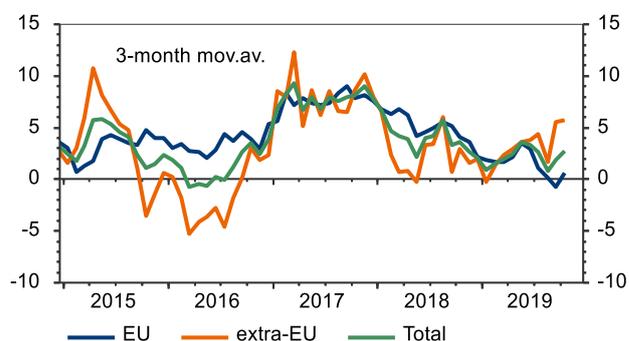


Fonte: Refinitiv Datastream

Italia. In ottobre, si registra un aumento delle esportazioni (+3,1% m/m) a fronte di un calo delle importazioni (-2,3% m/m). Su base annua, l'export è in crescita per il secondo mese (+4,3% a/a), mentre l'import tocca un minimo da luglio del 2016 a -5,8% a/a. **L'aumento dell'export è però dovuto quasi interamente alla consegna di una nave negli Stati Uniti**, al netto della quale la variazione sarebbe pari a -0,1% m/m e +1,4% a/a. Oltre ai mezzi di trasporto(+56,1%), risultano in progresso nel confronto annuo anche gli articoli in pelle (+11%), l'abbigliamento (+8,3%), i farmaceutici (+8,3%) e gli alimentari (+6,2%), mentre restano in forte calo gli autoveicoli (-9,7%), i prodotti chimici (-6,2%) e i macchinari (-2,2%). Oltre agli Stati Uniti (+24,5%), il contributo maggiore all'aumento tendenziale dell'export viene da Svizzera (+14,6%), Francia (+6,5%) e Regno Unito (+8,7%), mentre un apporto negativo deriva non solo dai Paesi OPEC (-16,9%) ma anche dalla Germania (-2,8%). **Nei primi dieci mesi dell'anno l'avanzo commerciale ha superato 43 miliardi** (75,8 al netto dei prodotti energetici), in aumento dai 32,5 mld dello stesso periodo dello scorso anno (66,9 al netto dell'energia). In sintesi, **il commercio estero è stato debole (ed ha frenato il PIL) nel 3° trimestre, ma i dati di settembre e ottobre confermano i segnali di ripresa** della domanda in particolare dai Paesi extra-UE, che potrebbe favorire un recupero nell'ultimo trimestre del 2019. Tuttavia, la consegna di una nave di ottobre non avrà effetto sul PIL in quanto si rifletterà in un decumulo di scorte.

Italia - L'avanzo commerciale è molto vicino ai massimi storici

Fonte: Refinitiv Datastream

Italia - In ripresa l'export specie verso i Paesi extra-UE

Fonte: Refinitiv Datastream

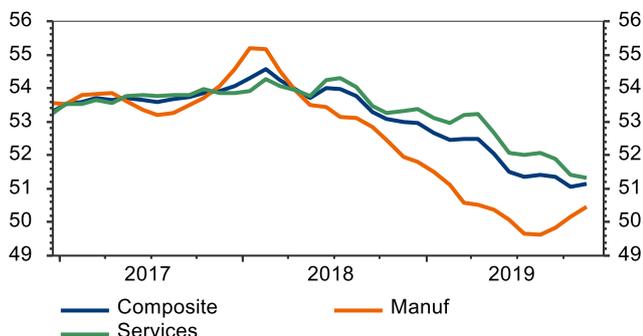
Italia. La produzione nelle costruzioni è aumentata di 0,4% m/m a ottobre, in accelerazione dallo 0,1% m/m di settembre. Si tratta del maggior incremento congiunturale dallo scorso febbraio. Su base annua, l'output è salito a 2,7% (da 0,8% precedente corretto per gli effetti di calendario): in pratica, in ottobre, **le costruzioni risultano in espansione per il nono mese consecutivo, mentre l'industria è in territorio recessivo da otto mesi**. Nel 4° trimestre, le costruzioni sono in rotta per un incremento di 0,4% t/t dopo lo 0,3% t/t. **Tuttavia, ci aspettiamo una correzione a novembre**, per via di condizioni metereologiche avverse, il che suggerisce che il contributo delle costruzioni al PIL a fine anno possa essere minore di quello visto nei mesi estivi ovvero circa nullo.

Italia. I prezzi delle abitazioni sono diminuiti di -0,3% t/t nel 3° trimestre, per via delle abitazioni esistenti (-0,5% t/t), mentre le abitazioni nuove registrano un aumento di +0,8% t/t. **Su base annua, i prezzi sono tornati in territorio positivo per la prima volta dal 2016**, a +0,4%; anche in questo caso, sono trainanti le abitazioni nuove (+1,3%), ma anche le abitazioni esistenti fanno segnare un lieve aumento (+0,1%) dopo dieci trimestri consecutivi di calo. Rispetto alla media del 2010, primo anno per il quale è disponibile la serie storica, i prezzi restano più bassi del -16,3%, a causa esclusivamente alle abitazioni esistenti (-22,9%), mentre per quelli delle abitazioni nuove si registra un lieve incremento (+1,7%). Nel frattempo, nel 3° trimestre è continuato il trend di crescita dei volumi di compravendita (+5%).

Italia. L'inflazione di novembre è stata rivista al ribasso di ben due decimi su entrambi gli indici, sia su base congiunturale che tendenziale, risultando ora stabile allo 0,2% come a ottobre (e non in salita a 0,4% come precedentemente stimato). I prezzi sono visti ora in calo nel mese di due decimi sul NIC e di tre decimi sull'IPCA. Più ampia anche la revisione sull'inflazione di fondo, stimata stabile a 0,7% a/a mentre in precedenza era vista in aumento all'1%. La revisione è dovuta a un aumento meno ampio negli alimentari (+0,5% da +1% m/m della prima lettura) e a una flessione più accentuata nei servizi ricettivi e di ristorazione (-1,9% da -1,6% m/m della precedente stima); inoltre le comunicazioni, inizialmente stimate in salita di un decimo, sono viste ora in calo di ben -0,6% m/m. La revisione è dovuta soprattutto agli effetti sui beni durevoli e semidurevoli dell'ampliamento del periodo di promozioni legato al Black Friday. Il dato conferma che i rischi sullo scenario di inflazione sono al ribasso. Stimiamo un aumento nell'ultimo mese dell'anno, in area 0,5%-0,6%, cui non seguirà però un'ulteriore salita nei mesi successivi (l'inflazione potrebbe rimanere attorno a 0,5% almeno per tutta la prima del 2020).

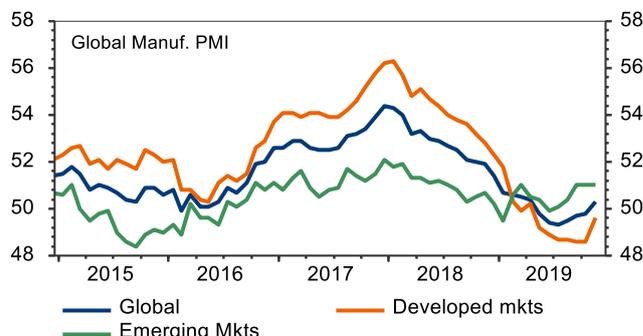
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



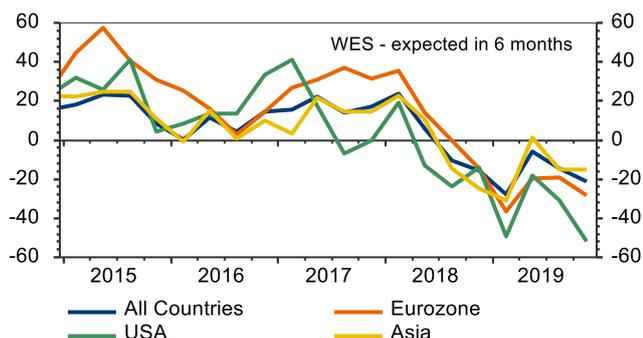
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



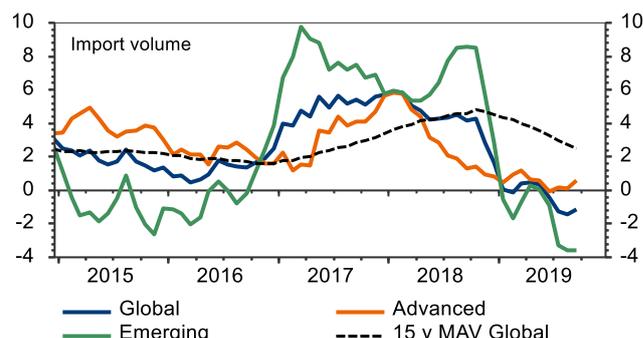
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Ifo: WES, aspettative a 6 mesi



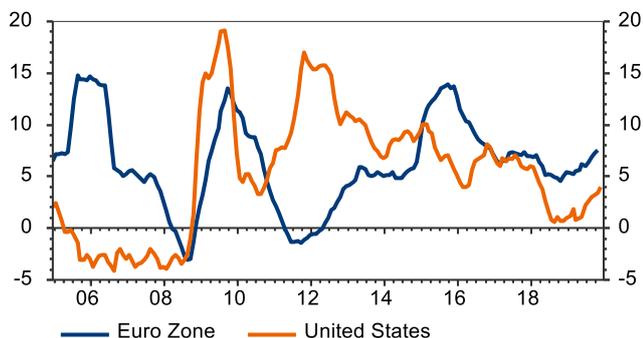
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

Andamento del commercio mondiale



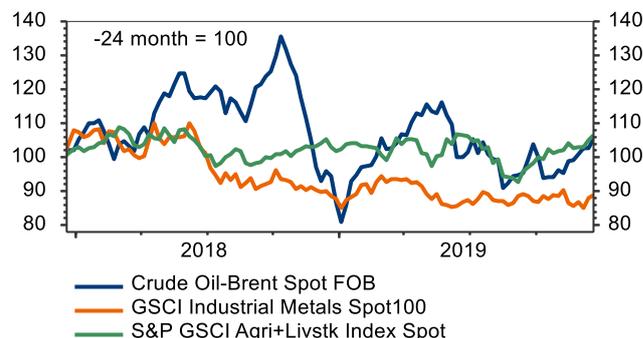
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

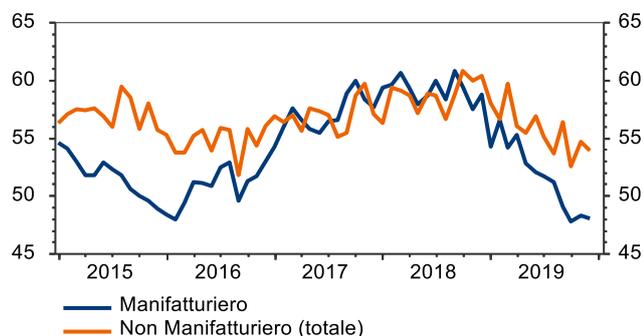
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

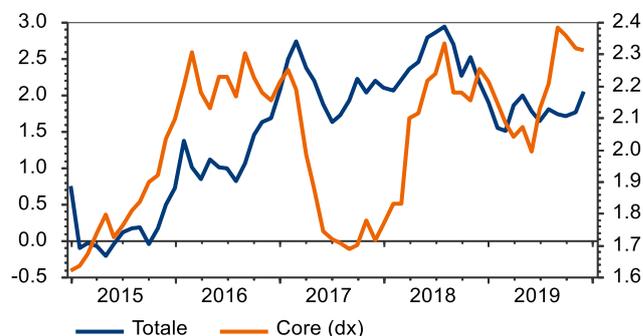
Stati Uniti

Indagini ISM



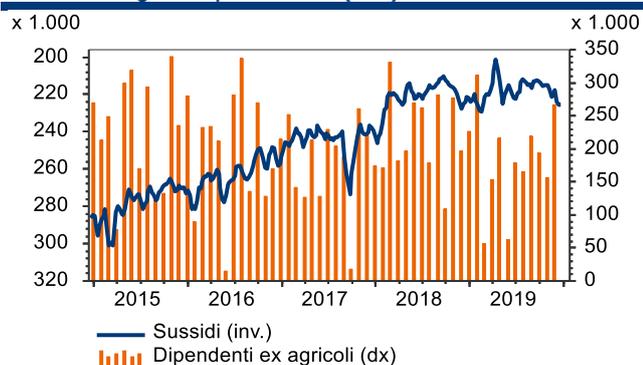
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



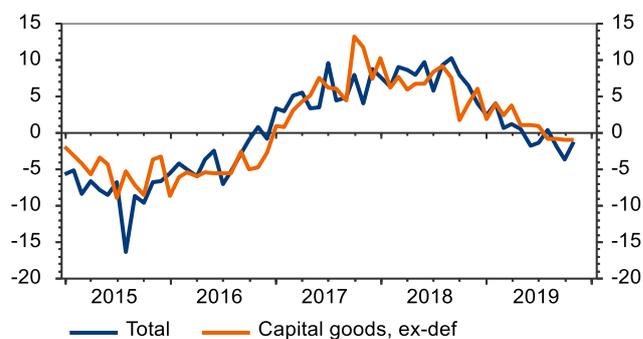
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

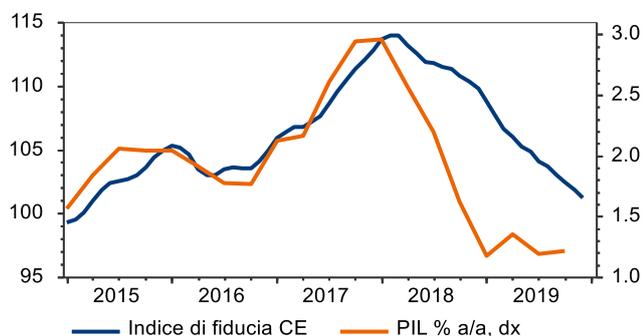
Previsioni

	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	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.4	-2.4	-2.4								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.6	-7.0	-6.7								
Debito pubblico (% PIL)	136.7	135.5	137.5								
CPI (a/a)	2.4	1.8	2.0	2.2	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1	1.7	2.0
Produzione Industriale	3.9	0.8	0.1	1.0	-0.5	-0.6	0.3	-0.4	0.2	0.0	0.1
Disoccupazione (%)	3.9	3.7	3.5	3.8	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5

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

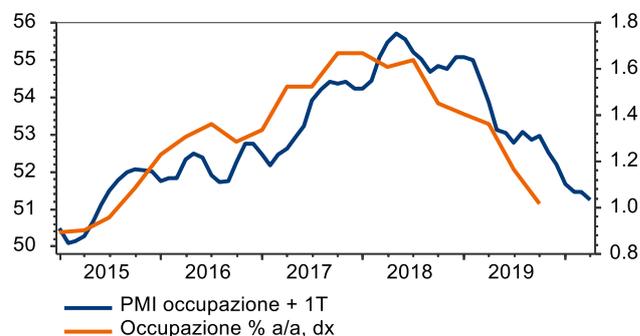
Area euro

PIL



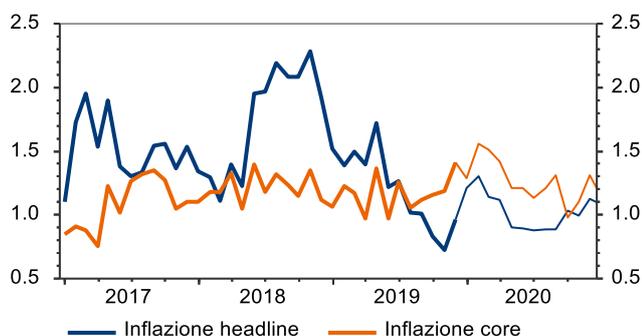
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2018	2019	2020
gennaio	1.3	1.4	1.3
febbraio	1.1	1.5	1.1
marzo	1.4	1.4	1.1
aprile	1.2	1.7	0.9
maggio	2.0	1.2	0.9
giugno	2.0	1.3	0.9
luglio	2.2	1.0	0.9
agosto	2.1	1.0	0.9
settembre	2.0	0.8	1.0
ottobre	2.3	0.7	1.0
novembre	1.9	1.0	1.1
dicembre	1.5	1.2	1.1

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	1.2	0.9	1.2	1.4	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	1.3	1.4	0.4	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	2.4	7.0	3.2	1.6	0.4	5.7	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	1.1	1.5	1.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	3.3	2.4	1.8	0.9	0.9	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
Importazioni	2.7	4.7	3.8	1.2	0.3	2.8	0.6	1.0	1.0	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.4	0.1	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	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	1.0	1.9	1.4	1.4	1.0	1.0	1.2	0.9	0.9
Produzione industriale (a/a)	0.9	-1.3	0.3	-1.9	-0.5	-1.4	-2.2	-1.1	-1.0	-0.1	1.0
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

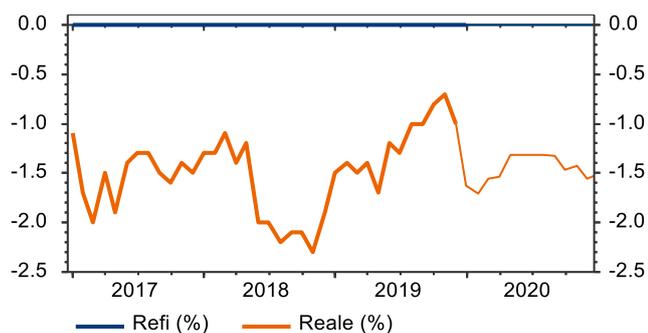
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	19/12	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.37	-0.39	-0.46	-0.46	-0.46	-0.45	-0.45	-0.45
Euribor 3m	-0.31	-0.35	-0.42	-0.40	-0.42	-0.42	-0.43	-0.43

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

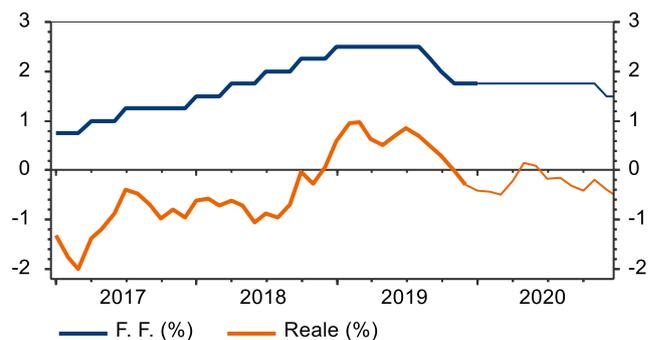


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	19/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	2.50	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
Libor USD 3m	2.60	2.32	2.09	1.91	1.93	1.91	1.81	1.73

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

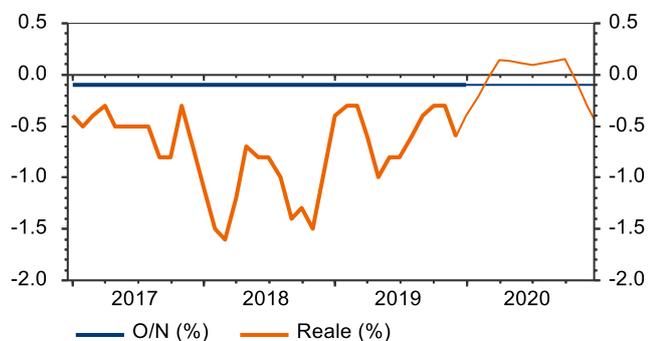


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	19/12	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.06	-0.07	-0.10	-0.07	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

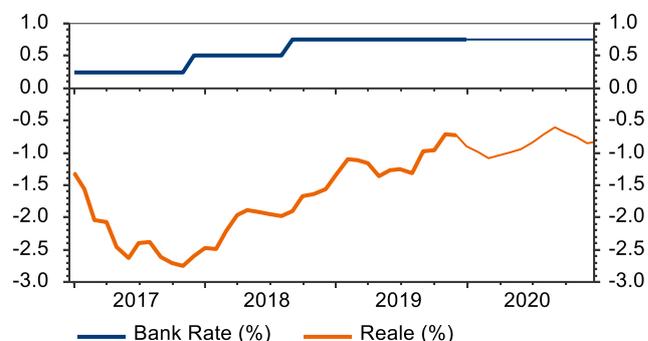


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito

	mar	giu	set	19/12	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Libor GBP 3m	0.85	0.77	0.76	0.79	0.80	0.82	0.85	0.88

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	20/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.15	1.13	1.10	1.11	1.1116	1.10	1.12	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	113	112	108	108	109	109.28	109	110	111	112	114
GBP/USD	1.34	1.26	1.27	1.25	1.29	1.3012	1.36	1.38	1.40	1.43	1.45
EUR/CHF	1.17	1.13	1.11	1.09	1.10	1.0890	1.09	1.10	1.12	1.13	1.15
EUR/JPY	134	128	122	119	120	121.50	120	123	127	131	136
EUR/GBP	0.88	0.90	0.89	0.88	0.86	0.8543	0.81	0.81	0.82	0.82	0.82

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 15c-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 che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasanpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
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
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com