INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

24 gennaio 2020

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

La **Banca Centrale Europea** ha formalmente annunciato l'avvio del **riesame della strategia di politica monetaria**. Il processo riguarderà la definizione dell'obiettivo, gli strumenti e anche l'analisi economica alla base delle decisioni. Le conclusioni dovrebbero essere comunicate a novembre.
Nel frattempo, la politica monetaria non cambia, né è prevedibile che cambi nei prossimi mesi. Tutto invariato: tassi, acquisti APP, *forward guidance*. La BCE è più fiduciosa nella realizzazione dello scenario di riferimento.

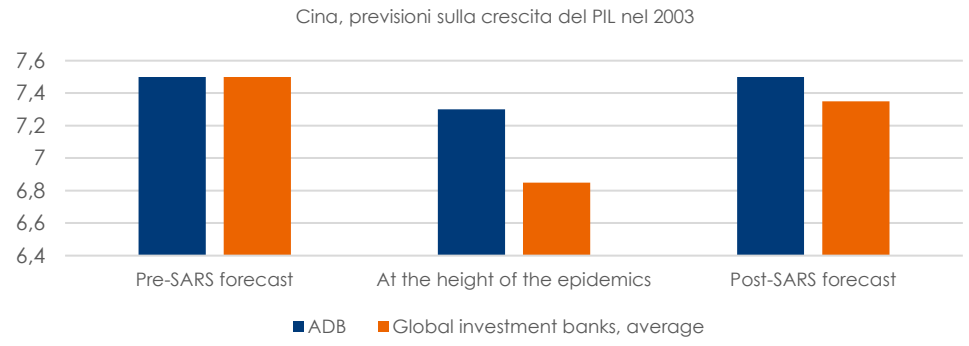
L'esperienza dell'epidemia di SARS del 2003 suggerisce che gli **effetti economici dell'epidemia di 2019-nCoV** potrebbero essere localmente significativi, ma del tutto transitori. Grazie alle misure di contenimento dell'epidemia, nel 2003 gli effetti economici della SARS sull'economia cinese furono largamente sovrastimati dai previsori.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, l'agenda è fitta di dati. Sono in uscita le stime preliminari del PIL per l'ultimo trimestre 2019: l'attività economica è attesa stabile rispetto ai tre mesi precedenti nell'eurozona (a 0,2% t/t) e in rallentamento di un decimo in Francia (a 0,2% t/t) e in Italia (a zero). Entra nel vivo la tornata di indagini di fiducia di gennaio: ci aspettiamo un recupero generalizzato per Ifo tedesco, indice della Commissione per l'eurozona e indagine Istat in Italia. Le stime flash dei dati di inflazione di gennaio dovrebbero mostrare un aumento nell'area euro e in Germania (a 1,4% e 1,9%, rispettivamente), e un lieve calo in Francia (a 1,5%). Infine, la disoccupazione a dicembre è vista stabile nell'area euro e in Germania, mentre non escludiamo una risalita in Italia.

La settimana ha diversi dati in uscita negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC. La Fed dovrebbe confermare la fase di pausa sui tassi, prepararsi a una normalizzazione della gestione della liquidità e segnalare che il dibattito sulla strategia e sugli strumenti di politica monetaria prosegue e dovrebbe concludersi verso metà 2020. La prima stima del PIL del 4° trimestre dovrebbe essere intorno al 2% t/t ann., vicina a quella estiva. Per i dati di dicembre, la previsione è di allargamento del deficit della bilancia commerciale, calo degli ordini di beni durevoli, aumento delle vendite di case nuove e crescita moderata di consumi e reddito. Il deflatore core dovrebbe mantenersi su un trend contenuto, sempre sotto il 2%. Per gennaio, la fiducia dei consumatori è prevista ancora su livelli elevati, in linea con la media di fine 2019.

Quando la SARS seminò il panico fra i previsori…



Fonte: grafico basato sui dati raccolti da Jong-Wha Lee and W. J. Mc Kibbin, "The Impact of SARS", in *China: New Engine of Growth*, ANU Press 2012.

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

Il punto

La **Banca Centrale Europea** ha formalmente annunciato l'avvio del **riesame della strategia di politica monetaria**. Il processo riguarderà la definizione dell'obiettivo, gli strumenti e anche l'analisi economica alla base delle decisioni. Le conclusioni dovrebbero essere comunicate a novembre.
Nel frattempo, la politica monetaria non cambia, né è prevedibile che cambi nei prossimi mesi. Tutto invariato: tassi, acquisti APP, *forward guidance*. La BCE è più fiduciosa nella realizzazione dello scenario di riferimento.

- La **riunione di politica monetaria del consiglio direttivo** si è conclusa con tassi ufficiali invariati (DPR -0,50%, refi 0%, rifinanziamento marginale +0,25%). L'indirizzo sull'andamento futuro (*forward guidance*) è anch'esso immutato:
  - Riguardo ai tassi ufficiali, "Il Consiglio direttivo si attende che […] si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedrà le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel suo orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo".
  - Per quanto concerne l'APP, gli acquisti netti "termineranno poco prima che inizi ad innalzare i tassi di riferimento", e i reinvestimenti "un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi".
- L'**analisi economica** mostra una valutazione leggermente più positiva della situazione e delle prospettive. Tuttavia, la valutazione dei rischi (che restano i soliti) è rimasta verso il basso. Lagarde si è detta fiduciosa che il negoziato commerciale fra Stati Uniti ed Unione Europea si concluda positivamente, giudicando moderatamente incoraggianti i commenti del presidente americano e della presidente della Commissione Europea al termine del loro incontro. L'impressione è che il consiglio direttivo confidi di non aver bisogno nei prossimi mesi di modificare la politica monetaria.
- Il vero motivo di interesse della riunione era costituito dall'annuncio del **riesame della strategia di politica monetaria**. Uno scarno comunicato sulla portata e i tempi del processo è stato pubblicato dopo la conferenza stampa della presidente Lagarde. Come avevamo ipotizzato, per ora la BCE si limita ad annunciare l'avvio formale della *review*. Il riesame, le cui conclusioni dovrebbero essere comunicate a novembre, affronterà:
  1. La "**formulazione quantitativa della stabilità dei prezzi**"
  2. l'**approccio e gli strumenti** attraverso cui si realizza. Il Consiglio dovrà anche valutare efficacia ed effetti collaterali degli strumenti di politica monetaria sviluppati nel corso dell'ultimo decennio, e come andrebbe aggiornata l'analisi economica e monetaria su cui si basa la BCE per le proprie decisioni
  3. Le "**prassi di comunicazione**", incluso probabilmente il livello di trasparenza sulle posizioni dei singoli membri del consiglio.

  Si terrà conto di come altri aspetti possano essere rilevanti nel perseguimento del mandato, inclusi la stabilità finanziaria e il cambiamento climatico. La necessità di una revisione è giustificata dalla BCE alla luce del calo di crescita potenziale inflazione, dell'invecchiamento demografico, della compressione dei tassi di interesse seguita alla crisi finanziaria e di altri fattori (globalizzazione, evoluzione delle strutture finanziarie, digitalizzazione e minacce alla sostenibilità ambientale). Nella sessione di domande e risposte, Lagarde non ha escluso che la revisione si concluda anche con una richiesta di modificare il modo in cui vengono costruiti gli indici dei prezzi, per esempio per migliorare il trattamento del costo dell'alloggio, ma ha avvisato che ciò potrebbe avere tempi molto più lunghi rispetto alla revisione della politica monetaria.

L'esperienza dell'epidemia di SARS del 2003 suggerisce che gli **effetti economici dell'epidemia di 2019-nCoV** potrebbero essere localmente significativi, ma del tutto transitori. Grazie alle misure di contenimento dell'epidemia, nel 2003 gli effetti economici della SARS sull'economia cinese furono largamente sovrastimati dai previsori.

- La notizia dell'epidemia di 2019-nCoV scoppiata nella città cinese di Wuhan ha avuto immediate ripercussioni sui mercati internazionali, che temono il ripetersi degli effetti economici dell'epidemia di **SARS** del **2003**. Allora la mortalità fu del 9%, su un totale stimato di circa 8000 casi. Il 23 gennaio, la WHO stimava per la 2019-nCoV un totale di 581 casi, con 17 decessi e 95 casi gravi, ma analisi quantitative basate su modelli epidemiologici riportate dalla stessa WHO suggeriscono che l'estensione locale dell'epidemia possa essere largamente sottostimata. La Cina è stata colpita in tempi più recenti da un'altra epidemia, quella collegata al virus **H7N9** del **2013**, caratterizzato da mortalità molto elevata (40,1%), che però non scatenò lo stesso livello di panico sociale a causa della gestione più tempestiva della crisi da parte delle autorità cinesi[1]. L'epidemia di 2019-nCoV è stata probabilmente gestita meno tempestivamente rispetto a quella di H7N9, e la decisione di mettere in quarantena la città di Wuhan può avvicinare il livello di impatto sociale ed economico a quello del 2003.
- L'impatto dell'epidemia si esercita attraverso **vari canali**. Perdita di forza lavoro (transitoria per la malattia, permanente per i decessi), riduzione temporanea di attività economica (calo dei viaggi per lavoro e turismo, rallentamento delle spedizioni di merci), impatti negativi sul clima di fiducia. Questi ultimi sono più elevati quando c'è incertezza riguardo alla natura della malattia, al rischio di contagio e alla capacità delle autorità di affrontare l'emergenza. Ad esempio, la normale influenza stagionale colpisce milioni di persone e fra il 2010 e il 2015 ha causato una media di 89 mila decessi soltanto in Cina[2]; tuttavia, non attiva mai fenomeni di allarme sociale e movimenti di mercato. D'altro canto, l'impatto dei decessi sull'economia è diverso a seconda delle coorti di età che colpisce e, di nuovo, la normale influenza stagionale causa decessi soprattutto fra le persone non più in età lavorativa. SARS, H7N9 e 2019-nCoV generano pochi decessi, grazie anche alle misure sanitarie che vengono adottate per arrestare sul nascere il contagio, e quindi anche i loro effetti economici sono circoscritti nel tempo.
- All'epoca dell'epidemia di SARS del 2003, ci fu una corsa al taglio delle previsioni di crescita per la Cina. La Banca Mondiale e le principali banche di investimento ridussero le proprie stime di circa lo 0,5%, con revisioni più ampie per i previsori privati. Il fenomeno tende a essere accentuato dal fatto che queste epidemie colpiscono a inizio anno, nel trimestre invernale per il nostro emisfero, e quindi tendono a condizionare maggiormente le medie annue; inoltre, le stime sono probabilmente condizionate dalla fortissima attenzione mediatica, che tende a premiare valutazioni di impatto più aggressive. Dopo l'epidemia, però, le stime furono riviste verso l'alto verso i livelli iniziali, eccetto che per i previsori che avevano stime più elevate del consenso[3]. Questi ultimi colsero probabilmente l'occasione della SARS per correggere una sovrastima precedente. In conclusione, è vero che l'incertezza sugli effetti dell'epidemia, oltre all'impatto delle misure di controllo, potrà creare effetti economici anche significativi nei prossimi mesi. Allo stesso tempo, però, le conseguenze saranno quasi del tutto transitorie, e irrilevanti in un'ottica di medio e lungo termine.

---

[1] Wuqi Qiu, Cordia Chu, Ayan Mao, Jing Wu: "The impacts on Health, Society and Economy of SARS and H7N9 outbreaks in China: a case comparison study", *Journal of Environmental and Public Health*, June 2018.

[2] Li Li & altri: "Influenza-associated excess respiratory mortality in China, 2010–15: a population-based study", *Lancet Public Health* 2019:4, pp. e473-81.

[3] Si veda: Jong-Wha Lee and Warwick J. McKibbin, "The impact of SARS", in *China: New Engine of World Growth*, ANU Press 2012, pp. 19-33.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, l'agenda è fitta di dati. Sono in uscita le stime preliminari del PIL per l'ultimo trimestre 2019: l'attività economica è attesa stabile rispetto ai tre mesi precedenti nell'eurozona (a 0,2% t/t) e in rallentamento di un decimo in Francia (a 0,2% t/t) e in Italia (a zero). Entra nel vivo la tornata di indagini di fiducia di gennaio: ci aspettiamo un recupero generalizzato per Ifo tedesco, indice della Commissione per l'eurozona e indagine Istat in Italia. Le stime flash dei dati di inflazione di gennaio dovrebbero mostrare un aumento nell'area euro e in Germania (a 1,4% e 1,9%, rispettivamente), e un lieve calo in Francia (a 1,5%). Infine, la disoccupazione a dicembre è vista stabile nell'area euro e in Germania, mentre non escludiamo una risalita in Italia.

La settimana ha diversi dati in uscita anche negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC. La Fed dovrebbe confermare la fase di pausa sui tassi, prepararsi a una normalizzazione della gestione della liquidità e segnalare che il dibattito sulla strategia e sugli strumenti di politica monetaria prosegue e dovrebbe concludersi verso metà 2020. La prima stima del PIL del 4° trimestre dovrebbe essere intorno al 2% t/t ann., vicina a quella estiva. Per i dati di dicembre, la previsione è di allargamento del deficit della bilancia commerciale dei beni, calo degli ordini di beni durevoli, aumento delle vendite di case nuove e di crescita moderata di consumi e reddito personali. Il deflatore core dovrebbe mantenersi su un trend contenuto, sempre sotto il 2%. Per gennaio, la fiducia dei consumatori è prevista ancora su livelli elevati, in linea con la media di fine 2019.

Lunedì 27 gennaio

Area euro

- **Germania.** L'**indice Ifo** di gennaio è atteso in crescita a 97,2. L'aumento di nove decimi dell'indice, oltre ad estendere il trend positivo iniziato alla fine dell'estate, rifletterebbe il miglioramento sia delle aspettative (attese a 95 da 93,8 di dicembre) che dell'indice sulla situazione corrente (a 99,4 da 98,8). Il dato di gennaio dovrebbe confermare la possibile svolta in corso per l'economia tedesca. Nonostante le buone notizie dal fronte della guerra sui dazi e il dato dell'indice ZEW, rimaniamo cauti sullo scenario prospettico.

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a dicembre sono previste in aumento a 725 mila da 719 mila di novembre. La fiducia dei costruttori di case a fine 2019 si è portato sui massimi dal 1999 e dà supporto alla previsione di un trend verso l'alto per il settore immobiliare residenziale. Nel 2020 la tendenza dovrebbe restare positiva, ma con ritmi di espansione più contenuti rispetto al 2019 per via della stabilizzazione dei tassi sui mutui, di vincoli dal lato dell'offerta nel settore e di freno alla domanda dovuto ai prezzi elevati.

Martedì 28 gennaio

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a dicembre (prel.) dovrebbero essere in calo di -0,1% m/m, dopo -2,1% m/m di novembre, sulla scia di un'ampia correzione degli ordini di Boeing nel mese. Al netto dei trasporti, gli ordini sono previsti in aumento moderato, +0,3% m/m, dopo -0,1% m/m, che dovrebbe mantenere il trend modestamente positivo. A partire da gennaio, l'arresto della produzione del 737 MAX da parte di Boeing dovrebbe avere effetti negativi su ordini e produzione nel manifatturiero.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a gennaio è attesa a 127,5, da 126,5, sulla scia della sigla dell'accordo commerciale USA-Cina, della tendenza positiva dei mercati e dell'andamento sempre positivo del mercato del lavoro. L'indagine dovrebbe mostrare una moderata ripresa sia delle condizioni correnti sia delle aspettative, senza però modificare il graduale trend verso il basso di queste ultime.

Mercoledì 29 gennaio

Area euro

- **Francia**. L'indice di **fiducia dei consumatori** a gennaio è visto in calo a 100 da 102 di dicembre. Le tensioni sociali innescate dalla riforma delle pensioni continuano ad agitare vaste fasce della popolazione, il cui morale è visto in peggioramento nella prima parte dell'anno. La propensione agli acquisti ha ripreso a calare a fine 2019.

- **Italia.** Il 2020 dovrebbe iniziare con una ripresa della **fiducia di famiglie e imprese**, sulla scia della tendenza già vista nell'ultimo scorcio del 2019. In particolare, è atteso migliorare il morale delle aziende manifatturiere (stimiamo a 100 da 99,1 precedente), sulla scia della schiarita sul fronte delle guerre tariffarie. La salita dell'indice composito di fiducia delle imprese potrebbe essere più modesta, a 101 da 100,7 di dicembre. Poco variato dovrebbe risultare il morale dei consumatori, a 110,9 dopo il balzo a 110,8 visto il mese scorso.

Stati Uniti

- Il deficit della **bilancia commerciale dei beni** (prel.) a dicembre è previsto in allargamento a -64,4 mld, da -63,2 mld di novembre, con una ripresa delle importazioni dopo una notevole debolezza a novembre causata dalla volatilità collegata alle aspettative sui dazi con la Cina. Il canale estero dovrebbe dare un contributo ampiamente positivo alla crescita del PIL nel 4° trimestre.

- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi con un voto unanime a favore del mantenimento dell'obiettivo per il **tasso dei fed funds** fra 1,5-1,75%, con indicazioni, sia nel comunicato sia nella conferenza stampa di Powell, di proseguimento della fase di **pausa.** un **rialzo di 5 pb del tasso sulle riserve in eccesso**, dopo che la svolta sull'entità delle riserve in atto da settembre 2019 ha riportato sotto controllo il tasso effettivo sui fed funds. Il giudizio sullo **scenario macroeconomico** dovrebbe essere poco variato rispetto a dicembre e in linea con la previsione di crescita moderata e di inflazione intorno al 2%. La valutazione dei **rischi** dovrebbe rimanere orientata **verso il basso**, anche se verrà rilevato il contenimento dell'incertezza determinato dalla sigla dell'accordo USA-Cina per la fase 1. In questa fase di pausa per il tasso di policy, il dibattito nel Comitato si concentrerà sulla **gestione della liquidità** e sugli **altri strumenti**, in particolare **bilancio e tasso sulle riserve** in eccesso, mentre proseguirà il dibattito sulla definizione dell'obiettivo di inflazione. il Comitato potrebbe segnalare un futuro ridimensionamento degli acquisti mensili di T-bill nei prossimi mesi e aprire implicitamente la strada a una svolta strutturale della politica del bilancio nella seconda metà del 2020. L'aggiornamento della **nota sugli obiettivi di più lungo termine** non verrà pubblicato a gennaio, come di consueto, ma è rinviato più avanti nell'anno, quando "la revisione della strategia di politica monetaria, degli strumenti e delle pratiche di comunicazione" sarà vicina alla conclusione, probabilmente intorno a metà 2020. Quindi la discussione sull'obiettivo di inflazione e sul sentiero del bilancio continuerà alle prossime riunioni senza indicazioni precise nel breve termine. In conclusione, il messaggio del FOMC a questa riunione dovrebbe mantenersi cautamente positivo sullo scenario e in linea con una **pausa sui tassi** per gran parte dell'anno, mentre si valutano le informazioni in arrivo.

Giovedì 30 gennaio

Area euro

- **Area euro**. L'**indice ESI** di **fiducia economica** elaborato dalla Commissione Europea è atteso in ulteriore aumento a gennaio, a 102,5 da 101,5 di dicembre. L'indice per l'industria è previsto in lieve recupero a -9,0 da -9,3, mentre quello per i servizi potrebbe salire ancora da 11,4 a 11,8. L'**indice di fiducia dei consumatori** dovrebbe confermare la lettura preliminare a -8,1, invariata rispetto al mese precedente.

- **Area euro.** La **disoccupazione** a dicembre è attesa stabile a 7,5%, ancorata al minimo da luglio 2008. Ci attendiamo che il tasso dei senza-lavoro registri un incremento marginale nei prossimi mesi, per effetto del rallentamento della crescita degli occupati.

- **Germania**. Per gennaio è prevista una risalita dell'**inflazione**. L'indice armonizzato è atteso a 1,9% a/a da 1,5% di dicembre, mentre l'indice nazionale dovrebbe passare a 1,7% a/a da 1,5% del mese precedente. Gli aumenti sarebbero guidati da effetti statistici legati ai prezzi dell'energia. Su base mensile, entrambi gli indici sono visti in calo di -0,6% m/m, in linea con la tendenza stagionale.

- **Germania**. In dicembre il **tasso di disoccupazione** dovrebbe rimanere invariato al 5,0%. Il numero dei disoccupati è atteso aumentare di 5 mila unità. L'indice PMI occupazione era risalito in novembre, ma è tornato a calare a dicembre, pur restando sopra 50. L'espansione dell'occupazione nei servizi compensa il calo nel manifatturiero.

- **Italia.** Ci aspettiamo una risalita del **tasso di disoccupazione** a dicembre, a 9,8% dopo il 9,7% dei due mesi precedenti (il minimo da quasi 7 anni è stato raggiunto lo scorso agosto a 9,6%). La riaccelerazione nella creazione di posti di lavoro vista negli ultimi mesi non sembra coerente con la persistente semi-stagnazione del ciclo. Inoltre le indagini su famiglie e imprese hanno mostrato, in media negli ultimi mesi, meno ottimismo sulle prospettive occupazionali.

Stati Uniti

- La stima *advance* del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe segnare una variazione di 2% t/t ann., circa in linea con il dato estivo (2,1% t/t ann.). I consumi, previsti in rialzo di 2% t/t ann., dovrebbero essere indeboliti dal calo nel comparto auto visto a dicembre e da un andamento debole delle vendite al dettaglio di ottobre e novembre. Gli investimenti fissi delle imprese dovrebbero essere solo marginalmente positivi, con un contributo sempre negativo delle strutture, mentre prosegue la dinamica forte degli investimenti residenziali, Il contributo del canale estero dovrebbe essere ampiamente positivo (+1pp) sulla scia del calo delle importazioni spinta in parte dalla volatilità sul fronte dei dazi. Le scorte invece dovrebbero frenare la crescita complessiva (-0,4pp). Gli ultimi aggiornamenti mostrano che la stima *nowcasting* dell'Atlanta Fed per il 4° trimestre è di 1,4% t/t ann,, quella della St Louis Fed di 1,8% t/t ann. e quella della NY Fed di 1,2% t/t ann. La stima della NY Fed per il 1° trimestre è di 1,7% t/t ann.. La nostra previsione per il 2020 è di rallentamento della crescita verso 1,8% t/t ann.

Venerdì 31 gennaio

Area euro

- **Francia.** La stima preliminare dovrebbe indicare che il **PIL** è rallentato di un decimo nell'ultimo trimestre del 2019, a 0,2% t/t da 0,3% t/t. Sull'anno la variazione passerebbe a 1,1% da 1,4%, per una media 2019 a 1,3%. Pensiamo che la fase di moderazione della crescita possa estendersi anche al 1° trimestre 2020, mentre è possibile una riaccelerazione da metà anno.

- **Francia.** La **spesa per consumi** a dicembre è attesa in lieve accelerazione a 0,2% m/m da 0,1% m/m precedente. Nel mese l'impulso principale dovrebbe essere venuto dalle vendite di auto, stando ai dati sulle immatricolazioni di nuovi veicoli (+3,5% m/m). La variazione annua passerebbe a 1,8% da 0,2%. La variazione trimestrale si attesterebbe a 0,2% t/t (da 0,4% t/t dei tre mesi precedenti).

- **Francia.** A gennaio la stima preliminare dovrebbe indicare una frenata dei **prezzi al consumo** di -0,6% m/m da +0,4% m/m sull'indice nazionale e -0,7% m/m da +0,5% su quello armonizzato, principalmente per effetto del calo dei prezzi dei prodotti manifatturieri e dell'energia. L'inflazione è vista in calo di due decimi all'1,3% dall'1,5% sull'indice nazionale e di un decimo all'1,5% dall'1,6% su quello armonizzato.

- **Area euro**. La stima flash dovrebbe indicare che nel 4° trimestre il **PIL** è cresciuto ancora di 0,2% t/t. La tendenza annua è vista in calo all'1,1% dall'1,2% precedente. Il contributo principale alla crescita dovrebbe essere venuto dalla domanda interna, mentre il

commercio estero potrebbe aver registrato un peggioramento. Il 2019 dovrebbe chiudersi con una crescita dell'1,2%.

- **Area euro.** La stima flash dovrebbe indicare che a gennaio l'**inflazione** è salita all'1,4% a/a dall'1,3% di dicembre sull'indice generale. Stimiamo che l'indice sottostante preferito dalla BCE (al netto di energia ed alimentari freschi) possa risultare stabile a 1,4%. Sul mese, i prezzi sono visti in calo di -1,0% m/m, dopo il +0,3% di dicembre. L'inflazione dovrebbe mantenersi stabile nei primi mesi del 2020.

- **Italia.** La prima stima sul **PIL** del 4° trimestre potrebbe mostrare un'attività economica stazionaria nella parte finale del 2019, dopo il marginale incremento visto nei quattro trimestri precedenti. Su base annua, il PIL è visto stabile a 0,3%, per una media annua 2019 a 0,2%. Nel trimestre, ci aspettiamo un contributo positivo del commercio estero, bilanciato da un calo della domanda interna al lordo delle scorte (principalmente imputabile alla riduzione dei magazzini). La crescita del valore aggiunto nei servizi dovrebbe essere compensata da una diminuzione nell'industria in senso lato (comprensiva delle costruzioni). È possibile che il PIL torni a crescere nel corso del 2020, sulla scia della riduzione dei rischi sul commercio internazionale.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a dicembre è prevista in rialzo di 0,3% m/m, come a novembre. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 0,3% m/m, in rallentamento rispetto a 0,5% m/m di novembre. Il **deflatore dei consumi** è atteso in crescita di 0,2% m/m; il **deflatore core** dovrebbe segnare una variazione di 0,1% m/m, come il CPI core, con qualche rischio verso l'alto per il possibile effetto dell'incremento della componente trasporti (tariffe aeree). Il PPI ha registrato una variazione anomala per questa voce, ma le altre componenti del comparto servizi continuano a essere molto moderate e puntano a mancanza di spinte verso l'alto. Il trend del deflatore core dovrebbe mantenersi contenuto nel 2020, con variazioni tendenziali marginalmente al di sotto del 2% per quasi tutto l'anno, tranne un paio di mesi a inizio anno, per via dell'effetto confronto con il 2019.

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a gennaio (finale) dovrebbe essere poco variata a 99 da 99,1 della lettura preliminare, con una conferma delle aspettative di inflazione all'interno dell'intervallo di fluttuazione degli ultimi anni.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (27 – 31 gennaio) … segue

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	27/1	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		gen	98.8		99.2	99.4
		10:00	GER	IFO (attese)		gen	93.8		95.0	95
		10:00	GER	IFO	**	gen	96.3		97.1	97.2
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	dic	0.719	Mln	0.725	0.725
Mar	28/1	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	dic	-2.1	%	0.4	-0.1
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	dic	-0.1	%	0.1	0.3
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		nov	2.2	%		
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	gen	126.5		127.2	127.5
Mer	29/1	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		gen	39.1			
		08:00	GER	Fiducia consumatori		feb	9.6			
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		gen	102		101	100
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	gen	99.1			100
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		gen	110.8			110.9
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	dic	5.6	%	5.5	
		11:00	ITA	PPI a/a		dic	-2.5	%		
		11:00	ITA	PPI m/m		dic	-0.2	%		
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		dic	-63.2	Mld $		-64.4
Gio	30/1	08:00	GER	Prezzi import a/a		dic	-2.1	%	-0.6	
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	dic	8	x1000	5	5
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		dic	5.0	%	5.0	5.0
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	dic	9.7	%		9.8
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	dic	7.5	%	7.5	7.5
		11:00	EUR	Fiducia industria		gen	-9.3		-9.0	-9
		11:00	EUR	Fiducia servizi		gen	11.4			11.8
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		gen	prel -8.1		-8.1	-7.5
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	gen	101.5		102.0	102.5
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	gen	0.5	%	-0.7	-0.6
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	gen	0.6	%	-0.8	-0.6
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	gen	1.5	%	1.7	1.9
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	gen	1.5	%	1.7	1.7
		14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	211	x1000		
		14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T4	2.1	%	2.1	2.0
		15:00	BEL	PIL t/t prelim		T4	0.4	%		
Ven	31/1	00:30	GIA	Job to applicant ratio		dic	1.57		1.56	
		00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		dic	2.2	%	2.3	
		00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		dic	-2.1	%	-1.8	
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		dic	-1.0	%	0.7	
		07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T4	0.3	%	0.2	0.2
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	dic	2.1	%	-0.5	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		dic	2.8	%		
		08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	dic	0.1	%		0.2
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	gen	1.6	%	1.5	1.5
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		gen	0.9	%		
		09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T4	0.4	%	0.4	
		10:30	GB	Credito al consumo		dic	0.563	Mld £	0.914	
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	gen	1.3	%	1.4	1.4
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	gen	1.4	%	1.3	1.4
		11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T4	1.2	%	1.1	1.1
		11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T4	0.3	%	0.2	0.2
		11:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T4	0.1	%	0.0	0
		11:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T4	0.3	%	0.3	0.3

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 dei dati macroeconomici (27 – 31 gennaio)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente			Consenso	Intesa Sanpaolo
Ven	31/1	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	dic	1.6		%	1.6	1.6
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	dic	1.5		%		
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	dic	0.1		%	0.2	0.1
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	dic	0.4		%	0.3	0.3
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		dic	0.5		%	0.3	0.3
		14:30	USA	Costo del lavoro	*	T4	0.7		%	0.7	
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	gen	48.2	(48.9)		48.7	
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		gen	prel 99.1			99.3	99

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 (26 – 31 gennaio)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Dom	26/1		ITA		Elezioni regionali in Emilia-Romagna e Calabria
Mer	29/1	00:50	GIA		BoJ: Summary of Opinions della riunione di gennaio
		20:00	USA	*	Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 1,50-1,75%)
		20:30	USA	*	Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	30/1	08:00	GIA		Discorso di Amamiya (BoJ)
		13:00	GB	*	BoE annuncio tassi (previsione Intesa Sanpaolo: bank rate invariato a 0,75%)
		13:30	GB	*	Conferenza-stampa di Carney (BoE)
Ven	31/1		GER		Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania
			GB	*	Brexit: uscita del Regno Unito dall'UE

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Indice dei prezzi delle case m/m	nov	0.2		%		0.2
Vendite di case esistenti (mln ann.)	dic	5.35		Mln	5.43	5.54
Richieste di sussidio	settim	205	~~(204)~~	x1000	215	211
Indice anticipatore m/m	dic	0.1	(0.0)	%	-0.2	-0.3
Markit PMI prelim	gen	52.7				

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

Le **vendite di case esistenti** a dicembre aumentano più delle attese, salendo a 5,54 mln di unità ann., da 5,34 mln di novembre e segnando un aumento di 10,8% a/a. In media d'anno, le vendite del 2019 sono stabili a 5,34 mln rispetto al 2018. Secondo la *National Association of Realtors*, il mercato delle case esistenti rimane caratterizzato da scarsità di offerta e da un costante calo di accessibilità, soprattutto per gli acquirenti che entrano per la prima volta sul mercato immobiliare. Le scorte di case sono pari a 3 mesi di vendite, in calo da 3,7 mesi a novembre e su livelli storicamente bassi. La domanda rimarrà sostenuta da un mercato del lavoro positivo e da tassi sui mutui in media a 3,9% nel 2019, in calo di 50pb rispetto al 2018.

I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 18 gennaio aumentano a 211 mila da 205 mila della settimana precedente. Il dato si riferisce alla settimana di rilevazione dell'employment report di gennaio e non modifica lo scenario di mantenimento del tasso di disoccupazione intorno a 3,5%.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m finale	nov	-0.9	%		-1.0
Bilancia commerciale	dic	-85.2	Mld ¥	-150.0	-152.5
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	dic	0.5	%	0.7	0.7
CPI (naz.) a/a	dic	0.5	%		0.8
PMI manifatturiero prelim	gen	48.4			49.3

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

Regno Unito

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Retribuzioni medie	nov	3.2	%	3.1	3.2
Tasso di disoccupazione ILO	nov	3.8	%	3.8	3.8

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	gen	-3.4		-3.0	
EUR	Fiducia consumatori flash	gen	-8.1		-7.8	-8.1
EUR	PMI servizi prelim	gen	52.8		52.8	52.2
EUR	PMI manifatturiero prelim	gen	46.3		46.8	47.8
EUR	PMI composito prelim	gen	50.9		51.2	50.9
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	gen	98	(102)	101	100
FRA	PMI servizi prelim	gen	52.4		52.2	51.7
FRA	PMI manifatturiero prelim	gen	50.4		50.6	51.0
GER	PPI a/a	dic	-0.7	%	-0.2	-0.2
GER	PPI m/m	dic	0.0	%	0.2	0.1
GER	ZEW (Sit. corrente)	gen	-19.9		-13.5	-9.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	gen	10.7		15.0	26.7
GER	PMI servizi prelim	gen	52.9		53.0	54.2
GER	PMI manifatturiero prelim	gen	43.7		44.5	45.2
ITA	Ordini all'industria a/a	nov	-1.5	%		-4.3
ITA	Fatturato industriale a/a	nov	-0.2	%		0.1
ITA	Ordini all'industria m/m	nov	0.6	%		-0.3
ITA	Fatturato industriale m/m	nov	0.6	%		0.0
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	dic	4.16	Mld €		5.77

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

Area euro. Nel 3° trimestre 2019, l'**indice dei prezzi delle abitazioni** ha registrato un incremento di 4,1% a/a e 1,4% t/t. La crescita dei prezzi immobiliari ha segnato i massimi in termini di incremento tendenziale fra 2016 e 2018, rallentando poi marginalmente da metà 2018. Tutti i Paesi, inclusa l'Italia, mostrano variazioni positive. Fra i maggiori 6 Paesi, la crescita più vigorosa è in Olanda (6,3%), Germania (4,9%) e Spagna (4,8%).

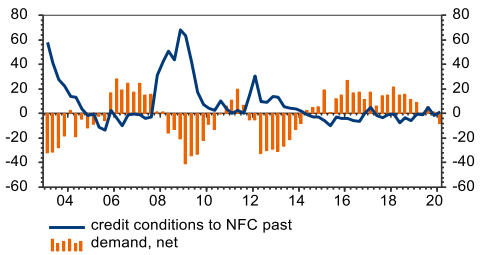
Area euro. La stima flash di gennaio dell'indice di **fiducia dei consumatori eurozona** è rimasto fermo a -8,1 sul livello del mese precedente. Il consenso era per un lieve miglioramento. In media nel 2019 il livello si era attestato a -7,1, in calo dai massimi di -4,9 del 2018. Il livello attuale rimane tuttavia ancora al di sopra della media storica. La seconda lettura con lo spaccato per paese sarà pubblicata il 30 gennaio.

Area euro. La **stima flash del PMI manifatturiero** ha segnato un aumento a gennaio da 46,3 di dicembre a 47,8 (massimo in 9 mesi), correggendo la sorpresa negativa di un mese fa. L'indice, nonostante il miglioramento, rimane per il dodicesimo mese in territorio recessivo. I nuovi ordini e gli ordini esteri hanno segnato un rialzo per gennaio, anche se il loro tasso di espansione rimane marginale, contribuendo all'attuale indebolimento della crescita della produzione. Ancora una volta l'espansione è sostenuta dai **servizi**, con un indice in leggero calo a 52,2 in gennaio (da 52,8 in dicembre) ma che rimane in territorio positivo. Lo spaccato per paesi ha visto la crescita combinata di Germania e Francia in aumento ma controbilanciata dalla quasi stagnazione del resto dell'area euro. Il **PMI composito** è rimasto invariato a 50,9. La composizione degli indici segnala che il PMI manifatturiero potrebbe avvicinarsi ulteriormente alla soglia di invarianza in febbraio.

Area euro. L'**indagine sul credito bancario (BLS)** della Banca Centrale Europea, condotta fra il 6 e il 27 dicembre 2019, ha riscontrato **condizioni creditizie** generalmente **immutate**, con l'eccezione di una lieve restrizione avvenuta sul credito alle imprese e sui mutui ipotecari in Spagna. Il giudizio delle banche sulla **domanda di credito** delle imprese è peggiorato, segnalando per la prima volta, dal 4° trimestre 2013, una flessione. Il risultato aggregato riflette situazioni locali diversificate: la domanda ha frenato soprattutto in Francia (da 29 a -2) e in Spagna (da -30 a -40), mentre in Germania il saldo resta positivo (+6 da +9) e in Italia è migliorato da -20 a zero. Al contrario, le banche segnalano che la domanda di mutui ipotecari e di credito

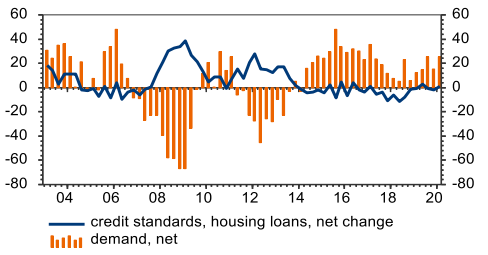
al consumo continua a crescere. In questo caso, il giudizio è negativo soltanto in Spagna (-33 per i mutui, -10 per il credito al consumo).

BLS: domanda di credito da parte delle imprese in frenata, condizioni del credito circa stabili



Fonte: BCE, Bank Lending Survey

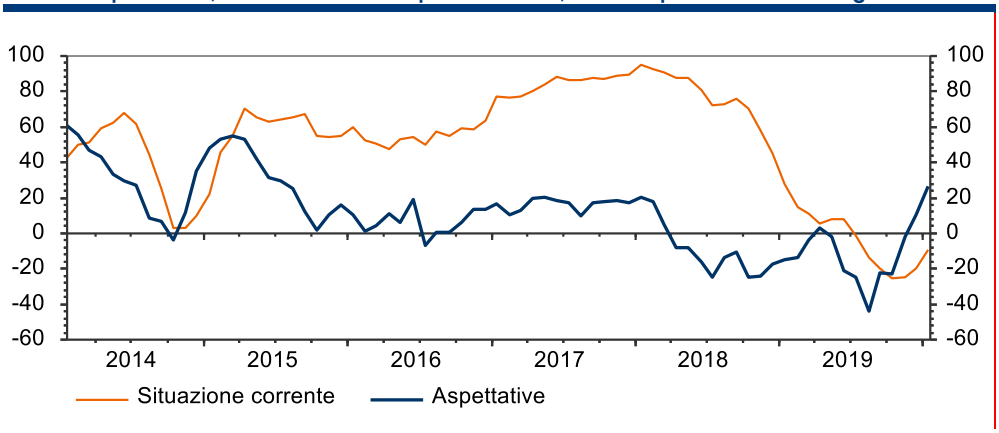
BLS: domanda di mutui residenziali robusta, condizioni circa immutate



Fonte: BCE, Bank Lending Survey

Germania. In gennaio, gli sviluppi positivi sul fronte delle trattative commerciali sino-americane hanno fatto salire l'**indice ZEW** di 16 punti, a **26,7**. Il dato è ampiamente sopra le stime di consenso (15), ed è il massimo per la serie dal 2015. Analisti e investitori appaiono dunque molto più fiduciosi riguardo alle prospettive economiche. Il giudizio sulla situazione corrente è salito da -19,9 a -9,5. L'indice ZEW si è dimostrato piuttosto volatile, in passato, e una valutazione più affidabile delle prospettive di ripresa in Germania arriverà venerdì con i PMI flash e la prossima settimana con l'indagine IFO.

Secondo il panel ZEW, l'economia è ad un punto di svolta, con le aspettative in netto miglioramento



Fonte: ZEW

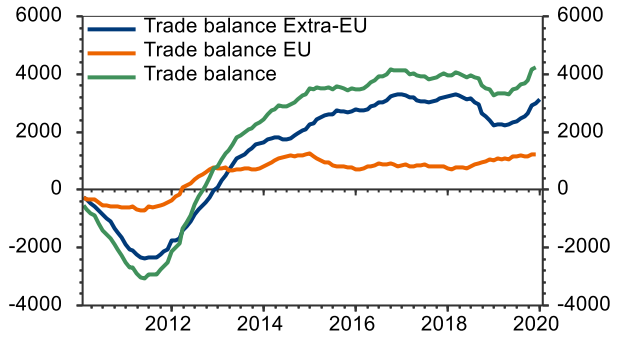
Francia. L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** elaborato dall'**INSEE** si è portato a 100, leggermente al di sotto del consenso, in aumento da 98 di dicembre. Il dato di dicembre, tuttavia, è stato rivisto al ribasso di ben quattro punti da 102 precedente. Lo spaccato evidenzia un giudizio più positivo sul livello degli ordini rispetto a dicembre, così come migliora un po' il giudizio sulle prospettive di produzione a breve. L'evoluzione dei livelli occupazionali è valutata in leggero miglioramento. Tra i migliori settori, l'agroalimentare e i materiali da trasporto. Nel complesso il clima nel manifatturiero francese a cavallo d'anno rimane oscillante sulla media di lungo termine, in marginale deterioramento rispetto all'autunno scorso. Prevediamo una stabilizzazione o un ulteriore lieve deterioramento nella parte iniziale dell'anno.

Italia. A novembre, il fatturato industriale è risultato poco variato sia sul mese (dopo gli incrementi di settembre e ottobre) **che sull'anno** (dopo cinque mesi in negativo). In entrambi i casi la stabilità è il risultato di un aumento sul mercato domestico e di una flessione sul mercato estero. Ancora una volta, pesa l'energia (-2,9% m/m, -11,6% a/a), al netto della quale il fatturato registrerebbe

un progresso sia su base congiunturale (+0,3%) che su base annua (+1%). Per il secondo mese, il fatturato è spinto da beni strumentali e durevoli. **Sempre a novembre, gli ordini all'industria sono calati sia nel mese** (-0,3%) **che sull'anno** (-4,3%). Il dato tendenziale, a differenza di quello sul fatturato, non è però corretto per i giorni lavorativi (che sono stati uno in meno rispetto allo stesso periodo del 2018). Anche nel caso degli ordinativi, comunque, il dato è affossato soprattutto dalle commesse dall'estero. A livello settoriale, diversi comparti mostrano una flessione su base annua sia per il fatturato che per gli ordini: le attività estrattive, il legno, carta e stampa, la raffinazione, la chimica, la metallurgia, l'elettronica. Da notare inoltre il crollo tendenziale degli ordini di apparecchiature elettriche (-25,7% a/a), pur in recupero nel mese. Mostra un incoraggiante recupero sia nel mese che sull'anno il comparto cruciale della meccanica, mentre i mezzi di trasporto evidenziano un sensibile rimbalzo nel mese ma restano in calo su base annua. Il settore più brillante (sostenuto dall'export) resta quello farmaceutico. **Nell'insieme i dati di novembre sull'industria (produzione, ordini e fatturato) evidenziano un tentativo di stabilizzazione dopo la flessione vista nel 2018 e per buona parte del 2019**.

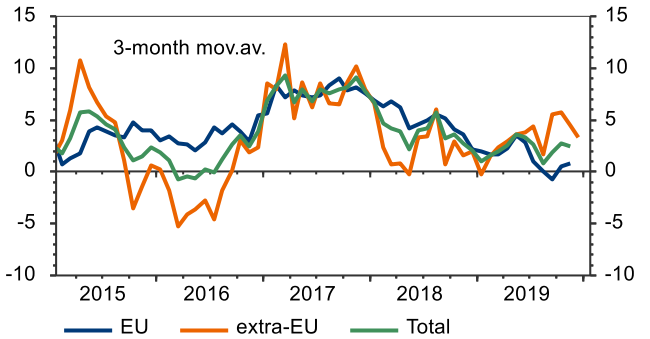
Italia. I dati di dicembre sul **commercio coi Paesi extra-Ue** mostrano, per il secondo mese, un calo congiunturale per entrambi i flussi (esportazioni -0,9% da -8,1% m/m di novembre, importazioni -1,8% m/m da -0,9% precedente). Il calo è dovuto per l'export a energia e beni di consumo non durevoli, nel caso dell'import a beni strumentali e di consumo non durevoli. Nel 2019, il surplus verso i Paesi extra-Ue è salito a 37,6 miliardi, dai 26,9 mld del 2018 (a 75,6 da 69,2 miliardi al netto dell'energia). Su base tendenziale, l'export torna a crescere (+5,2%), mentre l'import migliora ma resta in negativo (-5,9%). Nel confronto tendenziale, mostrano decisi incrementi delle vendite all'estero Giappone (+22,2%), Cina (+21,3%), Svizzera (+19,3%) e Turchia (+18,2%), mentre è in calo l'export verso Stati Uniti (-7,7%), India (-4,5%) e paesi OPEC (-3,7%). Dal lato dell'import, le flessioni più marcate riguardano Russia (-26,5%), paesi MERCOSUR (-23,6%), OPEC (-20,6%), Stati Uniti (-10,5%) e Cina (-7,6%), mentre sono in aumento gli acquisti da Turchia (+16,1%) e paesi ASEAN (+5,0%). Nell'insieme, il 2019 si chiude con una crescita dell'export più che doppia rispetto a quella del 2018 (3,8% contro 1,7%), grazie soprattutto a Stati Uniti, Svizzera e Giappone, mentre registrano ampie flessioni i principali Paesi emergenti (OPEC, MERCOSUR, Medio Oriente e Cina).

L'avanzo commerciale verso i Paesi extra-Ue è ai massimi storici



Fonte: Refinitiv Datastream

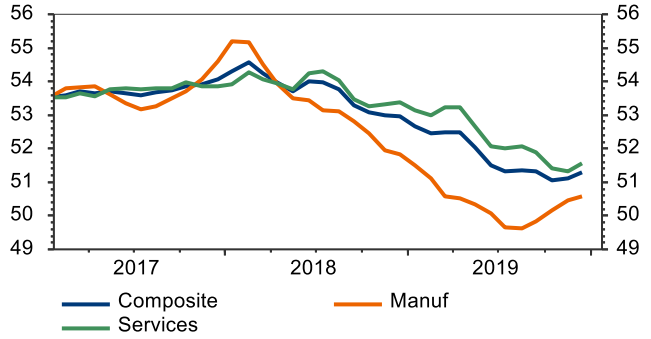
Le vendite verso i Paesi extra-Ue, che avevano fatto da freno nel 2018 e nella prima parte del 2019, sono ora in netta ripresa



Fonte: Refinitiv Datastream

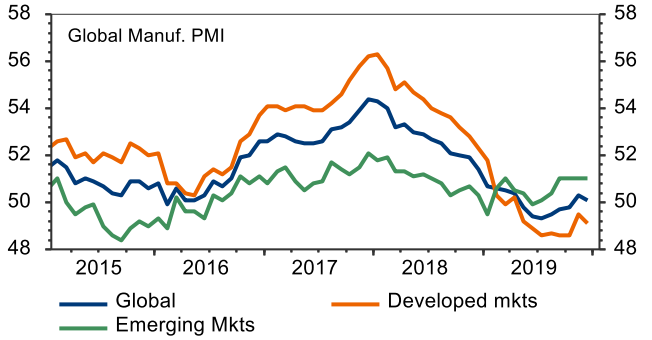
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



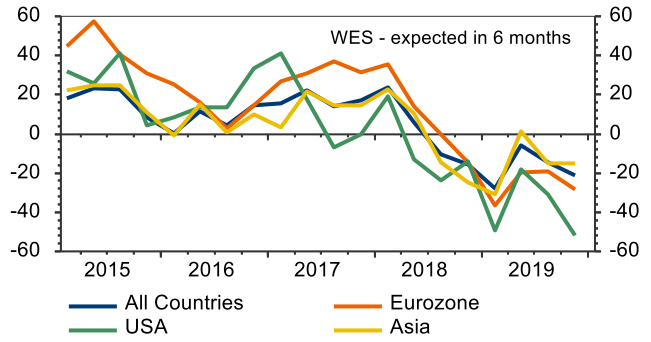
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



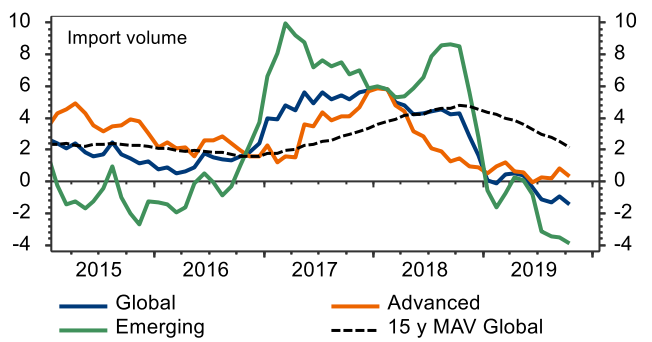
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Ifo: WES, aspettative a 6 mesi



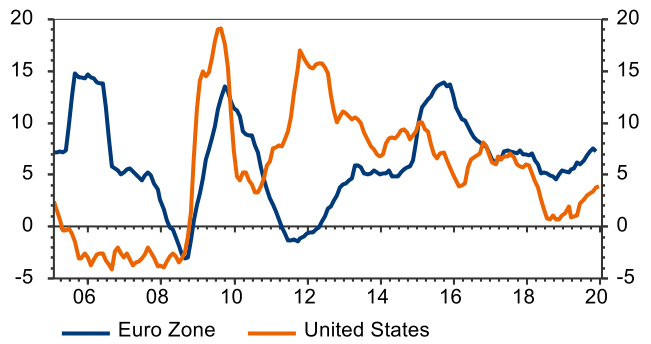
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

Andamento del commercio mondiale



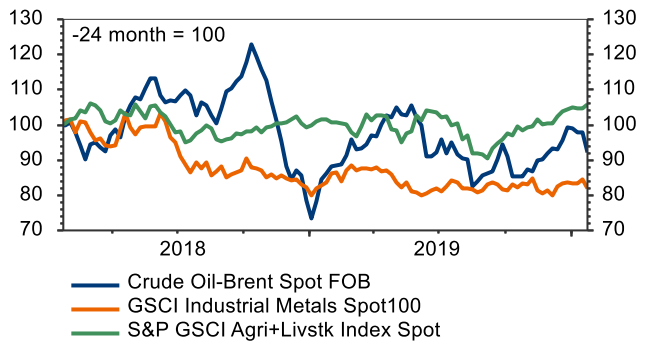
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

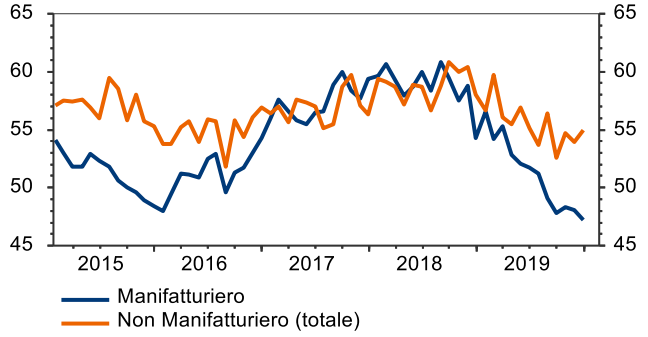
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

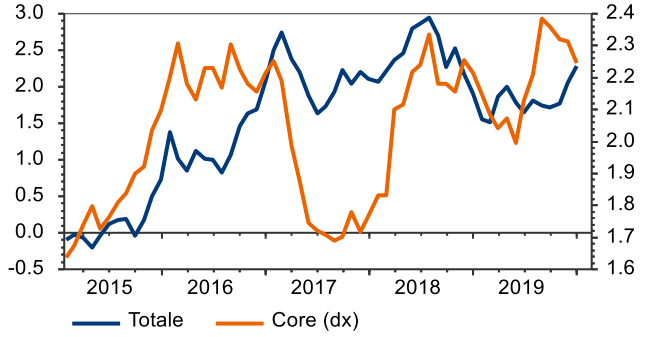
Stati Uniti

Indagini ISM



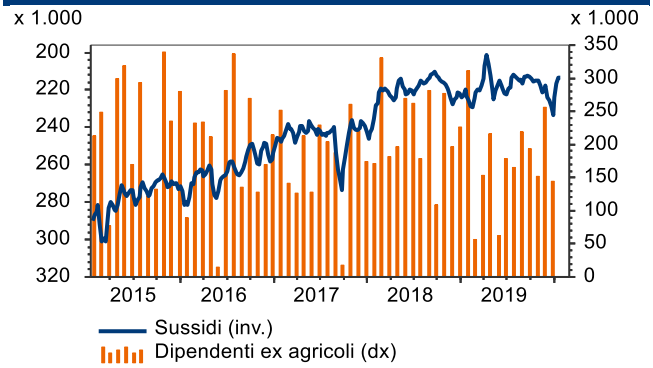
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



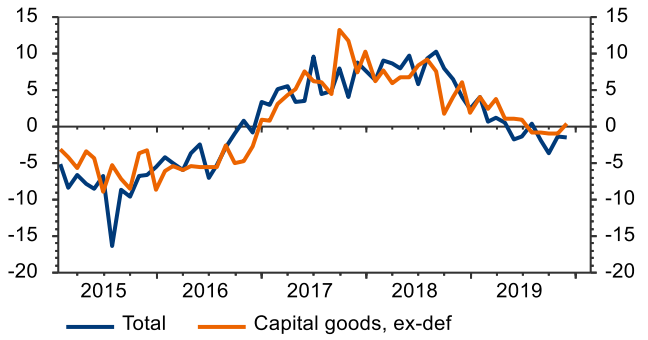
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

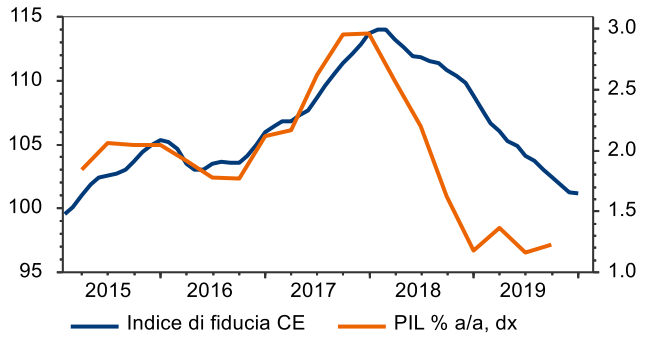
Previsioni

	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**	2.3	2.0	1.9	1.8
- trim./trim. annualizzato				**1.1**	**3.1**	**2.0**	**2.1**	2.0	1.8	1.6	1.6
Consumi privati	**3.0**	2.6	2.4	**1.4**	**1.1**	**4.6**	**3.1**	2.0	2.1	2.0	2.2
IFL - privati non residenziali	**6.4**	2.3	0.7	**4.8**	**4.4**	**-1.0**	**-2.3**	0.5	1.1	1.8	2.3
IFL - privati residenziali	**-1.5**	-1.6	2.0	**-4.7**	**-1.0**	**-3.0**	**4.6**	5.2	0.8	1.2	1.0
Consumi e inv. pubblici	**1.7**	2.3	1.6	**-0.4**	**2.9**	**4.8**	**1.7**	2.6	1.1	1.4	0.3
Esportazioni	**3.0**	-0.1	1.1	**1.5**	**4.1**	**-5.7**	**0.9**	0.9	2.2	1.7	1.8
Importazioni	**4.4**	1.2	0.7	**3.5**	**-1.5**	**0.0**	**1.8**	-4.8	1.6	3.0	2.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.1**	0.2	-0.1	**0.1**	**0.5**	**-1.0**	**0.0**	-0.2	0.0	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	**-2.4**	-2.3	-2.1								
Deficit Pubblico (% PIL)	**-6.6**	-7.0	-6.6								
Debito pubblico (% PIL)	**136.4**	135.7	137.3								
CPI (a/a)	**2.4**	1.8	2.1	**2.2**	**1.6**	**1.8**	**1.8**	**2.0**	2.2	1.9	2.2
Produzione Industriale	**3.9**	0.8	-0.1	**1.0**	**-0.5**	**-0.6**	**0.3**	**-0.1**	-0.5	0.2	0.4
Disoccupazione (%)	**3.9**	3.7	3.5	**3.8**	**3.9**	**3.6**	**3.6**	**3.5**	3.5	3.5	3.5

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

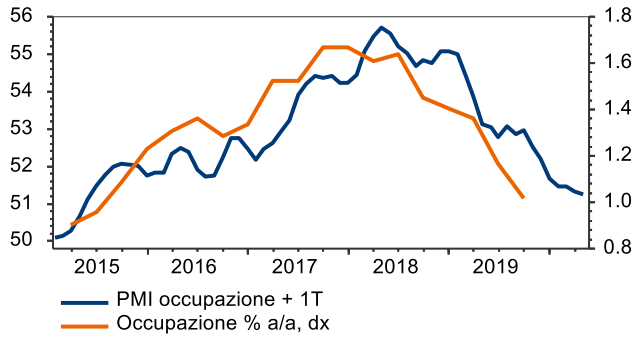
Area euro

PIL



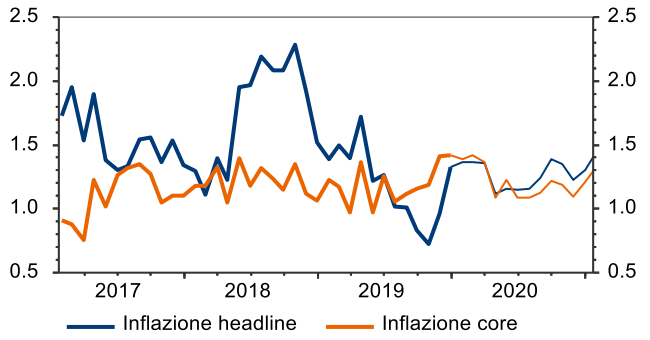
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2018	2019	2020
gennaio	**1.3**	**1.4**	1.4
febbraio	**1.1**	**1.5**	1.4
marzo	**1.4**	**1.4**	1.4
aprile	**1.2**	**1.7**	1.1
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**	1.2
settembre	**2.0**	**0.8**	1.4
ottobre	**2.3**	**0.7**	1.3
novembre	**1.9**	**1.0**	1.2
dicembre	**1.5**	**1.3**	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**	1.2	0.9	**1.2**	**1.4**	**1.2**	**1.2**	1.1	0.8	0.9	0.9
- t/t				**0.3**	**0.4**	**0.2**	**0.3**	0.2	0.2	0.2	0.3
Consumi privati	**1.4**	1.3	1.3	**0.4**	**0.4**	**0.2**	**0.5**	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	**2.4**	4.4	1.0	**1.6**	**0.3**	**5.2**	**-3.8**	0.7	0.5	0.4	0.5
Consumi pubblici	**1.1**	1.6	1.2	**0.4**	**0.4**	**0.5**	**0.4**	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	**3.3**	2.6	2.0	**0.9**	**0.9**	**0.1**	**0.7**	0.7	0.4	0.5	0.5
Importazioni	**2.7**	3.6	2.8	**1.1**	**0.2**	**2.7**	**-1.2**	1.0	1.0	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.0**	-0.4	0.0	**-0.2**	**-0.3**	**0.0**	**-0.1**	0.0	0.1	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	1.1	1.3
Produzione industriale (a/a)	**0.9**	-1.4	-0.1	**-1.9**	**-0.5**	**-1.4**	**-2.2**	-1.6	-1.4	-0.6	0.5
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	-0.41	**-0.32**	**-0.31**	**-0.32**	**-0.40**	**-0.40**	-0.39	-0.41	-0.41

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

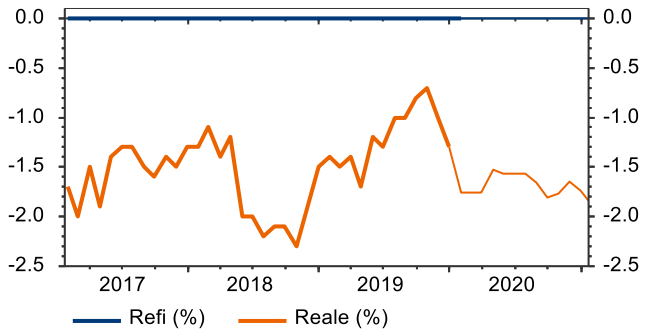
	giu	set	dic	23/1	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	**0.00**	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.39	-0.46	-0.44	**-0.47**	-0.45	-0.46	-0.46	-0.46
Euribor 3m	-0.35	-0.42	-0.38	**-0.39**	-0.40	-0.41	-0.42	-0.44

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

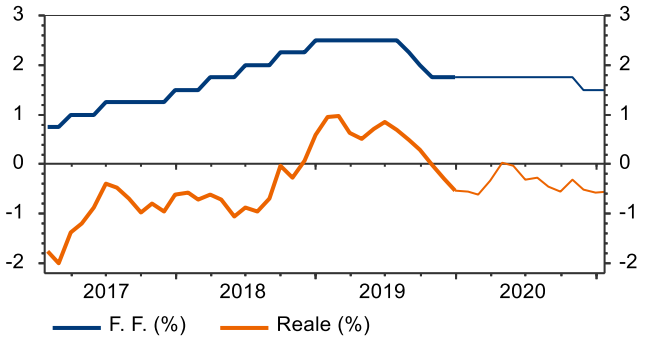
Stati Uniti

	giu	set	dic	23/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	2.50	2.00	1.75	**1.75**	1.75	1.75	1.75	1.50
Libor USD 3m	2.32	2.09	1.91	**1.80**	1.91	1.81	1.73	1.62

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

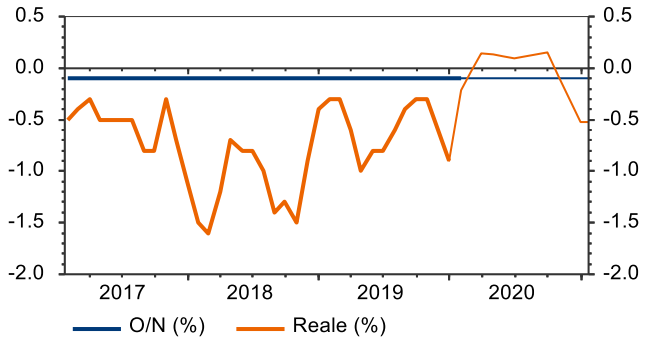
	giu	set	dic	23/1	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	**-0.10**	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.10	-0.05	**-0.05**	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

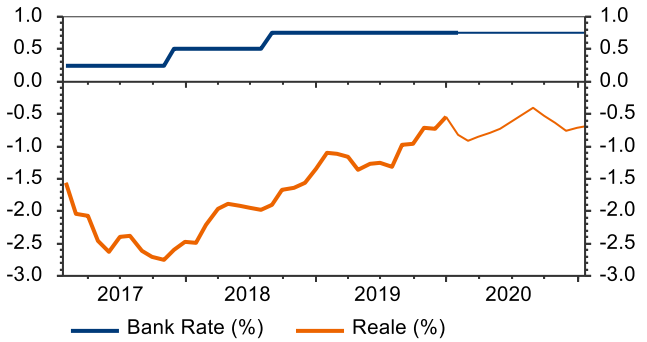
Regno Unito

	giu	set	dic	23/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.75	0.75	0.75	**0.75**	0.75	0.75	0.75	0.75
Libor GBP 3m	0.77	0.76	0.79	**0.69**	0.82	0.85	0.88	0.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	24/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.24	1.13	1.11	1.11	1.11	**1.1034**	1.10	1.12	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	109	110	108	109	109	**109.57**	109	110	111	112	114
GBP/USD	1.42	1.30	1.25	1.28	1.30	**1.3097**	1.32	1.35	1.38	1.40	1.45
EUR/CHF	1.17	1.13	1.10	1.10	1.09	**1.0710**	1.09	1.10	1.12	1.13	1.15
EUR/JPY	135	124	120	121	121	**120.91**	120	123	127	131	136
EUR/GBP	0.87	0.87	0.89	0.86	0.86	**0.8422**	0.83	0.83	0.83	0.83	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, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

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

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://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001 che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A all'indirizzo https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures, 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://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse 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