



Sommario

Economia mondiale

- ▶ Mercati finanziari ottimisti, ma la prudenza è d'obbligo.

Economia italiana

- ▶ L'economia italiana ristagna da due anni e la situazione non accenna a migliorare. Frenano consumi e investimenti, l'industria è in difficoltà.

Materie prime

- ▶ Apprezamenti diffusi sui mercati delle principali *commodity*. L'attesa del *meeting* OPEC ha fatto risalire il prezzo del petrolio in novembre.

Valute

- ▶ L'euro nel 2020 rimarrà volatile. La sterlina attende le imminenti elezioni.

Credito

- ▶ Le banche italiane sono ritenute più stabili. Diminuisce l'appetito per i titoli di stato.

Inflazione

- ▶ Il 2019 si conclude senza sorprese. Prezzi fermi, preoccupa soprattutto l'affanno dell'industria.



ECONOMIA MONDIALE

STATI UNITI			EUROLANDIA		
Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni	Disoccupazione	Produzione industriale	Costruzioni
					
+3,5%	-1,1%	+1,1%*	+7,5%	-1,7%	-0,7%**
dicembre 2019	ott 2019/2018	ott 2019/2018	ottobre 2019	set 2019/2018	set 2019/2018

* Construction Spending

** Indice della produzione nelle costruzioni

- ▶ Ottimismo diffuso sui mercati finanziari.
- ▶ OCSE e Fondo monetario molto prudenti.
- ▶ Fattori di rischio immutati.

In breve...

I mercati finanziari sembrano convinti che il peggio sia passato e sono pronti a cogliere ogni minimo segnale di ripresa. Novembre, in effetti, è stato un mese eccezionalmente favorevole, grazie soprattutto alla performance di Wall Street ma non solo. Le cose stanno proprio così? Ci aspetta un 2020 di ripresa dopo un anno piuttosto grigio, il peggiore dell'ultimo decennio? Gli economisti sono molto meno ottimisti. Dopo il rapporto molto prudente del Fondo monetario di ottobre, di cui avevamo dato notizia nel precedente numero di Insight, nell'outlook di novembre anche l'OCSE si allinea a una visione problematica, dove la minaccia di recessione non è teorica. Preoccupa soprattutto lo stallo degli investimenti, con un richiamo ai governi ad adottare politiche più aggressive.

I dati più recenti non sono tutti negativi. La crescita globale regge, sia pure su ritmi più contenuti. Il commercio mondiale continua a frenare, ma vi sono segnali più incoraggianti. Le politiche monetarie, ovunque espansive, danno un robusto supporto, anche se i tassi negativi non sono senza controindicazioni per banche e risparmiatori. Il miglioramento degli indicatori del clima di fiducia sembra preludere a una stabilizzazione delle aspettative. Non vi è dubbio, di contro, che i fattori di rischio rimangano concreti. È ormai evidente che l'ondata di tariffe e protezionismo non sia destinata ad esaurirsi: non si tratta, da parte degli Stati Uniti, di una mossa elettorale o propagandistica, ma di un mutamento di rotta che trova conferma anche su altri terreni. Dall'atteggiamento conflittuale verso gli alleati della NATO al defilarsi della massima potenza mondiale da tutti i fronti di conflitto, dalla Siria all'Afghanistan. Il profilo di scontro con l'Iran resta elevato. Non vi è interesse da parte degli Stati Uniti a ridefinire nuove regole del gioco, eque e condivise, su scambi internazionali, protezione della proprietà intellettuale, tassazione del commercio via web, ecc. Dazi e tariffe sono usati semplicemente come una delle armi a disposizione nella lotta contro amici e nemici al fine di ottenere vantaggi commerciali, economici o politici. Senza alcuna valutazione del merito della questione.

Questo scenario conflittuale è quello in cui le nostre imprese dovranno muo-

versi in futuro. Le strategie commerciali e di fornitura dovranno essere necessariamente riviste: per il nostro sistema industriale, molto più agile, flessibile e reattivo di altri, non è detto che sia uno svantaggio.

Da un punto di osservazione europeo, e ancor più italiano, questo scenario appare ancora più tormentato e complicato. L'attività manifatturiera resta depressa e la Germania continua a stentare. Il 12 dicembre gli inglesi andranno alle urne ma qualunque sia l'esito (attualmente i conservatori di Boris Johnson sono dati per favoriti) Brexit resta lontano da una soluzione definitiva: a oggi nessuno può dire se si andrà verso una hard o quasi-hard Brexit o una rinegoziazione dell'accordo siglato da Theresa May o un nuovo referendum. In una intervista di qualche settimana fa a The Economist, il presidente Macron ha tratteggiato una visione poco meno che apocalittica, affermando testualmente che l'Europa è "sull'orlo del precipizio". Il presidente francese esorta l'Europa a rilanciare il processo di integrazione, nel campo della difesa, della diplomazia, della politica industriale. Insomma a ritrovare una capacità di visione che vada al di là degli interessi nazionali, pur legittimi e doverosi. Un compito forse troppo grande per molti paesi europei condizionati da movimenti sovranisti, populisti o nazionalisti che dell'Europa hanno un'idea molto strumentale.

Rallenta il commercio internazionale

Secondo i dati CPM World trade monitor, a settembre il commercio internazionale è in rallentamento, segnando un calo dell'1,3% rispetto al mese precedente e dell'1,1% rispetto al 2018: si tratta del quarto mese consecutivo con variazione negativa. La maggior parte del calo si deve a Stati Uniti e Cina: le importazioni americane sono scese del 2,1%, quelle cinesi del 6,9% (in volume). Ma il calo riguarda anche altre aree. A settembre, gli scambi tra i paesi asiatici (Cina esclusa) sono diminuiti del 3,3% rispetto al 2018. Più resiliente l'Unione Europea, che fa registrare una dinamica degli scambi debole ma ancora positiva.

Poche speranze di rilancio nel 2020

Secondo gli analisti, la perdita di velocità degli scambi dovrebbe stabilizzarsi nell'ultima parte del 2019 ma è poco probabile che nel 2020 si possa ritornare a ritmi di crescita più elevati, anche se le tensioni tra Stati Uniti e Cina dovessero stemperarsi.

Costo dei noli marittimi stabile nell'ultimo mese, ma il 2019 è in flessione

Negli ultimi 30 giorni il Baltic dry index (principale termometro del traffico internazionale di merci) è rimasto più o meno stabile, sia pure come risultato di due *trend* opposti: dapprima di flessione poi di recupero. Interessante è anche l'andamento del costo dei noli marittimi (*freight rate*), un importante indicatore dello stato di salute dell'economia globale. Nel complesso il 2019 non è stato un anno positivo: l'offerta di noli ha superato la domanda, per effetto del rallentamento della crescita e soprattutto della minore domanda di *commodity*. Da maggio tuttavia tutti gli indicatori hanno puntato al rialzo per raggiungere un picco a settembre, quando il ciclo si è invertito. Nella media dei primi 10 mesi, per quasi tutte le tipologie di navi il costo medio del nolo è inferiore a quello del 2018 in una misura variabile dal 3 al 17%.



Previsioni riviste al ribasso

Nel suo ultimo *outlook*, pubblicato a fine novembre, anche l'OCSE si aggiunge al folto gruppo di analisti preoccupati per l'evoluzione dello scenario globale. L'Organizzazione mondiale prevede una crescita ancora positiva nei prossimi due anni (2,9% nel 2019 e nel 2020, 3% nel 2021), ma con forti elementi di rischio e incertezza. Secondo l'OCSE l'ottimismo dei mercati finanziari, che ritengono che il peggio sia passato, non è giustificato dai dati. Al contrario, i costi della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina devono ancora manifestarsi in tutta la loro gravità: la crescita globale potrebbe risentirne più del previsto.

Investimenti pubblici per rilanciare la crescita

Per rilanciare la crescita, l'OCSE chiede ai governi di stimolare gli investimenti delle imprese in nuove energie, tecnologia e digitalizzazione, anche attraverso ambiziosi programmi di spesa pubblica. La debolezza degli investimenti e lo stallo della produttività sono tra le principali motivazioni della fase di lenta crescita economica che l'economia globale dovrà fronteggiare; oltre, naturalmente, alla crisi della globalizzazione. Insomma l'OCSE presenta un quadro piuttosto problematico e per nulla rassicurante, dove i rischi prevalgono ampiamente sulle opportunità.

Le vicende politiche condizionano i negoziati tra Stati Uniti e Cina

Seguire le vicende tariffarie internazionali diventa sempre più complicato. Twitter è diventato il principale canale di comunicazione del presidente Trump: non quello più adatto per decisioni ponderate o analisi accurate. In ogni caso, a oggi, nessuno può dire se si arriverà a un accordo fase 1 entro il 15 dicembre (quando dovrebbero entrare in vigore nuovi dazi americani sulle importazioni dalla Cina); oppure se la firma potrebbe slittare al 2020 o addirittura dopo le elezioni americane, come ha di recente minacciato Trump. Il mutevole destino dei negoziati si intreccia con gli eventi politici che nelle ultime settimane hanno alzato lo scontro tra le due potenze: prima su Hong Kong, poi sugli Uiguri, temi caldi sui quali gli Stati Uniti hanno espresso posizioni apertamente anticinesi.

Disaccordo anche con Brasile e Argentina...

Ma quello con la Cina non è il solo fronte aperto dagli Stati Uniti. Con Argentina e Brasile, la controversia riguarda la presunta manipolazione del tasso di cambio, che penalizzerebbe i produttori agricoli americani favorendo artificialmente le esportazioni dei due paesi. In ritorsione, Trump ha dichiarato di essere pronto a reintrodurre le tariffe sulle importazioni di acciaio e alluminio da Brasile e Argentina, che erano stati esentati dalle tariffe dello scorso anno. Le accuse di manipolazione non hanno fondamento fattuale: la svalutazione delle due valute c'è stata ma ha solide motivazioni economiche.

...e con l'Europa

Dopo il caso Airbus e i successivi dazi ritorsivi, con l'Europa lo scontro si è oggi spostato sulla *web tax*, la tassa sulle transazioni via web che colpirebbe soprattutto le grandi società tecnologiche americane (Amazon, Google, Apple, Facebook in primis). La Francia è il primo bersaglio, con minacciate tariffe punitive fino al 100% su 2,4 miliardi di dollari di importazioni di numerosi prodotti dallo champagne alle borse, dal formaggio ai cosmetici. Ma anche l'Italia è nel mirino, visto che la legge di bilancio prevede un'aliquota del 3% per i colossi del web.

Il vertice NATO di Londra di inizio dicembre non ha certo contribuito al dialogo e all'armonia. Nonostante qualche accordo su punti limitati, si è arrivati perfino allo scontro personale tra il presidente americano e alcuni leader europei.

Manager europei ancora ottimisti ma la maggioranza si aspetta un rallentamento nel 2020

Secondo un'ampia *survey* condotta nel mese di ottobre da Ernst & Young tra le maggiori società europee, due terzi dei *top manager* restano ottimisti sulle prospettive di crescita, ma la quota è in calo di quasi 20 punti rispetto allo scorso anno ed è inferiore di 11 punti rispetto alle attese dei colleghi globali. Tre quarti dei rispondenti si aspetta un rallentamento nel medio periodo e probabilmente nel 2020. Aspettative più pessimistiche sono espresse in Germania e Spagna. Stranamente, i *manager* italiani sono tra i più ottimisti: meno del 10% ritiene probabile una recessione.

Novembre: un mese eccezionale per le borse mondiali

Novembre è stato un mese eccezionalmente favorevole per i mercati finanziari (il nono mese positivo su undici): un evento sul quale in pochi avrebbero scommesso date le forti incertezze generate dalla guerra commerciale. È stato decisivo l'approccio ultra-accomodante messo in campo dalle principali banche centrali (FED e BCE su tutte) che non hanno fatto mancare il loro sostegno ai mercati finanziari. Grazie soprattutto alla spinta di Wall Street, l'indice MSCI World si è portato molto vicino al *record* storico del febbraio 2018, con un guadagno del 20% dall'inizio dell'anno. A Wall Street, l'indice S&P ha raggiunto il massimo assoluto. Viceversa, l'indice di volatilità Vix è sceso su valori storicamente bassi, ben al di sotto dei livelli dei tre mesi precedenti.

Previsioni economia mondiale (crescita percentuale reale rispetto all'anno precedente)

	2019	2020		2019	2020
Mondo	2,9	2,9	Turchia	0,3	3,0
Paesi OCSE	3,1	3,2	Russia	1,1	1,6
USA	2,3	2,0	Cina	6,2	5,7
Giappone	1,0	0,6	India	5,8	6,2
Area Euro	1,2	1,1	Sudafrica	0,5	1,2
Germania	0,6	0,4	Brasile	0,8	1,7
Francia	1,3	1,2	Messico	0,2	1,2
Italia	0,2	0,4	Corea	2,0	2,3
Spagna	2,0	1,6	Commercio mondiale	1,1	1,6
UK	1,2	1,0			

Fonte: OECD, Economic Outlook, novembre 2019, novembre 2019.

Stati Uniti

La crescita non rallenta, calano i profitti delle imprese

Sulla base delle stime quasi definitive, nel terzo trimestre la crescita del PIL americano è stata del 2,1% (in termini annualizzati), in linea con quella registrata nel secondo (2,0%) e superiore alle attese degli analisti. La crescita riflette il contributo positivo di consumi, spesa pubblica federale, statale e locale, investimenti residenziali ed export, in parte bilanciati dall'andamento negativo degli investimenti fissi non residenziali. In aumento anche le importazioni. Rispetto allo scorso trimestre, accelerano scorte, export, investimenti residenziali; decelerano consumi e spesa pubblica, si accentua la frenata degli investimenti non residenziali.

Sempre nel terzo trimestre, il Census bureau calcola che i profitti delle imprese siano aumentati di 4,6 miliardi di \$, a fronte di un incremento di 75,8 miliardi registrato nel secondo trimestre. A soffrire sono soprattutto le imprese finanziarie. Gli utili delle imprese finanziarie sono diminuiti di 9,8 miliardi, quando erano aumentati di 2,5 miliardi nel secondo trimestre. Quanto alle imprese non finanziarie, i profitti aumentano di 7,9 miliardi contro i + 34,7 miliardi del periodo precedente. Peggiora anche il saldo relativo ai flussi con l'estero (differenza tra flussi in ingresso e in uscita): da + 38,7 miliardi a + 6,5 miliardi.

Accelera nuovamente la dinamica occupazionale

Dopo il parziale rallentamento di ottobre, a novembre la rilevazione sulle forze di lavoro registra una nuova accelerazione nella creazione di nuovi posti di lavoro (+266.000): un dato sensibilmente superiore alla media 2019 (180.000). I dati di settembre e ottobre sono stati rivisti al rialzo. Il tasso di disoccupazione è stabile al 3,5%. Negli ultimi 12 mesi sono stati creati 2,40 milioni di nuovi posti. Gli incrementi occupazionali più significativi si sono registrati nei settori ristorazione (+45.000 posti), servizi professionali (+31.000), attività finanziarie (+13.000), sanità (+45.000 posti), logistica e trasporti (+16.000); in crescita anche il manifatturiero (+54.000), ma il dato segue la flessione di 43.000 unità registrata a ottobre a causa del lungo sciopero che ha paralizzato GM. In effetti, l'incremento è concentrato nel comparto *automotive*. In lieve flessione il comparto estrattivo (-7.000). Variazioni poco significative negli altri settori, incluse costruzioni, commercio, pubblica amministrazione. Rimane superiore all'inflazione la crescita dei salari (+3,1% rispetto allo scorso anno).

Prosegue la flessione della produzione industriale

Dopo la flessione di settembre (-0,3% rispetto al mese precedente secondo il dato definitivo) a ottobre l'indice della produzione industriale accentua la caduta (-0,8%). Rispetto allo scorso anno la variazione è del -1,1%. In calo la produzione manifatturiera (-0,6%), dove pesa il crollo della produzione *automotive* (-7,1%), anche per effetto dello sciopero GM. Ma sono in discesa anche il settore estrattivo e le *utility*.

Indice ISM: quarto mese di contrazione dell'attività

La rilevazione di novembre dell'indice *manufacturing* ISM, rilevato mensilmente dall'Institute of supply management attraverso un ampio sondaggio condotto a livello nazionale, segnala per il quarto mese consecutivo un calo di produzione, ordini e occupazione: l'indice sintetico perde lievemente terreno rispetto a ottobre, restando al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività. Peggiora sensibilmente l'export, dopo il recupero di ottobre. Su 18 settori produttivi solo 5 segnalano una crescita dell'attività: tra i settori in regresso anche *automotive*, prodotti elettrici e elettronici, prodotti in metallo, macchinari, gomma-plastica, metallurgia. Nei giudizi delle imprese, non stupisce che il principale elemento di preoccupazione sia ancora una volta quello del commercio mondiale e dei dazi.

Non rallentano le vendite al dettaglio

Dopo la lieve flessione di settembre (-0,3%), a ottobre le vendite al dettaglio riprendono a crescere (+0,3%), mentre la variazione tendenziale rimane elevata (+3,1%). Negli ultimi tre mesi la crescita è stata del 3,8%. Tra le voci di spesa rilevate nel canale del dettaglio tradizionale (escludendo quindi il canale *on-line*, sempre più diffuso e in crescita a due cifre) spiccano auto e ricambi, salute e cura personale, prodotti alimentari.

La difesa traina gli ordini di beni durevoli

Dopo la flessione di settembre (-1,4% rispetto al mese precedente) a ottobre gli ordini di beni durevoli manufatti tornano a crescere (+3,2%). Al netto degli ordini di mezzi di trasporto la variazione è più contenuta (+0,6%). Al netto del comparto della difesa gli ordini sono sostanzialmente immutati (+0,1%). Gli ordini di beni capitali aumentano in misura rilevante sia nel comparto della difesa (+16,6%) sia negli altri comparti (+3,2%). Quest'ultimo settore rappresenta l'85% degli ordini totali di beni capitali.



Un mese molto positivo per il mercato immobiliare

Un mese di ottobre decisamente positivo per il mercato immobiliare americano. La rilevazione condotta da NAR (National association of realtors) registra infatti un aumento delle vendite dell'1,9% rispetto a settembre e del 4,6% rispetto allo scorso anno. Le vendite salgono a 5,46 milioni di unità (in termini annualizzati).

Secondo NAR il buon momento del mercato è destinato a continuare nei prossimi mesi, favorito dal calo dei mutui e dall'aumento di occupazione e salari. Incoraggiante è anche il forte aumento dei permessi di costruzione, che farà finalmente salire l'offerta di case. Il prezzo mediano delle case è pari a 270.900 dollari, superiore del 6,2% rispetto allo scorso anno. Si tratta del 92° mese consecutivo di aumento dei prezzi.

Lo stock di immobili in vendita scende a 1,77 milioni, inferiore del 4,3% a quello dello scorso anno. Lo stock è pari a 3,9 mesi di offerta ai ritmi di vendita attuali (erano 4,3 mesi lo scorso anno). In media le case restano sul mercato per 36 giorni (come nel 2018). Il 46% delle case viene venduto in meno di un mese. Secondo Freddie Mac (la principale società di mutui immobiliari), a settembre il tasso medio sui mutui immobiliari a tasso fisso a 30 anni è pari al 3,69%, in sensibile discesa rispetto al tasso medio 2018 (4,54%). La quota di vendite in sofferenza (*distressed sale*) è pari al 2,0% sul totale delle vendite, in calo di un punto rispetto allo scorso anno.

Secondo la rilevazione del Census bureau e del Department of housing and urban development, a ottobre le vendite di abitazioni unifamiliari salgono a 733.000 unità, in lieve calo rispetto a settembre (-0,75) ma in forte aumento rispetto allo scorso anno (+32%). Il prezzo mediano è pari a 316.700 dollari, quello medio a 383.300 dollari: valori in forte crescita rispetto ai mesi scorsi, a conferma di un mercato surriscaldato, dove la domanda supera ampiamente l'offerta. A fine ottobre lo stock di case in vendita è di 322.000 unità, corrispondenti a un'offerta di 5,3 mesi agli attuali ritmi di vendita.

Forte accelerazione dell'attività edile

A ottobre i permessi di costruzione (*building permit*) fanno registrare un aumento del 5,0% rispetto al mese precedente e del 14,1% rispetto allo scorso anno. Il dato corrisponde a un volume annuo di 1,46 milioni di permessi: il dato più elevato da molti mesi. In forte aumento sono anche gli avviamenti di nuove costruzioni (*housing start*), pari a 1,31 milioni in termini annualizzati, superiori dell'8,5% a quelli dello scorso anno (+8,5%). Infine, a ottobre sono state completate 1,26 milioni di unità abitative (in termini annualizzati) (*housing completion*): il 12,4% in più rispetto allo scorso anno.

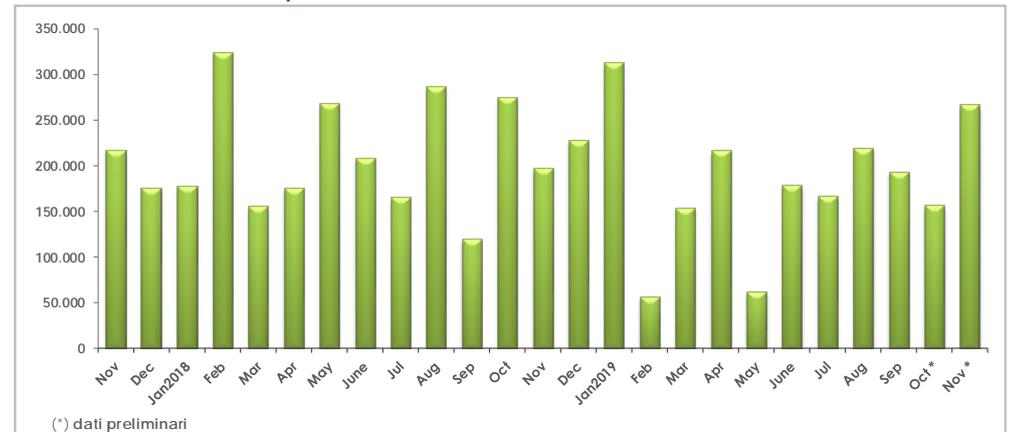
In lieve calo la spesa per costruzioni

A ottobre la spesa per costruzioni segna una lieve flessione rispetto al mese precedente (-0,8%), ma rimane in crescita rispetto allo scorso anno (+1,1%). Il dato deriva dal calo della componente privata e dalla sostanziale stabilità della spesa pubblica. A ottobre la spesa totale per costruzioni è stata pari a 1,29 miliardi di dollari (in termini annualizzati), di cui oltre il 75% per edilizia privata e il restante 25% per opere pubbliche.

Lo sciopero GM rallenta il mercato *automotive*

Il dato di ottobre è condizionato dallo sciopero indetto da UAW (United automobile, aerospace and agricultural implement workers of America), che ha determinato la chiusura di quasi tutti gli stabilimenti del gruppo GM in Nord-America. Le vendite sono diminuite del 5,3% rispetto allo scorso anno, scendendo a 16,6 milioni su base annua. Nei primi 10 mesi il calo è dell'1,5% (ovvero 175.000 auto in meno). Secondo NADA (associazione dei commercianti auto) il 2019 si chiuderà con vendite intorno a 16,8 milioni – appena al di sotto del livello del 2018.

Stati Uniti: creazione di posti di lavoro 2017-2019



Fonte: US Bureau of labor statistics

Europa

Stabile nel terzo trimestre la crescita europea

I dati semi-definitivi confermano le stime preliminari, fissando al +0,2% nell'area euro e allo 0,3% nella UE-28 paesi la crescita del PIL nel terzo trimestre. La variazione è identica a quella registrata nel secondo trimestre e inferiore a quella del primo (+0,4%). Anche la crescita tendenziale (1,2% per l'Area euro) è identica a quella dello scorso trimestre.

Il paese più dinamico resta la Spagna: la crescita tendenziale è attestata al 2,0%. Seguono Francia (+1,3%) e Gran Bretagna (+1,0%). Più lenta la crescita della Germania (+0,5%, mentre l'Italia si conferma fanalino di coda tra i 28 paesi europei (+0,3% tendenziale, +0,1% rispetto al trimestre precedente). Spiccano i valori elevati di crescita di alcuni paesi dell'Est Europa: Bulgaria (3,7%), Repubblica Ceca (2,5%), Estonia (3,8%), Croazia (2,5%), Lituania (3,6%), Ungheria (4,8%), Polonia (4,0%), Romania (3,2%).

Indice PMI: timidi segnali di miglioramento

La rilevazione di novembre dell'indice PMI (*purchasing managers' index*) riferito al comparto manifatturiero, elaborato da IHS Markit, fornisce qualche indicazione più incoraggiante rispetto ai mesi scorsi. Nulla che faccia gridare alla ripresa, sia chiaro. L'indice rileva infatti una ulteriore contrazione dell'attività, ma la velocità di caduta si riduce; Markit stima che, nel quarto trimestre, l'attività manifatturiera diminuirà dell'1% circa. Tuttavia, lascia ben sperare il miglioramento del clima di fiducia, specie in Germania. Non in Italia dove l'indice tocca il valore più basso degli ultimi 8 mesi.



In sintesi, secondo Markit vi sono buone possibilità che il peggio sia passato e la fase di contrazione possa essere quasi conclusa, se eventi esterni come Brexit o protezionismo non interverranno a peggiorare nuovamente lo scenario.

Non si attenua il calo della produzione tedesca

Dopo il dato positivo di agosto (+0,4% rispetto a luglio, in termini destagionalizzati e a parità di giornate lavorative) a settembre l'indice della produzione industriale nell'Area euro fa registrare una variazione praticamente nulla rispetto al mese precedente, mentre nel confronto con lo scorso anno il calo rimane significativo (-2,0% in termini destagionalizzati e a parità di giornate lavorative). Di identico tenore è la variazione della produzione dell'industria in senso stretto (al netto dunque dei comparti estrattivo e delle *utility*).

Tornando al dato aggregato, nel trimestre luglio-settembre, la produzione è diminuita dello 0,9% rispetto ai tre mesi precedenti e del 2,2% rispetto all'analogo periodo 2018.

Ampie le differenze tra le maggiori economie europee. La caduta della Germania non accenna a rallentare, dopo oltre un anno. Nell'ultimo trimestre è scesa dell'1,2% rispetto al periodo precedente e del 5,1% rispetto al 2018. Anche in Francia, Gran Bretagna e Italia il profilo del ciclo industriale è lievemente cedente, con cali tendenziali nell'ultimo trimestre intorno allo 0,5% (Francia) -1,4% (Italia e Gran Bretagna) rispetto al 2018. Fa eccezione la Spagna, dove il *trend* dell'attività produttiva rimane crescente (+0,9% rispetto al 2018).

Costruzioni: crescita debole

Dopo la contrazione di agosto (-0,8% secondo il dato definitivo, che corregge al ribasso quello provvisorio di cui avevamo dato conto nel precedente numero di Insight), a settembre nell'Area euro l'indice delle costruzioni segna un aumento dello 0,7%. Rispetto allo scorso anno l'indice registra una flessione dello 0,3% (a parità di giornate lavorative e al netto di fattori stagionali). Nel trimestre luglio-settembre la produzione risulta in calo rispetto al trimestre precedente (-0,4%), mentre la dinamica tendenziale resta positiva (+0,8%) ma in rallentamento.

La media europea riflette situazioni diverse a livello nazionale. Prendendo in esame l'andamento degli ultimi tre mesi, in Germania la dinamica rispetto al trimestre precedente è nulla grazie al positivo dato di settembre, mentre rispetto all'analogo periodo del 2018 l'attività è più robusta (+1,8%).

In Francia l'attività è in calo rispetto al trimestre precedente (-1,8%) e al 2018 (-2,0%).

In Spagna il dato negativo di settembre condiziona la dinamica trimestrale, facendo segnare una flessione rispetto al trimestre precedente (-1,3%) e al 2018 (-1,1%).

In Gran Bretagna il profilo dell'attività è sostanzialmente piatto, sia rispetto ai tre mesi precedenti, sia nel confronto con il 2018, con oscillazioni mensili piuttosto ampie.

In Italia, infine, la dinamica tendenziale rimane positiva (+1,3%), mentre rispetto al trimestre precedente la variazione è pressoché nulla. Il mese di settembre fa registrare una variazione del -0,3% rispetto ad agosto e del +0,4% rispetto al 2018 (a parità di giornate lavorative e al netto di fattori stagionali).

Frenata dei consumi

Dopo il dato negativo di settembre (-0,2% secondo il dato definitivo, che corregge al ribasso quello provvisorio) a ottobre l'indice delle vendite al dettaglio registra una battuta d'arresto (-0,6% rispetto al mese precedente); la dinamica tendenziale scende al +1,4% (a parità di giornate lavorative).

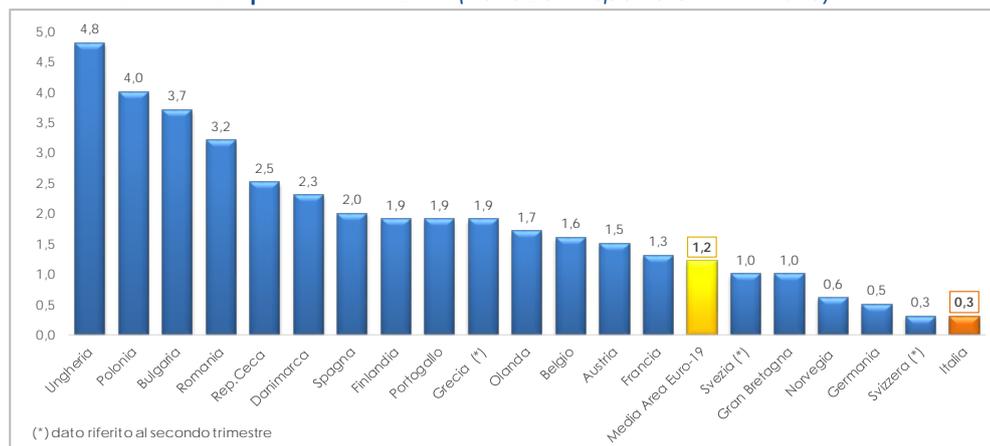
Il calo mensile è particolarmente accentuato in Germania (-1,9%), mentre gli altri maggiori paesi fanno segnare variazioni quasi nulle. La dinamica tendenziale rimane robusta in Spagna (+2,5%) e Gran Bretagna (+2,6%), positiva ma più debole in Francia (+1,4%) e Germania (+0,8%). Per l'Italia non sono disponibili dati aggiornati comparabili.

Un segnale positivo per il mercato *automotive*

A ottobre torna a un valore positivo la crescita del mercato *automotive* europeo (+8,7% rispetto a ottobre 2018, con 1,18 milioni di nuove registrazioni). Nei primi dieci mesi il *trend* rimane tuttavia lievemente cedente (-0,7%, con circa 13 milioni di auto vendute). Tra i principali mercati, solo la Germania fa segnare una crescita +3,4% nei primi 10 mesi); al contrario, si accentua il calo di Spagna (-6,3%) e Gran Bretagna (-2,9%), mentre Italia (-0,8%) e Francia (-0,3%) hanno praticamente recuperato i livelli dello scorso anno.

Non si attenua la crisi del gruppo FCA: vendite in calo del 9,22% tra gennaio e ottobre, con 809.000 autovetture vendute sui mercati dell'Unione Europea (+ area Efta). *Performance* negativa per i marchi FIAT (-10%) e Alfa (-39%); sostanzialmente stabile Jeep (+1%); positiva per Lancia/Chrysler (con volumi però molto modesti). Crollano le vendite di Maserati: -27%, ovvero 600 vetture mensili vendute in tutta Europa.

Crescita del PIL europeo - III trim 2019 (variazioni rispetto al II trim 2018)



Fonte: Eurostat

Clima di fiducia instabile

Dopo il peggioramento osservato in ottobre, a novembre i sondaggi sul clima di fiducia condotti dalla Commissione europea puntano nuovamente verso l'alto. Migliora leggermente l'indice relativo ai consumatori, lungo un *trend* comunque sostanzialmente piatto. In progresso anche l'indice *economic sentiment* (che riguarda tutti i settori economici e i consumatori), per effetto del consolidamento della fiducia dei consumatori e del commercio al dettaglio. Immutato, infine, l'indice *business climate* (fiducia delle imprese), che si mantiene su livelli negativi.

Paesi Emergenti

Brasile: quadro politico più movimentato dopo la liberazione di Lula

Nel terzo trimestre la crescita brasiliana è stata dello 0,6% rispetto al trimestre precedente, mentre la crescita tendenziale sale all'1,2%: un risultato superiore alle attese, che lascia ben sperare in un rafforzamento della ripresa.

Anche i dati più recenti sono abbastanza incoraggianti. L'attività economica ha accelerato in agosto e a settembre secondo i dati della banca centrale anche la produzione industriale registra un buon aumento (+2,1% tendenziale).

A novembre, l'indicatore sul *business sentiment* elaborato dalla Fondazione Getulio Vargas si rafforza, pur restando al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività.

Sempre a novembre, l'importante indicatore PMI (*purchasing managers' index*) manifatturiero calcolato da IHS-Markit segnala un irrobustimento dell'attività, grazie al miglioramento della domanda e al rafforzamento del clima di fiducia. Male, al contrario, l'export, nonostante la debolezza del real. Resta debole anche la creazione di occupazione, con un tasso di disoccupazione attestato al di sopra dell'11%.

Nella riunione di metà dicembre la banca centrale deciderà con ogni probabilità di abbassare nuovamente il tasso di riferimento, portandolo al 4,5%.

A proposito di export, non è una buona notizia l'annuncio (o la minaccia) del presidente Trump che via Twitter ha dichiarato di essere intenzionato a reintrodurre le tariffe sulle importazioni di acciaio e alluminio da Brasile e Argentina in ritorsione a quelle che ritiene svalutazioni competitive dei due pa-



esi, manipolazioni che metterebbero in difficoltà gli agricoltori americani. Tra gennaio e ottobre il Brasile ha esportato 2,2 miliardi di acciaio verso gli Stati Uniti, pari al 9% delle esportazioni totali verso quel paese.

Il real brasiliano ha perso quasi il 10% del suo valore rispetto al dollaro quest'anno, per effetto dei tagli dei tassi di interesse, delle incertezze politiche interne e in generale di un atteggiamento più cauto verso i paesi emergenti. Parlare di manipolazione dei cambi appare del tutto inappropriato.

Un dato indicativo della grande prudenza con cui i mercati internazionali interpretano la situazione del Brasile è la scarsa partecipazione di investitori esteri alle importanti offerte azionarie da parte di società brasiliane. Appena il 40% degli aumenti di capitale è stato infatti sottoscritto da investitori, contro il 70% e oltre del 2007 e 2010, anni di *boom* azionari. Gli analisti si aspettano maggiori flussi di capitale già nel 2020.

Sul fronte politico, va segnalata la scarcerazione dell'ex presidente Lula, condannato a nove anni per corruzione nel 2018, in attesa del processo di appello. Un fatto che non riduce la portata dei carichi ancora pendenti su Lula (sul banco degli imputati in altri procedimenti penali), ma che certamente ridà fiato e entusiasmo all'opposizione del presidente Bolsonaro. A meno che il processo non venga invalidato, Lula non potrà ricoprire cariche politiche.

Cina: indicatori anticipatori sorprendenti

Nel terzo trimestre la crescita cinese ha rallentato al livello più basso in quasi tre decenni. Il raffreddamento è imputabile soprattutto alla debolezza del comparto manifatturiero, condizionato dalla guerra commerciale con gli Stati Uniti e dal clima di incertezza.

Anche i dati più recenti non sono molto incoraggianti, anche se con qualche spiraglio in più rispetto alle scorse settimane. A ottobre, frenano le vendite al dettaglio (che mantengono comunque un rispettabile +7,2% di crescita tendenziale). Debole, sempre a ottobre, anche la produzione industriale: la crescita scende al 4,7% dal 5,8% di settembre. Tra i settori più in difficoltà, *automotive* e *smartphone*, mentre la produzione di circuiti integrati connessi al 5G segna un aumento a due cifre.

A novembre, quasi inattesi, arrivano segnali più favorevoli dai due indici anticipatori.

L'indice PMI (*purchasing managers index*) rilevato dal National bureau of statistics (NBS) ritorna infatti in territorio espansivo dopo alcuni mesi, segnando il valore più elevato dallo scorso marzo. Analoghe indicazioni vengono dall'indice *Caixin general manufacturing*, che registra un modesto miglioramento delle condizioni operative e un timido rimbalzo delle esportazioni.

A fronte di una crescita che rimane molto fredda, ostaggio della guerra commerciale in atto, gli analisti ritengono probabile una politica più aggressiva da parte del governo. Il governo centrale ha autorizzato l'emissione di 142 miliardi di *special bond* da parte dei governi locali, invitando le amministrazioni ad avviare al più presto progetti infrastrutturali. È indubbio tuttavia che l'approccio adottato in passato stia cambiando. C'è più attenzione a un uso indiscriminato di politiche monetarie espansive, che hanno contribuito a creare bolle speculative, eccessi di capacità produttiva e di credito, con conseguente crescita abnorme di NPL (*non performing loans*). Oggi l'orientamento delle autorità è verso stimoli più calibrati e focalizzati, con maggiore attenzione a indirizzare il credito verso le imprese private. A metà novembre,

la Banca centrale ha ritoccato i tassi di riferimento, portando il REPO a 7 giorni dal 2,55 al 2,5%. Un ritocco certo modesto, ma è il primo da quattro anni. Inoltre è stata iniettata liquidità per 28,5 miliardi di dollari nella forma di prestiti a un anno alle banche.

Russia: più infrastrutture per rilanciare la crescita

I dati più recenti hanno sconcertato non poco gli analisti. A metà novembre è stato pubblicato il dato preliminare sull'andamento del PIL nel terzo trimestre: un dato molto positivo, ben superiore alle attese. La crescita tendenziale sale infatti all'1,7%, quasi il doppio di quella registrata nel secondo trimestre. Anche se l'istituto di statistica non ha reso noti dati sulle componenti della crescita, si ipotizza che la ragione dell'accelerazione stia nel buon andamento dell'agricoltura e di alcuni settori industriali. Viceversa, i consumi restano deboli, frenati da una disoccupazione ancora elevata e dal peggioramento del clima di fiducia. Male anche l'export.

A gettare acqua sul fuoco è intervenuto, a pochi giorni di distanza, il sondaggio PMI (*purchasing managers' index*) di IHS-Markit, solitamente un attendibile indicatore anticipatore dell'andamento del comparto manifatturiero. L'indice segna una brusca, inattesa contrazione, restando ampiamente in zona recessiva. Un risultato che ha lasciato perplessi i commentatori, innescando anche un dibattito sulla bontà dell'indicatore quale strumento di previsione. In ogni caso, è chiaro che lo stato di salute del comparto manifatturiero è perlomeno incerto. Al contrario, non si interrompe il buon momento del comparto dei servizi. A novembre l'analogo indice PMI IHS-Markit segnala un ulteriore, sensibile rafforzamento, ampliando la forbice tra i due comparti. In questa situazione, non è certo quale sarà la prossima mossa della banca centrale, che nella sua prossima riunione potrebbe decidere di tagliare nuovamente i tassi.

Il governo ripone molte speranze nel gigantesco piano pluriennale di investimenti pubblici. Un piano che prevede 12 grandi progetti con 390 miliardi di dollari di investimenti complessivi, con un incremento della spesa annua equivalente al 4% del PIL. La parte del leone spetta alle strade, che assorbiranno oltre il 60% delle risorse mentre alle ferrovie andrà il 20% e alle vie d'acqua il 14%. Un volume di fuoco che dovrebbe far salire la spesa annua in infrastrutture dal 2,5% al 3-4% del PIL nel periodo 2019-24, con l'obiettivo di portare la dotazione infrastrutturale della Russia al livello di economie emergenti evolute come la Malesia, ma ancora indietro rispetto alle economie avanzate (l'Italia, per inciso, è nel gruppo di coda). L'avvio dei progetti è stato finora molto lento, ma il governo è fiducioso in una graduale accelerazione nel 2020.



ECONOMIA ITALIANA

Produzione industriale  -2,4% ottobre 2019/2018	Costruzioni  0,3% settembre 2019/2018	Vendite al dettaglio  +1,0% ottobre 2019/2018	Nuove vetture  2,2% novembre 2019/2018	Finanziam. alle imprese  -6,8% settembre 2019/2018
Fiducia consumatori   novembre 2019	Fiducia imprese   novembre 2019	Esportazioni  6,2% settembre 2019/2018	Tasso disoccupazione  9,7% ottobre 2019/2018	Tasso disocc. 25/34 anni  14,2% ottobre 2019/2018

- ▶ Il PIL del quarto trimestre si preannuncia ancora debole.
- ▶ Frenano consumi e investimenti, industria in difficoltà.
- ▶ Governo paralizzato davanti alle crisi aziendali.

In breve...

La diffusione da parte dell'Istat dei dati di contabilità nazionale relativi al terzo trimestre consente di fare il punto sulla difficile fase congiunturale attraversata dall'economia italiana oramai da inizio 2018. L'export procede a strappi, i consumi frenano e gli investimenti sono in calo. Il PIL in Italia si preannuncia debole nel IV trimestre, come nei precedenti. L'occupazione da luglio segue un andamento altalenante. L'industria resta in difficoltà: a novembre gli ordini di beni hanno subito un'ulteriore erosione e il CSC stima una produzione di nuovo in flessione; il purchasing managers' index è in area di contrazione per l'industria, mentre sale nei servizi. L'Eurozona è in ulteriore frenata, vanno meglio i mercati finanziari e, in prospettiva, gli scambi mondiali. Mentre il governo pare arenato a discutere su chi fosse o meno a conoscenza della riforma del Meccanismo europeo di stabilità (MES), nel nostro paese si susseguono crisi aziendali profonde, con migliaia di esuberanti, da Alitalia a ILVA e Unicredit, davanti alle quali non sembra esserci alcuna strategia né economica né tanto meno politica.

Ottavo mese di flessione per la produzione industriale

A ottobre continua a diminuire la produzione industriale italiana, con una variazione negativa sia su base congiunturale sia in termini annui. In particolare, l'indice corretto per gli effetti di calendario, in flessione tendenziale per l'ottavo mese consecutivo, registra un ulteriore peggioramento della dinamica rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. A livello dei principali raggruppamenti di industria il solo settore ancora in crescita, sia su base mensile sia su base annua, è quello dei beni di consumo, trainati dalla sola componente dei beni non durevoli. Al contrario, flessioni tendenziali rilevanti caratterizzano i beni strumentali e quelli intermedi.

In calo energia e beni strumentali

Nel dettaglio, l'indice destagionalizzato della produzione industriale diminuisce dello 0,3% rispetto a settembre. Nella media del trimestre agosto-ottobre la produzione mostra una flessione congiunturale dello 0,6%. L'indice destagionalizzato mensile cresce, marginalmente, su base congiunturale solo per



i beni di consumo (+0,3%); diminuiscono invece l'energia (-1,9%) e i beni strumentali (-0,8%) mentre i beni intermedi risultano stabili.

Negativa anche la media sui 10 mesi

Corretto per gli effetti di calendario, l'indice complessivo è diminuito in termini tendenziali del 2,4% (i giorni lavorativi sono stati 23, come ad ottobre 2018). Nella media del periodo gennaio-ottobre l'indice ha registrato una flessione tendenziale dell'1,2%. Su base tendenziale e al netto degli effetti di calendario, ad ottobre 2019 si registra una moderata crescita esclusivamente per il comparto dei beni di consumo (+0,5%); al contrario, marcate diminuzioni contraddistinguono i beni intermedi (-4,8%) e i beni strumentali (-3,4%), mentre l'energia registra una variazione nulla.

Crollano mezzi di trasporto e metallurgia

I settori di attività economica che registrano i maggiori incrementi tendenziali sono i prodotti farmaceutici di base e preparati (+3,6%), le industrie alimentari, bevande e tabacco (+3,0%) e le altre industrie (+2,8%). Le flessioni più ampie si registrano nella fabbricazione di mezzi di trasporto (-8,6%), nelle attività estrattive (-8,1%) e nella metallurgia e fabbricazione di prodotti in metallo (-6,9%).

In novembre ancora un calo della produzione secondo il CSC

Il CSC (Centro studi Confindustria) rileva un calo della produzione industriale dello 0,3% in novembre su ottobre. Nel quarto trimestre 2019 si registra una variazione acquisita nulla, dopo il -0,5% rilevato dall'Istat nel terzo. La produzione, al netto del diverso numero di giornate lavorative, arretra in novembre dello 0,1% rispetto allo stesso mese del 2018; in ottobre è diminuita dell'1,4% sui dodici mesi. Gli ordini in volume scendono in novembre dello 0,4% su ottobre (-0,2% su novembre 2018), quando sono diminuiti dello 0,3% sul mese precedente (-0,2% annuo).

Progressivo rallentamento dell'indice di produzione nelle costruzioni

Il terzo trimestre del 2019 si chiude con una minima variazione congiunturale positiva dell'indice di produzione delle costruzioni, nonostante le due flessioni mensili consecutive di agosto e settembre. Su base tendenziale, la dinamica dell'indice corretto per gli effetti di calendario, pur mantenendosi positiva da febbraio 2019, appare in progressivo rallentamento. Nel dettaglio, a settem-

bre 2019 si stima un lieve calo dell'indice destagionalizzato della produzione nelle costruzioni rispetto ad agosto (-0,3%). Nella media del terzo trimestre del 2019, la produzione nelle costruzioni rimane pressoché invariata rispetto al trimestre precedente (+0,1%). Su base annua, l'indice corretto per gli effetti di calendario cresce dello 0,3% (i giorni lavorativi sono stati 21 contro i 20 di settembre 2018), mentre l'indice grezzo aumenta del 3,7%. Nella media dei primi nove mesi del 2019, l'indice corretto per gli effetti di calendario mostra un aumento tendenziale del 2,8%, mentre l'indice grezzo cresce del 2,9%.

Un fine anno positivo per l'auto

Nel mese di novembre, come nei due mesi precedenti, il mercato dell'auto presenta un segno positivo, complice anche il giorno lavorativo in meno del 2018. Le auto immatricolate sono in tutto 150.587, in crescita del 2,2% rispetto allo stesso mese del 2018. I volumi immatricolati nei primi undici mesi del 2019 ammontano, così, a 1.775.884 unità, lo 0,6% in meno rispetto ai volumi dello stesso periodo del 2018.

Commercio: calo congiunturale ma dinamica annuale positiva

A ottobre 2019 prosegue la crescita tendenziale delle vendite al dettaglio, confermando la dinamica positiva osservata a partire dal mese di giugno. Nel complesso dei primi dieci mesi dell'anno l'aumento delle vendite è pari allo 0,7% e riguarda sia il settore alimentare sia quello non alimentare. Nello stesso arco di tempo si osserva che l'andamento positivo è limitato alle imprese con almeno 50 addetti, che registrano un incremento del 2,3%, mentre quelle di dimensioni inferiori mostrano una flessione (-1,2% per le imprese fino a 5 addetti e -0,2% per quelle da 6 a 49 addetti).

Crescono i beni non alimentari

In particolare, le vendite al dettaglio sono calate dello 0,2%, sia in valore sia in volume, rispetto a settembre. La diminuzione riguarda in particolare i beni non alimentari (-0,5% in valore e -0,4% in volume), mentre per i beni alimentari si registra un contenuto aumento (+0,1% in valore e +0,2% in volume). Nel trimestre agosto-ottobre 2019, rispetto al trimestre precedente, le vendite al dettaglio aumentano dello 0,1% sia in valore sia in volume. La crescita è limitata ai beni non alimentari (+0,3% in valore e in volume) mentre sono in flessione le vendite dei beni alimentari (-0,1% in valore e -0,3% in volume). Su



base tendenziale a ottobre si registra una crescita complessiva dell'1,0% in valore e dello 0,8% in volume. Aumentano sia le vendite dei beni alimentari (+1,3% in valore e +0,6% in volume) sia quelle dei beni non alimentari (+0,7% in valore e +1,0% in volume).

Volano informatica ed e-commerce

Per quanto riguarda le vendite dei beni non alimentari, si registrano variazioni tendenziali positive per quasi tutti i gruppi di prodotti, ad eccezione di cartoleria, libri, giornali e riviste (-1,6%), prodotti farmaceutici (-1,6%) e foto-ottica e pellicole, supporti magnetici, strumenti musicali (-1,5%). Gli aumenti maggiori riguardano dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni, telefonia (+2,7%) e giochi, giocattoli, sport e campeggio (+2,4%). Rispetto ad ottobre 2018, il valore delle vendite al dettaglio aumenta dell'1,8% per la grande distribuzione e diminuisce dello 0,8% per le imprese operanti su piccole superfici. In crescita il commercio elettronico (+16,6%).

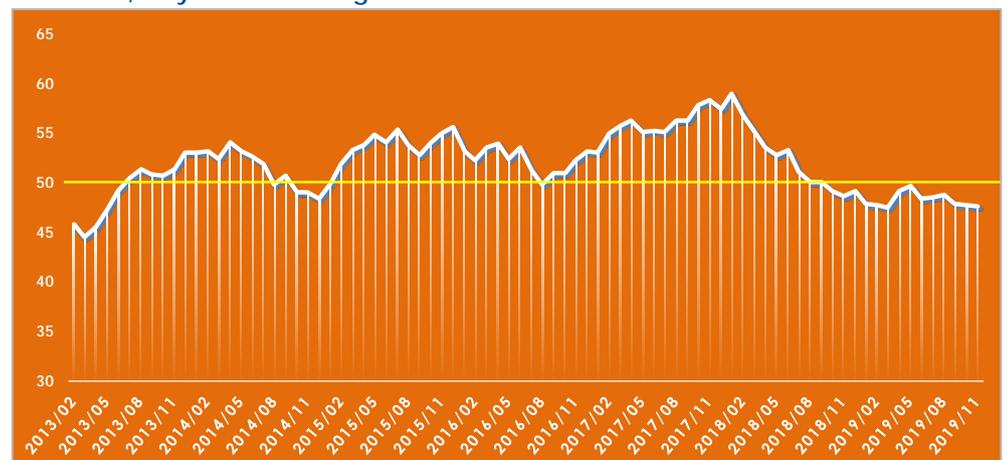
Si riducono le sofferenze

A settembre 2019 i finanziamenti alle imprese sono diminuiti dello 0,3% rispetto al mese di agosto e del 6,8% rispetto a settembre 2018. Le sofferenze sono diminuite del 2,1% su base mensile e del 32,2% su base annuale.

Brusco calo per la fiducia dei consumatori

A novembre si rilevano andamenti divergenti del clima di fiducia, che migliora per le imprese e peggiora per i consumatori. In particolare, l'indice del clima di fiducia dei consumatori è in deciso calo e raggiunge un livello minimo rispetto al periodo agosto 2017-novembre 2019. La dinamica negativa è determinata dal peggioramento di giudizi e attese sulla situazione economica italiana nonché dall'aumento delle aspettative sulla disoccupazione.

PMI Index, Italy manufacturing



Fonte: Markit economics.

Bene i servizi, clima di incertezza nell'industria

Resta per contro positivo il clima di fiducia delle imprese, con un aumento dovuto a un'evoluzione positiva dei giudizi e delle attese sugli ordini nel settore dei servizi e a giudizi sulle scorte che emergono in miglioramento sia nel settore manifatturiero sia nel commercio. Dall'industria emergono segnali di incertezza mentre per i servizi si registra una sostanziale stabilità degli indici.

Per quanto riguarda le componenti del clima di fiducia delle imprese, nell'industria manifatturiera il deterioramento dell'indice deriva da giudizi sugli ordini e attese di produzione in peggioramento; il saldo dei giudizi sulle scorte diminuisce. Nelle costruzioni, l'evoluzione negativa dell'indice è determinata dal peggioramento dei giudizi sugli ordini e, soprattutto, da un deciso ridimensionamento delle attese sull'occupazione. Nel comparto dei servizi di mercato si segnala il miglioramento dei giudizi e delle attese sugli ordini; i giudizi sull'andamento degli affari sono invece in deterioramento. Con riferimento al commercio al dettaglio, la lieve diminuzione dell'indice di fiducia è trainata dal deterioramento dei giudizi e delle attese sulle vendite a cui si uniscono giudizi sulle scorte in miglioramento.

Ulteriore flessione per l'indice PMI

L'indice PMI Markit (*purchasing managers' index*) redatto da IHS Markit, per il settore manifatturiero italiano, che illustra in modo sintetico la dinamica dello stato di salute del settore, ha raggiunto 47,6 a novembre in ulteriore calo da 47,7 di ottobre, la contrazione maggiore delle condizioni operative da marzo. Si tratta del quattordicesimo mese consecutivo di peggioramento della salute del settore manifatturiero italiano. L'indice resta attestato al di sotto della soglia tra espansione e contrazione dell'attività (50).

Leggero aumento degli occupati a settembre

Dopo la crescita dell'occupazione registrata nel primo semestre dell'anno e il picco raggiunto a giugno, a partire da luglio l'andamento risulta altalenante e nel mese di ottobre torna al livello massimo registrato quattro mesi prima. L'aumento rispetto a settembre è dovuto in particolare alla crescita dei lavoratori indipendenti; contestualmente si registra una diminuzione della disoccupazione e un aumento dell'inattività. Nel confronto trimestrale, l'occupazione risulta stabile mentre nell'arco dell'anno si mantiene in crescita.

46.000 occupati in più rispetto a settembre

In dettaglio, a ottobre 2019 la stima degli occupati risulta in crescita (+0,2%, pari a +46.000) rispetto a settembre. Il tasso di occupazione sale al 59,2% (+0,1 punti percentuali). L'occupazione è in aumento per entrambe le componenti di genere; cresce tra gli *over35* (+49.000), cala lievemente tra i 25-34enni ed è stabile tra gli *under25*. L'incremento dell'occupazione è dovuto alla crescita degli indipendenti (+38.000) e dei dipendenti a termine (+6.000) mentre risultano sostanzialmente stabili i dipendenti permanenti.

In calo i disoccupati maschi di tutte le età tranne che ultracinquantenni

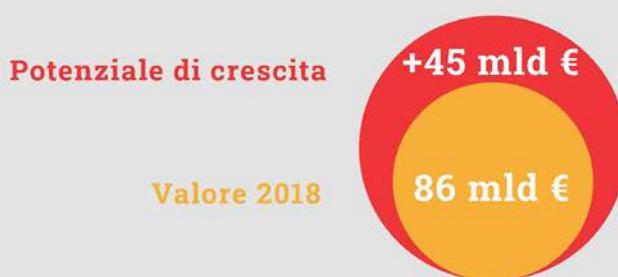
Le persone in cerca di occupazione sono in diminuzione (-1,7%, pari a -44.000 unità nell'ultimo mese). L'andamento della disoccupazione è sintesi di un marcato calo per gli uomini (-3,9%, pari a -52.000 unità) e di un lieve aumento tra le donne (+0,7%, pari a +8.000 unità) e coinvolge tutte le classi d'età tranne gli ultracinquantenni. Il tasso di disoccupazione scende al 9,7% (-0,2 punti percentuali). La stima complessiva degli inattivi tra i 15 e i 64 anni a ottobre è in aumento (+0,2%, pari a +25.000 unità), l'andamento è sintesi della crescita della componente maschile e della diminuzione di quella femminile. Il tasso di inattività sale al 34,3% (+0,1 punti percentuali).

Bello e Ben Fatto ad alto potenziale: come fare a realizzarlo?

Esportare la Dolce Vita 2019

Centro Studi CONFINDUSTRIA
25/11/2019

Il Bello e Ben Fatto (BBF) racchiude in sé tutti quei beni che rappresentano l'eccellenza italiana in termini di design, cura, qualità dei materiali e delle lavorazioni. Si tratta di beni finali di consumo che si distribuiscono in tutti i comparti produttivi, ma che trovano la loro massima espressione nelle produzioni più legate al gusto e alla creatività.



Dove andare a cercare il potenziale?

(Ranking dei primi 5 paesi avanzati e dei primi 5 paesi emergenti secondo il potenziale di export dell'Italia in miliardi di euro)

Paesi avanzati

Paesi emergenti

Il raggiungimento del potenziale è favorito da tre strategie:

1. continuare a supportare l'Europa nell'adozione degli accordi internazionali per contrastare le incertezze legate alle tensioni protezionistiche;
2. potenziare le vendite e-commerce. Seppure nella top 10 dei paesi che vendono online, l'Italia è indietro nelle vendite attraverso l'e-commerce rispetto ai suoi principali concorrenti;
3. contrastare l'*Italian sounding* e altre tipologie di contraffazione, le quali si rivolgono soprattutto all'imitazione delle eccellenze italiane.

Paesi avanzati		Paesi emergenti	
Potenziale sfruttabile	Principali settori	Potenziale sfruttabile	Principali settori
USA 8,2	Legno e arredo, Conceria e pelletteria, Motoveicoli, Tessile e abbigliamento	Cina 3,3	Chimica, farm. e cosmetica, Elettrot. ed elettronica, Motoveicoli, Alimentare e bevande
Germania 3,3	Calzature, Elettrot. ed elettronica	Emirati Arabi 1,3	Conceria e pelletteria, Tessile-abbigliamento, Calzature
Giappone 2,6	Tessile-abbigliamento	Qatar 0,8	Nautica
UK 2,5	Vetro e ceramica, Nautica	A. Saudita 0,8	Legno e arredo, Vetro e ceramica
Francia 2,1	Alimentare e bevande	Russia 0,6	Conceria e pelletteria, Calzature

Fonte: elaborazioni centro studi Confindustria e Fondazione Manlio Masi su dati UN-Comtrade.

Cambia il lavoro con la “flat tax” sulle partite IVA?

Valutazione delle politiche pubbliche

Centro Studi
CONFINDUSTRIA
09/12/2019

Nel 2019 boom delle partite IVA in regime forfettario...

(Attivazioni partite IVA di persone fisiche)

	N° attivazioni in regime forfettario	Var. % su anno precedente
1° trimestre 2019	104.456	+40,0%
2° trimestre 2019	66.126	+35,8%
3° trimestre 2019	49.171	+30,4%
Tot. primi 9 mesi 2019	219,753	+36,5%

Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati MEF - Osservatorio Partite IVA.

Le aperture di partite IVA in regime forfettario sono in rapida crescita da inizio 2019: 220.000 nuove attivazioni nei primi 9 mesi dell'anno, con un incremento del 36,5% rispetto all'anno precedente (+104mila solo nel I trimestre).

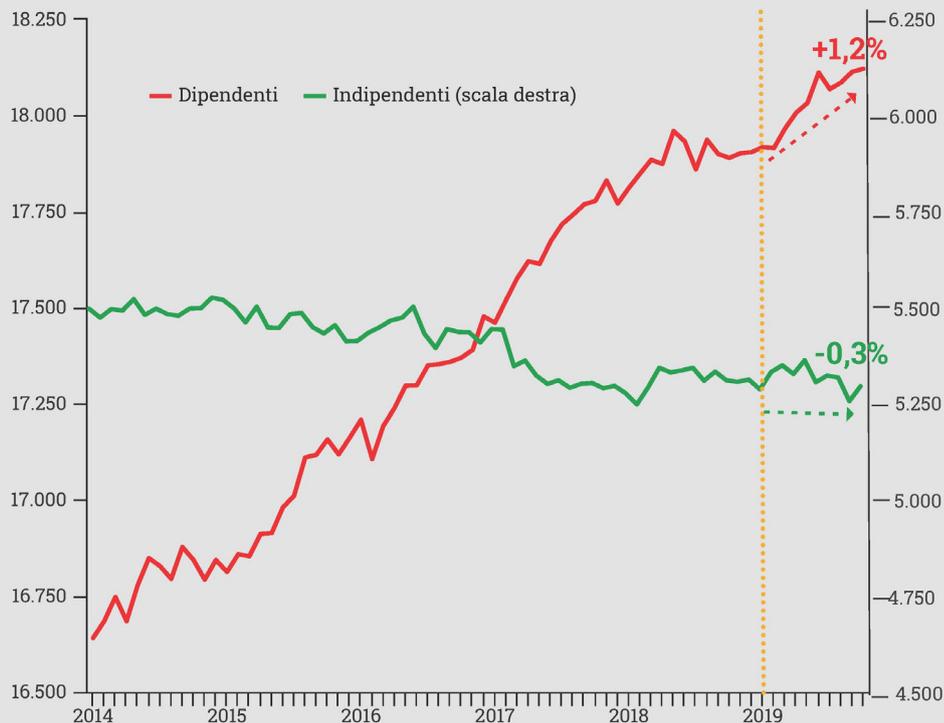
Fin qui tutto da copione, dato l'ampliamento del regime agevolato ai lavoratori autonomi e agli imprenditori individuali aventi compensi o ricavi non superiori a 65.000 euro (la cosiddetta flat tax) operato dalla scorsa legge di bilancio. Ma cosa riflette il boom di partite IVA? Emergere di redditi o compensi occulti? Nascita di nuovi lavori (o doppi lavori)?

Oppure sostituzione di lavoratori dipendenti con lavoratori autonomi?

Difficile ad oggi dare una risposta esaustiva a queste domande. Riguardo all'ultima, i dati ISTAT sugli stock aggregati di occupazione non danno indicazione che sia in atto una ricomposizione verso il lavoro autonomo: anzi, i lavoratori dipendenti hanno continuato a crescere (+217.000 in ottobre da inizio anno, +1,2%), mentre quelli indipendenti (in cui ricadono le partite IVA in regime forfettario, seppur rappresentandone una piccola quota) sono in lieve calo (-17.000 unità, -0,3%).

... ma nessun segnale di ricomposizione a sfavore del lavoro dipendente

(Italia, migliaia di occupati, dati mensili destagionalizzati)



Fonti: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati MEF - Osservatorio Partite IVA; elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati ISTAT - Indagine Forze Lavoro.



MATERIE PRIME

NICKEL	CRUDE OIL AVERAGE	ALLUMINIO	MINERALE DI FERRO
nov/ott 2019	nov/ott 2019	nov/ott 2019	nov/ott 2019
 -11,0% \$/Mt	 +5,5% \$/Bbl	 +2,8% \$/Mt	 -4,0% \$/Dmtu
RAME	GOMMA NATURALE TSR20	CACAO	ZUCCHERO
nov/ott 2019	nov/ott 2019	nov/ott 2019	nov/ott 2019
 1,8% \$/Mt	 +6,8% \$/Mt	 +3,5% \$/Kg	 +1,8% \$/Kg

- ▶ La guerra dei dazi fa risalire i prezzi di molte *commodity*.
- ▶ Meeting OPEC; il rischio di ulteriori tagli alla produzione fa salire il prezzo del petrolio.
- ▶ Forti cali per nickel, piombo, zinco e stagno.

The Economist *commodity* - price Index

	variazione congiunturale	variazione tendenziale		variazione congiunturale	variazione tendenziale
Dollar Index			Sterling Index		
All Items	NA	6,7%	All Items	-1,0%	4,5%
Food	1,6%	6,4%	Euro Index		
Industrials			All Items	-0,1%	9,2%
All	-1,2%	6,9%	Gold		
Non food agriculturals	2,1%	-10,0%	\$ per oz	-0,4%	19,4%
Metals	-2,0%	11,6%	West Texas Intermediate		
			\$ per barrel	-2,8%	-1,5%

Fonte: The Economist, 26 novembre - 3 dicembre 2019.

Recuperano i prezzi delle materie prime in novembre

L'apparente distensione nei rapporti tra USA e Cina e il conseguente probabile rilancio dei consumi cinesi, sembrano essere alla base degli apprezzamenti sui mercati di alcuni metalli non ferrosi (rame e alluminio). L'aumento del prezzo del petrolio, invece, è stato influenzato, in novembre, dal timore nuovi possibili tagli alla produzione da parte dell'OPEC.

Crolla il prezzo del nickel

A livello di singole materie prime i maggiori apprezzamenti hanno interessato, tra le altre, olio di palma e di cocco (rispettivamente +27,0 e +16,2%), gas naturale USA (+13,7%), caffè arabica (+11,0%), petrolio (+5,5%), cacao (+3,5%), alluminio (+2,8%) e zucchero (+1,8%). Relativamente stabili i prezzi di platino, orzo, mais, olio di girasole e cellulosa. I ribassi più consistenti si sono registrati, tra le altre, per nickel (-11,0%), piombo (-7,5%), minerale di ferro (-4,0%), argento (-2,7%), stagno (-1,6%), oro (-1,6%) e zinco (-1,1%).

Modesto rimbalzo dei prezzi degli acciai

Leggero rimbalzo (pari all'1% rispetto a ottobre) per le quotazioni siderurgiche rilevate sui mercati di riferimento per l'Italia, sintesi di un rincaro relativa-

mente più intenso per i laminati a caldo e all'opposto un profilo sostanzialmente piatto per quelli a freddo.

I prodotti lunghi continuano a mostrare un profilo più dinamico (rebar +3% su ottobre) rispetto ai piani, il che è riconducibile alla relativa, maggiore tenuta della quota di domanda attivata dal settore delle costruzioni, a fronte invece di una persistente debolezza di quella attivata dall'industria (in primo luogo dall'*automotive*). Le persistenti incertezze sulla tenuta dei ritmi produttivi degli altoforni ILVA, sono invece alla base del differenziale crescente tra i prezzi dei laminati a caldo e quelli a freddo: le imprese a valle, infatti, hanno anticipato gli acquisti della prima tipologia di acciai, per compensare possibili ammanchi futuri nelle forniture da parte dell'impianto tarantino.

Volano rame e alluminio, arretrano nickel e piombo

La distensione delle relazioni tra Cina e USA ha sostenuto i corsi di rame e alluminio, le *commodity* più sensibili all'andamento della congiuntura del manifatturiero cinese, rilanciando la prospettiva di un recupero dei consumi. Ai rialzi in euro di questi due metalli (alluminio, +2,8% e rame, +1,8%) è corrisposto tuttavia un profilo opposto per tutti gli altri non ferrosi. Gli arretramenti più consistenti hanno interessato le quotazioni in euro del nickel che, scontando il ritorno in attività di parte della capacità produttiva indonesiana bloccata in settembre dalle autorità di Jakarta, hanno chiuso novembre in calo del 10%. Solo relativamente meno intenso il calo del piombo (-8% circa, sempre in euro), che continua a scontare un *mix* di domanda debole (a causa della concorrenza con il litio delle batterie) e offerta in crescita, grazie anche alla riattivazione dell'impianto di raffinazione di Port Pirie, in Australia. Ribassi, di entità moderata (-1% circa in euro, in entrambi i casi) hanno infine caratterizzato le quotazioni di zinco e stagno.

Il petrolio recupera la flessione di ottobre

Indipendentemente dall'esito del *meeting* OPEC dei giorni scorsi, l'attesa di possibili nuovi tagli alla produzione ha favorito il recupero delle perdite sulle quotazioni petrolifere registrate in ottobre. L'attenzione dei mercati era



rivolta alle indiscrezioni provenienti dai principali paesi produttori. Gli attori sulla scena sono gli stessi di un anno fa. Da un lato l'Arabia Saudita e gli altri paesi arabi, Iraq in primis, che premono per inasprire ulteriormente l'attuale politica di riduzione dell'offerta del cartello (fino a 1,6 milioni di barili/giorno, l'1,5% circa dell'offerta globale). Dall'altro la Russia che, dopo aver sfiorato sistematicamente i limiti imposti nel corso del 2019, appare ora più propensa a rinviare la questione alla prossima primavera. Per il futuro sono verosimilmente attesi ulteriori deprezzamenti, dovuti da un lato a una ulteriore frenata dell'economia mondiale, quindi dei consumi, e dall'altro a un aumento dell'offerta mondiale, oltre che dallo *shale oil* americano anche dagli impianti di Brasile, Guyana e Norvegia.

Prezzi in calo lungo tutta la filiera chimica

Prosegue anche a novembre il calo delle quotazioni delle plastiche sul mercato europeo, in un contesto caratterizzato da una domanda debole (sia di prodotto vergine destinato al *packaging*, depresso dalle normative sempre più stringenti sui prodotti monouso, sia per quanto riguarda gli utilizzi industriali) e di un'offerta che continua a mantenersi abbondante e a buon mercato lungo tutta la filiera. Nello specifico delle plastiche, anche in novembre l'elevata disponibilità di polimeri provenienti dagli USA ha continuato a mantenere il mercato europeo in una condizione di surplus, alimentando ribassi diffusi a tutte le varietà monitorate. I cali più intensi si sono osservati sul polietilene ad alta densità (HDPE), protagonista di arretramenti in euro compresi tra il 3% della varietà film e il 4% di quella *blow moulding*. Tendenze simili si sono evidenziate per il polietilene LDPE (-3%) mentre quello lineare a bassa densità (LLDPE) ha mantenuto un profilo più stabile (-1 e -2% a seconda della varietà). Anche il polipropilene ha messo in luce un profilo cedente in novembre, con ribassi compresi tra l'1,8% e il 2,5%. Al momento le plastiche passano di mano su livelli del 20-25% più contenuti, in euro, rispetto al picco di metà 2019.

Prezzi in aumento per il caucciù: un fungo in Asia rovina il raccolto

Le quotazioni della gomma naturale hanno mantenuto un *trend* espansivo in novembre, a riflesso del peggioramento delle condizioni di raccolta nei principali paesi esportatori. La diffusione di una malattia fungina nel sud-est asiatico potrebbe portare, secondo le stime preliminari, a una contrazione dell'*output* di caucciù prossima alle 800.000 tonnellate, pari a circa il 6% della produzione mondiale, mantenendo le quotazioni su livelli elevati per buona parte del 2020. Relativamente più stabili, invece, i corsi degli elastomeri.

Cellulosa ai minimi dal 2017, riprende quota il legname

Il legname di conifera registra modesto rincaro dei prezzi in euro rispetto a ottobre, pari al +1%, con conseguente, ulteriore, ripiegamento dei corsi della cellulosa (il cui prezzo è ai minimi dal 2017), che vanno dal -0,3% della varietà NBSK al -2% della varietà BEKP. Per quanto riguarda la carta da macero, il blocco all'importazioni da parte della Cina ha continuato ad amplificare la situazione di surplus sui principali mercati UE, compreso quello italiano, portando a un ulteriore contrazione dei corsi, attualmente su livelli di 7-8 volte inferiori rispetto a quelli medi di inizio 2019.

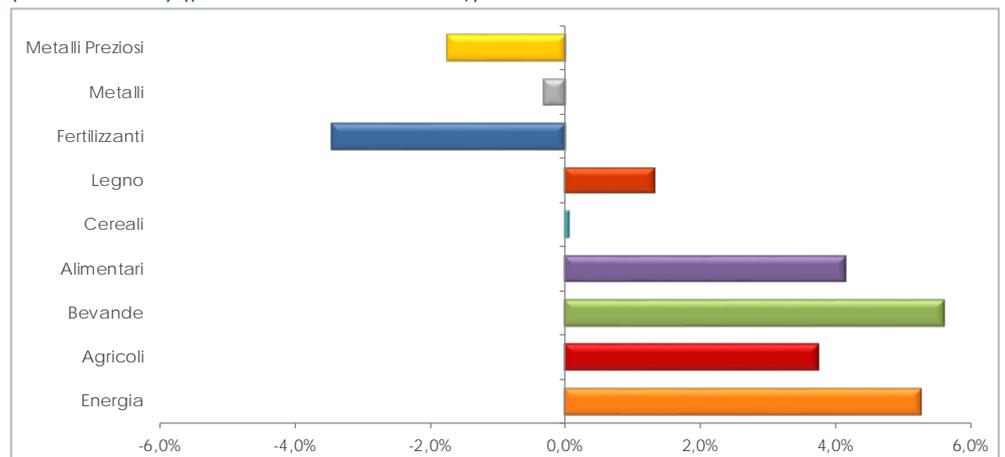
Sistema moda: stabili cotone e pelli, crolla il poliestere

Si stabilizzano le quotazioni di cotone e pelli, dopo gli apprezzamenti di ottobre, mentre prosegue il declino a doppia cifra del poliestere. Andamento crescente, invece, per la lana che mette a segno un temporaneo rincaro del 2%, che verrà verosimilmente riassorbito già in dicembre.

Rialzi diffusi delle commodity alimentari

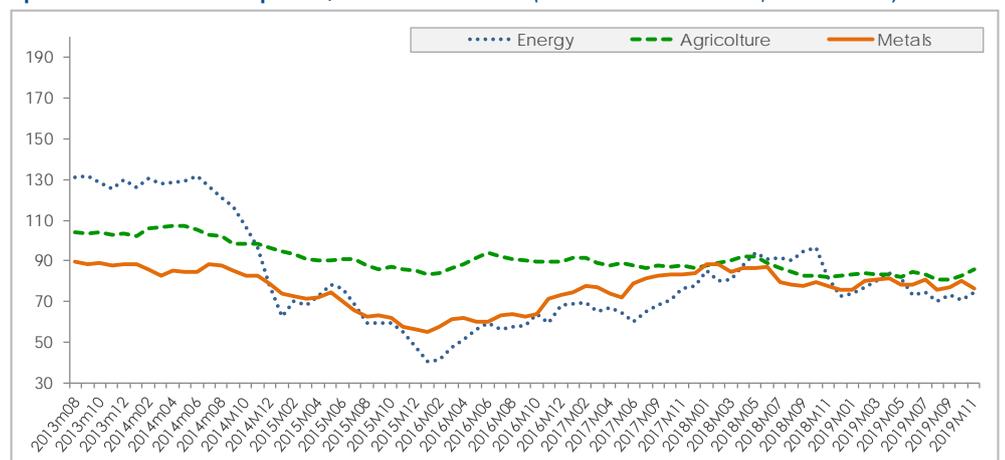
Ancora rincari per il grano, ormai stabilmente sopra la soglia dei 5€/bushel (circa 18€/quintale): considerato che le prospettive per il 2020 incluse nell'ultimo report dell'USDA continuano a indicare una situazione tutt'altro che tesa per quanto riguarda i fondamentali di domanda e offerta, non è da escludere che lo strappo verso l'alto dei prezzi sia in buona parte da attribuire all'emergere di movimenti finanziari anomali sui mercati *future*. Sostanzialmente stabile la soia, mentre ha ceduto terreno a ritmi intensi il prezzo del granturco, attualmente scambiato a 3,3€/bushel, in calo del 6% circa rispetto a ottobre.

Variaz. % dei prezzi sui mercati internazionali rispetto al mese precedente (nov/ott 2019) (prezzi correnti, valori in \$)



Fonte: World bank.

I prezzi delle materie prime, trend 2013-2019 (valori nominali, US \$, 2010=100)



Fonte: elaborazione dati World bank.

Per ulteriori approfondimenti sui prezzi dei metalli ricordiamo che è a vostra disposizione la Newsletter settimanale Metal Week. Per i prezzi di prodotti specifici è inoltre possibile contattare direttamente l'Ufficio Studi Economici. Contatti: studi.economici@ui.torino.it

Previsioni prezzi in € delle materie prime (var. % rispetto al trimestre precedente)

Commodity	IV trim 2019	I trim 2020	II trim 2020	III trim 2020
PETROLIO	+1,1	+2,6	-2,5	-3,2
CARBONE	+3,5	-0,2	-1,6	-1,2
GAS NATURALE	-4,7	-3,0	-3,9	-3,2
OLIO COMBUSTIBILE	-30,3	+5,8	+5,4	+2,9
VIRGIN NAFTA	+7,7	+0,8	-3,9	-3,2
ENERGIA ELETTRICA	+2,6	-3,6	-3,1	-1,3
MINERALI DI FERRO	-23,5	+9,8	-7,4	-3,3
ROTTAMI DI FERRO	-10,9	+5,0	-1,2	-2,4
ACCIAI PIANI	-8,5	+3,8	-0,4	-1,7
ACCIAI LUNGH	-7,4	+2,3	-0,7	-1,5
RAME	+1,3	+1,8	-1,1	-1,6
ALLUMINIO	0,0	+0,9	-3,0	-1,9
PIOMBO	+2,5	-2,0	-0,2	-0,4
ZINCO	+3,5	-5,3	-5,0	-2,9
STAGNO	-3,3	+2,5	+0,6	-0,9
NICKEL	+0,7	-6,6	-3,7	-8,1
PREZIOSI	+2,4	+0,4	-0,6	-0,7
CEREALI USA	+1,2	-0,5	-0,2	+0,4
CEREALI	+7,9	+1,7	-1,3	-0,1
COLONIALI	+7,3	-0,2	-4,4	-2,1
GOMMA	-0,2	-1,0	-4,4	-3,4
LEGNAME TROPICALE	-0,0	-1,1	-1,2	-0,6
LEGNAME CONIFERE	+7,6	-0,0	+0,1	+0,1
PASTA PER CARTA	-10,1	-1,2	-1,1	-0,2
LANA	-5,7	-5,1	-4,5	-3,7
COTONE	+5,3	+2,6	+0,4	-0,1
PELLI	+5,0	-0,8	+2,4	+5,6
ORGANICI DI BASE	+2,9	+4,4	-2,6	-3,2
AROMATICI ED ALTRI ORGANICI	-1,7	+10,9	-0,2	-4,0
MATERIE PLASTICHE	+0,5	+4,4	-2,3	-2,7
ELASTOMERI	-2,4	-1,5	-0,1	+0,3
FIBRE CHIMICHE	+0,9	+5,3	-0,2	-4,3
SOIA	+6,7	+0,7	-0,2	-0,3

Fonte: elaborazioni su dati Prometeia commodity, dicembre 2019.





I prezzi delle materie prime sui mercati internazionali

Materia Prima	Unità Misura	Prezzo in \$ ott 2019	Prezzo in \$ nov 2019	var. %
Aluminum	(\$/mt)	1725,96	1774,79	2,8%
Barley	(\$/mt)	114,82	114,82	0,0%
Beef	(\$/kg)	4,86	5,94	22,2%
Coal, Australian	(\$/mt)	68,92	66,99	-2,8%
Coal, South African	(\$/mt)	67,44	73,62	9,2%
Cocoa	(\$/kg)	2,44	2,52	3,5%
Coconut oil	(\$/mt)	719,52	836,29	16,2%
Coffee, Arabica	(\$/kg)	2,80	3,11	11,0%
Coffee, Robusta	(\$/kg)	1,51	1,62	6,8%
Copper	(\$/mt)	5757,30	5859,95	1,8%
Cotton, A Index	(\$/kg)	1,63	1,65	1,3%
Crude oil, average	(\$/bbl)	57,27	60,40	5,5%
Crude oil, Brent	(\$/bbl)	59,37	62,74	5,7%
Crude oil, Dubai	(\$/bbl)	58,47	61,41	5,0%
Crude oil, WTI	(\$/bbl)	53,98	57,06	5,7%
DAP	(\$/mt)	277,38	248,00	-10,6%
Fish meal	(\$/mt)	1360,05	1360,93	0,1%
Gold	(\$/troy oz)	1494,81	1470,79	-1,6%
Groundnut oil	(\$/mt)	1458,53	1388,47	-4,8%
Groundnuts	(\$/mt)	1358,70	1400,00	3,0%
Iron ore, cfr spot	(\$/dmtu)	88,53	84,98	-4,0%
Lead	(\$/mt)	2184,09	2021,15	-7,5%
Liquefied natural gas, Japan	(\$/mmbtu)	9,98	9,98	0,0%
Logs, Cameroon	(\$/cubic meter)	386,86	386,89	0,0%
Logs, Malaysian	(\$/cubic meter)	275,34	273,40	-0,7%
Maize	(\$/mt)	167,15	166,33	-0,5%
Meat, chicken	(\$/kg)	1,85	1,85	0,0%
Natural gas index (2010=100)		59,12	63,43	7,3%
Natural gas, Europe	(\$/mmbtu)	5,06	5,15	1,8%
Natural gas, US	(\$/mmbtu)	2,33	2,65	13,7%
Nickel	(\$/mt)	17046,22	15171,81	-11,0%
Orange	(\$/kg)	0,52	0,53	0,9%
Palm kernel oil	(\$/mt)	593,74	755,76	27,3%
Palm oil	(\$/mt)	591,35	683,38	15,6%
Phosphate rock	(\$/mt)	77,50	74,00	-4,5%
Platinum	(\$/troy oz)	897,26	901,80	0,5%
Plywood	(cents/sheet)	505,04	501,47	-0,7%
Potassium chloride	(\$/mt)	265,50	265,50	0,0%
Rapeseed oil	(\$/mt)	908,67	910,73	0,2%
Rice, Thai 25%	(\$/mt)	418,00	415,00	-0,7%
Rice, Thai 5%	(\$/mt)	424,00	421,00	-0,7%
Rice, Thai A.1	(\$/mt)	397,04	394,76	-0,6%
Rice, Viet Nameese 5%	(\$/mt)	325,79	328,24	0,8%
Rubber, SGP/MYS	(\$/kg)	1,43	1,54	7,6%
Rubber, TSR20	(\$/kg)	1,30	1,39	6,8%
Sawnwood, Cameroon	(\$/cubic meter)	605,36	617,53	2,0%
Sawnwood, Malaysian	(\$/cubic meter)	688,55	702,40	2,0%
Shrimps, Mexican	(\$/kg)	13,40	13,68	2,1%
Silver	(\$/troy oz)	17,65	17,17	-2,7%
Sorghum	(\$/mt)	163,80	161,93	-1,1%
Soybean meal	(\$/mt)	341,76	347,29	1,6%
Soybean oil	(\$/mt)	770,80	774,91	0,5%
Soybeans	(\$/mt)	381,65	375,59	-1,6%
Sugar, EU	(\$/kg)	0,36	0,36	0,0%
Sugar, US	(\$/kg)	0,57	0,60	4,5%
Sugar, world	(\$/kg)	0,28	0,28	1,8%
Sunflower oil	(\$/mt)	776,00	776,00	0,0%
Tea, avg 3 auctions	(\$/kg)	2,59	2,61	0,8%
Tea, Colombo	(\$/kg)	2,96	3,20	8,3%
Tea, Kolkata	(\$/kg)	2,46	2,36	-4,0%
Tea, Mombasa	(\$/kg)	2,34	2,26	-3,6%
Tin	(\$/mt)	16603,39	16335,48	-1,6%
Tobacco, US import u.v.	(\$/mt)	4835,44	4810,26	-0,5%
TSP	(\$/mt)	270,00	264,00	-2,2%
Urea	(\$/mt)	237,00	224,50	-5,3%
Wheat, US HRW	(\$/mt)	199,52	203,19	1,8%
Wheat, US SRW	(\$/mt)	212,85	223,54	5,0%
Woodpulp	(\$/mt)	875,00	875,00	0,0%
Zinc	(\$/mt)	2451,65	2425,48	-1,1%

Fonte: World bank.

VALUTE



- ▶ Numerose le incertezze per l'euro nel 2020.
- ▶ Le dichiarazioni di Trump pesano sul dollaro.
- ▶ Diversi gli scenari per la sterlina post elezioni.

Euro

Le prospettive dell'euro per il 2020

Il futuro della moneta unica il prossimo anno dipenderà dal modo in cui l'UE riuscirà a posizionarsi nell'arena globale. Ovviamente vi saranno diversi elementi da monitorare, primo fra tutti la Brexit, che toglierà al PIL del vecchio continente una porzione importante: secondo Eurostat nel 2017 Londra ha contribuito al 15,2% del prodotto interno lordo. Poi bisognerà monitorare i rapporti dell'UE con la Cina: si pensi soltanto alla Grecia, diventata membro dell'iniziativa asiatica 17+1, volta a rafforzare i legami con gli stati balcanici e con quelli dell'Europa centro-orientale. Il cambio euro dollaro risentirà, come sempre, alla guerra commerciale di Donald Trump, che potrebbe arrivare a colpire anche Bruxelles (il riferimento è alla possibilità di introdurre nuove tariffe sul settore auto ma anche su altre voci doganali o verso determinati paesi). Un ruolo di rilievo sarà quello svolto dalle banche centrali mondiali, in primis FED e BCE, che nel 2019 hanno invertito la rotta della propria politica monetaria. Non saranno da sottovalutare né i rischi politici né i timori di rallentamento in economie reputate tradizionalmente solide (come la Germania). Infine, visti i tassi molto bassi di cui beneficia, è probabile che l'euro nel 2020 continuerà ad essere usato per operazioni di *carry trade*, ovvero operazioni speculative consistenti nel prendere a prestito del denaro in paesi con tassi di interesse più bassi, per cambiarlo in valuta di paesi con un maggiore rendimento degli investimenti, in modo da ripagare il debito contratto e ottenere un guadagno con la medesima operazione finanziaria. Ciò dovrebbe aiutare a tenere basso il cambio dell'euro con le altre divise.

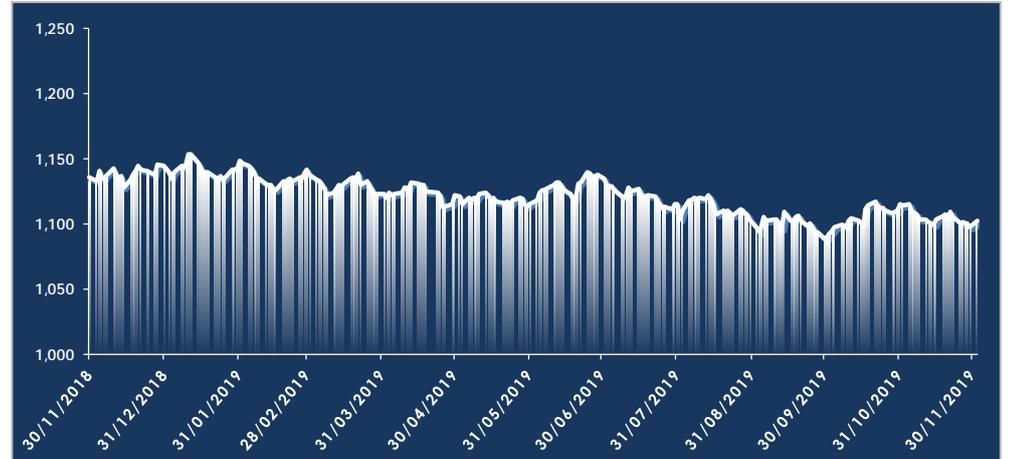
Rispetto al mese precedente a novembre l'euro ha ceduto lo 0,1% nei confronti delle valute dei suoi principali 38 partner commerciali. Rispetto al dato di novembre 2018 la variazione è stata del -1,3%.

Dollaro

Dicembre si preannuncia difficile per il dollaro

È stato un inizio mese piuttosto faticoso per il dollaro, che ha aperto le negoziazioni in flessione a causa del tweet di Trump, che annunciava la volontà di reintrodurre i dazi su acciaio e alluminio nei confronti di Brasile e Argentina, a causa del deprezzamento delle rispettive valute. A pregiudicare lo stato di salute del dollaro è stato anche il dato macro sull'indice ISM manifatturiero, che ha deluso, scendendo leggermente, contro attese di aumento, pur mantenendosi sopra quota 50 (soglia tra espansione e contrazione dell'attività). In un clima sempre più dipendente dagli sviluppi sulla *trade war*, an-

Cambio medio giornaliero €/€ - 12 mesi



Fonte: elaborazioni dati BCE.

che le dichiarazioni di qualche giorno fa del presidente americano hanno avuto il prevedibile effetto di scoraggiare le quotazioni del dollaro. Trump ha infatti dichiarato di non poter escludere che l'accordo commerciale con la Cina possa essere concluso dopo le elezioni presidenziali di novembre 2020, invece che entro il 2019. Il segretario al commercio USA ha inoltre aggiunto che gli aumenti dei dazi, pianificati per il 15 dicembre, saranno confermati a meno che non ci siano significativi progressi nei negoziati.

Yen

La BOJ valuta una versione virtuale dello yen

La valuta rifugio per eccellenza, lo yen, è in rialzo nei confronti delle altre valute sull'affievolirsi dell'appetito per il rischio dopo le dichiarazioni di Trump sul possibile rinvio dell'accordo con Pechino. Sul fronte interno la Bank of Japan ha annunciato lo studio di una criptovaluta nazionale, una sorta di crypto yen per i pagamenti digitali, da lanciare nel 2020. Gli studiosi della BoJ hanno immaginato delle restrizioni d'uso della criptovaluta nipponica, soprattutto al dettaglio, per prevenire il riciclaggio di denaro sporco o addirittura il finanziamento di attività illecite e terroristiche. Previsto anche un limite al volume delle transazioni. Ulteriore vincolo, apposto stavolta dal garante *privacy* locale, sarà relativo ai dati di tutte le transazioni memorizzate dal sistema *blockchain* funzionale allo sviluppo della rete dei pagamenti, che non saranno accessibili in alcun modo dalla Banca centrale.

Sterlina

Sterlina: gli scenari post elezioni

La sterlina è nuovamente sotto i riflettori in quanto i partiti politici di maggioranza e opposizione si stanno preparando alle elezioni del prossimo 12 dicembre. La nuova consultazione avrà un'importanza strategica fondamentale per il Regno Unito, visto che dal suo esito dipenderà anche il destino della Brexit, ancora incerto a più di tre anni dal referendum del 23 giugno 2016. Stando ai sondaggi più recenti, è probabile che a vincere la competizione elettorale saranno i conservatori. Uno scenario gradito alla divisa che ha iniziato a prezzare una prossima risoluzione del caos sulla Brexit. Se Boris Johnson otterrà una corposa maggioranza in Parlamento riuscirà senza fatica a ottenere l'appoggio necessario a far approvare l'accordo di divorzio trovato qualche tempo fa con l'Unione Europea. Anche se questa eventualità non metterà la parola fine ai complessi negoziati per definire i rapporti



I cambi con l'euro (euro/valuta)

	MONETA	Media nov 2019	Variazione dal mese preced.	Variazione ultimi 12 mesi
+	 ARGENTINE PESO	66,00	2,4%	59,6%
	 BRAZILIAN REAL	4,59	1,5%	6,8%
	 INDIAN RUPEE	78,98	0,6%	-3,2%
	 JAPANESE YEN	120,34	0,7%	-6,6%
=	 CANADIAN DOLLAR	1,46	0,3%	-2,5%
	 US DOLLAR	1,11	0,0%	-2,8%
	 SWISS FRANC	1,10	0,0%	-3,5%
	 MEXICAN PESO	21,34	-0,1%	-7,2%
	 INDONESIAN RUPIAH	15546,69	-0,4%	-6,6%
-	 AUSTRALIAN DOLLAR	1,62	-0,6%	3,2%
	 RUSSIAN ROUBLE	70,58	-0,7%	-6,6%
	 MALAYSIAN RINGGIT	4,59	-0,7%	-3,4%
	 SOUTH AFRICAN RAND	16,34	-0,9%	2,1%
	 TURKISH LIRA	6,34	-0,9%	4,1%
	 CHINESE YUAN	7,76	-1,1%	-1,7%
	 UK POUND STERLING	0,86	-2,0%	-2,7%

Fonte: elaborazione dati BCE, novembre 2019.

tra Gran Bretagna e Unione Europea, sarà comunque un primo punto fermo dopo oltre tre anni di incertezze, dubbi e discussioni infuocate. Si prevede che in tal caso la sterlina reagirà con un balzo deciso ed evidente, e la stessa cosa accadrà ai *risky asset* britannici. Per UBS una maggioranza conservatrice e un divorzio ordinato permetteranno al pound di arrivare fin su quota 1,35. L'avanzata però potrebbe rivelarsi soltanto temporanea. È probabile che ulteriori guadagni saranno limitati man mano che si aprirà la fase successiva dei negoziati. Questi colloqui saranno probabilmente estenuanti e controversi come quelli precedenti e la prospettiva di un Regno Unito pronto a tornare sotto le regole dell'OMC si profilerà ancora una volta, con la prossima scadenza critica che potrebbe arrivare entro luglio 2020. Un parlamento costituito da una maggioranza risicata potrebbe aprire le porte a una nuova estensione dell'articolo 50 e, perché no, a un nuovo referendum. In questo scenario le elezioni UK frenerebbero la sterlina inglese in un *range* compreso tra 1,25 e 1,30.

Yuan stabile nonostante i segnali di ripresa dell'economia cinese

Lo yuan è rimasto relativamente stabile nelle ultime settimane, nonostante il mese di dicembre sia iniziato con delle buone notizie. Sia l'indice PMI, redatto da Caixin/Markit, che il PMI manifatturiero ufficiale, rilasciato dal National bureau of statistics (NBS), hanno registrato degli aumenti, suggerendo un'espansione dell'economia per la prima volta da aprile. I colloqui commerciali tra Stati Uniti e Cina rimangono tuttavia al centro dell'attenzione mondiale: la prossima *tranche* di tariffe americane sulle merci cinesi entrerà in vigore il 15 dicembre. Nella Cina continentale, la Banca popolare cinese (PBOC) ha fissato il tasso di riferimento per lo yuan, il punto medio attorno al quale è consentito il commercio di valuta, a 7,0262. Tale soglia è leggermente inferiore rispetto a quella passata.

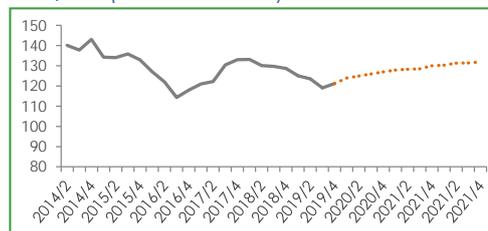
Real

Il real si deprezza, ma non desta particolare preoccupazione

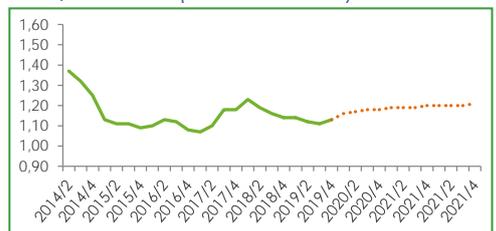
Il real brasiliano sta scivolando verso il minimo storico nei confronti del dollaro USA, ma la banca centrale sembra non avere fretta di intervenire per rallentare o addirittura invertire la caduta. Infatti nonostante la debolezza storica della valuta, tutto sembra funzionare senza eccessive difficoltà. Il deprezzamento, finora, è stato abbastanza ordinato: la volatilità è bassa, la liquidità non si è prosciugata e il real non è l'unica valuta dei mercati emergenti sotto pressione. Il capo della Banca centrale, Roberto Campos Neto, ha dichiarato che il tasso di cambio non sta alimentando l'inflazione o le aspettative di inflazione, indicando dunque di essere relativamente rilassato e di non prevedere interventi imminenti. Da quando Campos Neto è stato confermato come presidente a febbraio, il tasso di interesse Selic di riferimento è stato fissato a un *record* minimo del 5,0% e potrebbe essere ulteriormente ridotto in futuro. Comunque si svilupperà la situazione in futuro, rimane indubbio che il vantaggio competitivo che la valuta brasiliana ha goduto negli ultimi mesi stia in queste settimane svanendo.

Previsioni di medio periodo

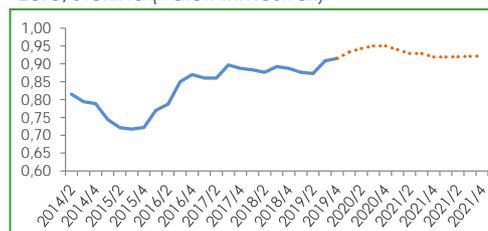
Euro/Yen (valori trimestrali)



Euro/Dollaro US (valori trimestrali)



Euro/Sterlina (valori trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati Prometeia.

CREDITO

PRESTITI ALLE IMPRESE	SOFFERENZE	SOFFERENZE/ CREDITI	RENDIMENTO TITOLI DI STATO	SPREAD BTP BUND
set/ago 2019	set/ago 2019	settembre 2019	Asta novembre 2019	Punti base
-0,3%	-2,1%	8,7%	↑	174

- ▶ La BCE in prima linea anche con la nuova presidenza.
- ▶ Secondo Moody's le banche italiane sono più stabili
- ▶ Incomincia a indebolirsi la domanda di titoli di stato .

La politica monetaria al centro della scena anche durante l'era Lagarde

“L' economia nell'Eurozona rimane debole, con un una crescita del PIL solo dello 0,2% trimestre su trimestre nel terzo trimestre del 2019, e la debolezza è soprattutto dovuta a fattori globali”. Lo ha detto la presidente della BCE, Christine Lagarde, nel suo discorso introduttivo davanti alla commissione economica e monetaria del Parlamento europeo, sottolineando che l'*outlook* dell'economia globale resta debole e incerto. Questo rallenta la domanda per i prodotti e i servizi dell'Eurozona e incide sulla fiducia delle aziende e sugli investimenti. La politica monetaria può rispondere in modo efficace anche in presenza di fattori esterni negativi. Secondo il numero uno della BCE, la politica monetaria è stata un traino chiave della domanda durante la ripresa e questo non cambierà. Guardando avanti, la BCE continuerà a sostenere l'economia e a rispondere a rischi futuri in linea con il suo mandato sulla stabilità dei prezzi e continuerà a monitorare gli effetti collaterali della sua politica. Lagarde ha inoltre ribadito l'impegno a rispettare il mandato, un impegno vitale per la stabilità dell'economia dell'Eurozona e del benessere dei cittadini dell' Area euro.

Moody's rivede in positivo il *rating* del sistema bancario italiano

Gli analisti dell'agenzia internazionale Moody's hanno rivisto al rialzo le prospettive degli istituti bancari italiani portando il loro *outlook* da negativo a stabile. Più nel dettaglio il *report* di Moody's sulle banche italiane ha riguar-



dato la spinosa questione dei crediti deteriorati (NPL). All'interno del loro documento gli analisti internazionali hanno affermato che le prospettive per il sistema bancario italiano sono migliorate poiché la massa dei crediti deteriorati, il vero tallone d'Achille delle banche italiane, è calata ancora. Di conseguenza, proprio grazie alla flessione degli NPL, le condizioni di finanziamento degli istituti bancari italiani continueranno a migliorare e quindi il capitale delle banche resterà stabile. Tuttavia, nonostante i passi in avanti e il continuo calo degli NPL, il rapporto di crediti deteriorati resta nettamente superiore alla media europea. L'autorità bancaria europea, infatti, ha rilevato come il rapporto dei crediti deteriorati in Italia sia pari a circa l'8%, mentre la media dell'Area euro non supera il 3%.

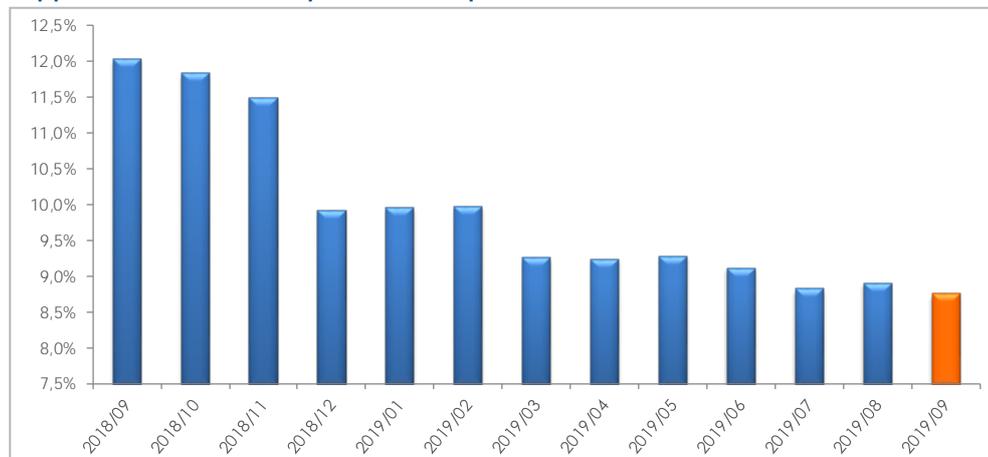
Stabile l'offerta di credito europea

Nell'Area euro il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e per il *notional cash pooling*) è salito al 3,8% ad agosto 2019, dal 3,7% di luglio. Questo andamento è riconducibile soprattutto all'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie (SNF), al 4,3% ad agosto dal 4,0% di luglio, in parte ascrivibile a fattori *una tantum*. Ad agosto 2019, i prestiti alle famiglie sono cresciuti a un tasso del 3,4% sui dodici mesi, invariato rispetto a luglio. Con riferimento a tale dinamica, il punto di svolta raggiunto a settembre 2018 dalla crescita dei prestiti alle SNF (quando ha raggiunto il massimo del 4,3%) è coerente con l'andamento ciclico ritardato di tale variabile rispetto all'attività economica reale e con il rallentamento della domanda aggregata registrato nel 2018. Sulla base di tale andamento, i passati aumenti degli investimenti fissi, che rappresentano una quota significativa della crescita dei prestiti alle SNF, hanno stabilizzato gli andamenti del credito. Nel complesso, la dinamica dei prestiti ha continuato a beneficiare dei tassi sui prestiti bancari eccezionalmente bassi e del clima generalmente favorevole dell'offerta di credito, come si evince anche dai risultati recenti dell'indagine sul credito bancario nell'Area euro. Inoltre, le banche hanno realizzato progressi nel consolidamento dei bilanci. Secondo l'indagine sul credito bancario nell'Area euro di ottobre 2019, i criteri per la concessione di credito alle imprese e di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un lieve allentamento.

In Italia negativa la variazione dei finanziamenti alle imprese

Nel mese di settembre si è continuato ad osservare il calo dei finanziamenti alle imprese in Italia: su base mensile la variazione è del -0,3%, mentre quella su scala annuale si attesta intorno al -6,8%. L'andamento è comune anche alle sofferenze bancarie: nel mese di settembre si è registrata una flessione del 2,1% rispetto al dato di agosto e del 32,2% nei confronti di settembre 2018. Riprende dunque a contrarsi il rapporto tra sofferenze e prestiti, che passa dallo 8,9 al 8,7%. Si osserva una variazione positiva a settembre per l'indicatore dei prestiti alle famiglie, che si espande sia a livello mensile (+0,2%) che su base annuale (+0,6%). Il costo dei fondi erogati alle imprese nell'ottavo mese dell'anno è rimasto stabile, tranne per i finanziamenti al di sotto del milione di euro, il cui costo è diminuito di qualche decimo di punto.

Rapporto tra sofferenze e prestiti alle imprese, Italia



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Tassi d'interesse bancari sui prestiti in euro alle imprese, nuove operazioni, Italia (val. %)

	Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione di €	Prestiti oltre 1 milione di €		Prestiti totali	Prestiti fino a 1 milione di €	Prestiti oltre 1 milione di €
2017	1,50%	2,00%	1,16%	2019/03	1,42%	2,02%	0,91%
2018/09	1,46%	1,98%	1,02%	2019/04	1,46%	2,02%	1,00%
2018/10	1,53%	1,96%	1,13%	2019/05	1,43%	2,02%	0,92%
2018/11	1,51%	1,98%	1,07%	2019/06	1,35%	1,95%	0,92%
2018/12	1,47%	1,95%	1,13%	2019/07	1,37%	1,92%	1,00%
2019/01	1,47%	2,03%	1,04%	2019/08	1,26%	1,90%	0,77%
2019/02	1,51%	2,05%	1,03%	2019/09	1,26%	1,85%	0,77%

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, settembre 2019.

Rendimenti dei titoli di stato europei in ripresa

Nel mese di novembre è risalita la remunerazione dei titoli di stato europei. Nell'ultima rilevazione è infatti risultata pari allo 0,31%, ossia 17 punti base in più rispetto al mese scorso. L'aumento non è però generalizzato: i bund tedeschi offrono ancora un rendimento negativo e sono state le economie del sud d'Europa a vedere i propri tassi crescere in misura particolarmente accentuata. L'Italia è stata senza dubbio uno dei paesi dove questo trend rialzista è più visibile: lo spread, (ovvero il differenziale tra i rendimenti dei BTP decennali ed i loro corrispettivi tedeschi) è salito di oltre 30 punti raggiungendo quota 174.

Asta non entusiasmante per il BTP

La Banca d'Italia ha comunicato che nell'asta del 28 novembre il Tesoro ha assegnato titoli per un ammontare di 2,75 miliardi di euro. Il Tesoro ha dovuto offrire un rendimento lordo più alto rispetto al passato, ed ha registrato un calo di richieste rispetto all'emissione del mese precedente. Del BTP a 5 anni, che paga una cedola annua lorda dello 0,35%, è stato collocato l'importo massimo offerto compreso in un range fra gli 1,75 e i 2,25 miliardi di euro. A fronte di richieste pervenute poco superiori a 2,9 miliardi di euro, il rapporto di copertura si è attestato a 1,29, risultando in diminuzione rispetto all'1,38 registrato in precedenza. Il prezzo medio all'emissione è stato fissato a 98,55

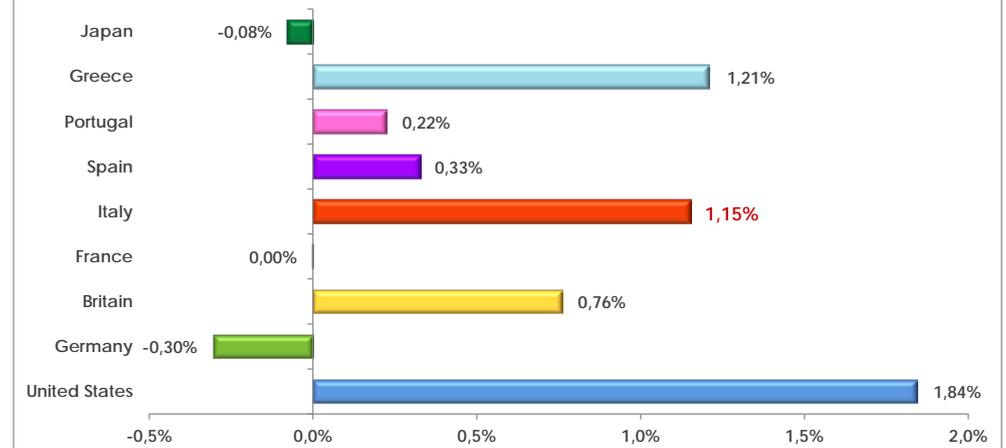
€, ed il rendimento lordo complessivo si è attestato a 0,64%, in aumento di poco più di 20 punti base rispetto allo 0,42% della precedente asta. Stesso discorso per il BTP decennale, che paga una cedola annua lorda dell'1,35%; anche qui è stato collocato l'importo massimo della forchetta compresa tra i 2,25 e i 2,75 miliardi di euro. Data la domanda pari a circa 3,35 miliardi di euro, il rapporto di copertura (tra titoli richiesti e titoli emessi) è stato pari a 1,22, in leggera diminuzione rispetto all'1,29 dell'asta di fine ottobre. Infine, dato il prezzo di aggiudicazione di 100,64 euro, il rendimento lordo complessivo è stato fissato all'1,29%, in salita rispetto all'1,06% del precedente collocamento. Anche per il CCTEU è stato collocato l'importo massimo del range offerto di 500-750 milioni. La richiesta per i CCTEU è stata pari a 1,31 miliardi di euro e il corrispondente rapporto di copertura si è attestato a 1,75. Al prezzo di aggiudicazione fissato a 104,11 corrisponde un rendimento lordo fissato allo 0,71%, in aumento rispetto allo 0,52% fissato nel collocamento di settembre.

Area euro: rendimento dei titoli pubblici a 10 anni (punti percentuali)



Fonte: Elaborazione su dati BCE.

Rendimento dei titoli pubblici a 10 anni (punti percentuali)



Fonte: Elaborazione dati Bloomberg, novembre 2019.

INFLAZIONE



- ▶ Un 2019 tutto in frenata.
- ▶ Lenta dinamica nei prezzi dei beni industriali.
- ▶ Ancora in calo i beni energetici.

La dinamica dei prezzi al consumo in Italia ha tendenzialmente frenato dalla fine del 2018. Negli ultimi mesi è giunta poco sopra lo zero. Calcolata al netto delle componenti tipicamente più volatili, cioè energia ed alimentari, è più alta, sebbene di poco. Il dato che preoccupa di più è l'esigua dinamica dei prezzi dei beni industriali, che riflette la situazione di affanno che vive ancora l'industria italiana, dovuta in buona misura al complicato contesto internazionale, su cui hanno pesato vari fattori (dazi USA, difficoltà nel settore auto). Negli ultimi due trimestri la variazione del costo del lavoro si è praticamente azzerata, assumendo segno negativo nell'industria. La crescita del CLUP (costo del lavoro per unità di prodotto) nell'ultimo anno è di fatto spiegata dalla contrazione ciclica della produttività. In prospettiva, una normalizzazione dell'andamento della produttività potrebbe portare la crescita del CLUP ad azzerarsi, consolidando quindi il quadro di inflazione prossima a zero che si osserva già da alcuni trimestri.

Nel mese di ottobre, si accentua ulteriormente la flessione tendenziale dei prezzi dei beni energetici e in particolare di quelli regolamentati che, pur aumentando su base mensile, scontano il confronto con ottobre dello scorso anno, quando la loro crescita congiunturale era stata più che doppia di quella di quest'anno. Se l'inflazione complessiva rallenta ulteriormente, quella di fondo mostra lievi segnali di risalita, che non modificano però il quadro di generale debolezza della crescita dei prezzi al consumo.

La politica monetaria espansiva non basta

Nell'Area euro l'HICP (*harmonized index of consumer price*) di ottobre registra una variazione tendenziale del +0,7%, in calo rispetto al +0,8% di settembre. A ottobre 2018 la variazione era pari a +2,3%. Nell'UE-28 l'inflazione tendenziale è +1,1%, in discesa rispetto all'1,2% del mese precedente. A ottobre 2018 la variazione era pari a +2,3%.

Le variazioni positive più alte si sono registrate in Romania (+3,2%), Ungheria (+3,0%), e Slovacchia (+2,9%) mentre le più basse a Cipro (-0,5%), Grecia (-0,3%) e Portogallo (-0,1%).

Variazione negativa per il FOI

L'analogo indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) aumenta dello 0,2% su base mensile e su base annua (come a settembre), mentre l'indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI), al netto dei tabacchi, registra una diminuzione dello 0,1% su base mensile e una variazione nulla rispetto a ottobre 2018.

Il calo dei beni energetici fa scendere il NIC

Nel mese di ottobre 2019, si stima che l'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC), al lordo dei tabacchi, registri una diminu-

zione dello 0,1% su base mensile e un aumento dello 0,2% su base annua (in lieve rallentamento da +0,3% di settembre); la stima preliminare era +0,3%. La lieve decelerazione dell'inflazione è dovuta principalmente all'ampliamento della flessione dei prezzi dei beni energetici regolamentati (da -5,3% a -8,0%), solo in parte compensato dall'accelerazione dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti (da +0,4% a +1,8%).

Aumenta l'inflazione di fondo (al netto di energetici e alimentari freschi)

L'inflazione di fondo, al netto degli energetici e degli alimentari freschi, e quella al netto dei soli beni energetici accelerano entrambe da +0,6% a +0,7%. La lieve diminuzione su base congiunturale dell'indice generale è dovuta essenzialmente al calo, dovuto per lo più a fattori stagionali, dei prezzi dei servizi relativi ai trasporti (-0,7%) e dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (-0,8%), solo in parte bilanciato dall'aumento congiunturale dei prezzi dei beni energetici, sia nella componente regolamentata (+2,9%) che non (+0,9%). Si accentua la flessione dei prezzi dei beni (da -0,2% a -0,5%), mentre accelerano quelli dei servizi (da +0,9% a +1,1%); il differenziale inflazionistico rimane positivo e si amplia portandosi a +1,6 punti percentuali (era +1,1 a settembre).

+0,6% l'inflazione acquisita per il 2019

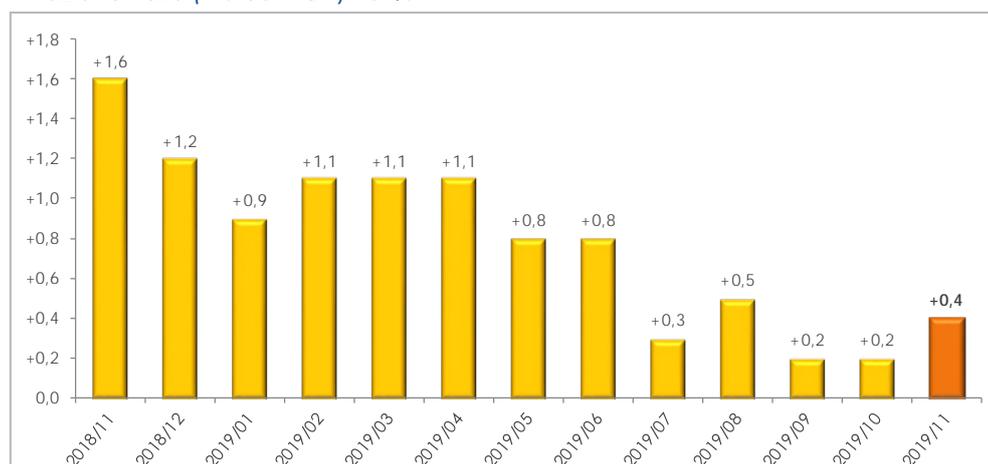
L'inflazione acquisita per il 2019 è +0,6% per l'indice generale e +0,5% per la componente di fondo. I prezzi dei beni alimentari, per la cura della casa e della persona aumentano dello 0,5% su base annua (da +0,4% del mese precedente) e quelli dei prodotti ad alta frequenza d'acquisto dello 0,4% (stabili rispetto a settembre), registrando in entrambi i casi una crescita debole ma più sostenuta di quella riferita all'intero paniere.

Poche novità previste per novembre

Nel mese di novembre 2019, secondo le stime preliminari dell'Eurostat, la variazione annuale dell'inflazione nell'Area euro sarà pari a +1,0%, in aumento da +0,7% di ottobre.

Secondo le stime preliminari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) diminuisce dello 0,1% su base mensile e aumenta dello 0,4% su base annua, da +0,2% di ottobre.

Inflazione Italia (indice IPCA) val %



Fonte: elaborazione UI su dati ISTAT.

Pubblicazione periodica
Direttore Responsabile: Isabella Antonetto

Contatti: Ufficio Studi Economici
studi.economici@ui.torino.it.

Ogni utilizzo non autorizzato, includendo senza limiti la copia, distribuzione, trasmissione o qualsiasi altro utilizzo dei dati, non è permesso senza il previo consenso. Confindustria Piemonte non ha alcuna responsabilità, dovere o obbligazione riguardo al contenuto e alle informazioni riportati contenenti errori, imprecisioni, omissioni o ritardi dei dati o per qualsiasi azione presa con il loro utilizzo. Confindustria Piemonte non sarà responsabile per danni speciali, incidentali o consequenziali all'utilizzo dei dati.