INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

18 settembre 2020

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Economista

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Il punto

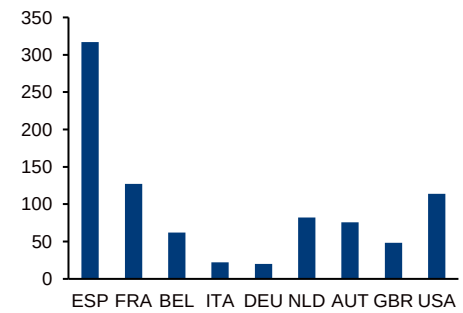
FOMC: avanti con l'"average inflation targeting" flessibile, rafforzato da una nuova forward guidance sui tassi e dalle indicazioni espansive per gli acquisti. Le proiezioni economiche segnalano tassi fermi fino al 2023. La Fed si impegna ad agire con tutti gli strumenti disponibili (ormai sempre più limitati), nel timore di uno stallo della ripresa, che potrebbe materializzarsi in assenza di nuovo stimolo fiscale.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona** la settimana offrirà le prime indicazioni dalle indagini di fiducia di settembre. Le stime flash per i PMI dovrebbero indicare un PMI composito in correzione a 51,6 da 51,9 sulla scia di un dato più debole nei servizi rispetto all'indice manifatturiero, visto quasi stabile. In Germania, l'IFO è atteso in miglioramento, così come l'indice INSEE per il comparto manifatturiero e la fiducia delle imprese in Italia. Anche l'indice BNB, elaborato dalla Banca del Belgio, è visto in risalita nel mese. Infine, la stima flash del morale dei consumatori europei è vista in flessione. Le seconde letture dei PIL spagnolo e olandese per il 2° trimestre dovrebbero confermare le stime preliminari.

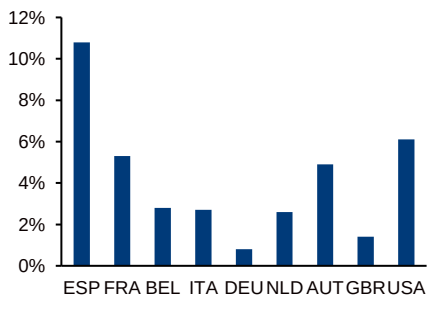
I dati macroeconomici in uscita negli **Stati Uniti** dovrebbero confermare lo scenario di ripresa diffusa. Il focus sarà sugli indici PMI flash per settembre, che dovrebbero essere in rialzo e mantenersi in territorio espansivo, sia per il manifatturiero sia per i servizi. Le vendite di case nuove ed esistenti dovrebbero confermare i trend solidi comuni a tutti gli indicatori del mercato immobiliare residenziale. Gli ordini di beni durevoli a luglio dovrebbero dare indicazioni moderatamente positive per gli investimenti in autunno.

COVID-19: la Spagna spicca sia per i nuovi casi per milione di abitanti…



Fonte: OurWorldInData. Dati al 17/09. Media settimanale di dati giornalieri

… sia per la percentuale di test positivi



Fonte: OurWorldInData. Dati al 14/09

Il punto

FOMC: avanti con l'"average inflation targeting" flessibile, rafforzato da una nuova *forward guidance* sui tassi e dalle indicazioni espansive per gli acquisti. Le proiezioni economiche segnalano tassi fermi fino al 2023. La Fed si impegna ad agire con tutti gli strumenti disponibili (ormai sempre più limitati), nel timore di uno stallo della ripresa, che potrebbe materializzarsi in assenza di nuovo stimolo fiscale.

- La **riunione del FOMC** si è conclusa con politiche invariate, ma con diverse novità in termini di comunicazione riguardo al sentiero dei tassi e degli acquisti, mirate a segnalare un chiaro bias espansivo per la politica monetaria. L'introduzione di una nuova formulazione di ***forward guidance*** era attesa per l'autunno, ma **non era scontata** per la riunione di settembre, alla luce dei commenti di diversi partecipanti nel mese scorso. La svolta intende dare maggiore forza alle aspettative di tassi fermi ed è, secondo Powell "appropriata" e "potente". **Le implicazioni della nuova comunicazione sono comunque modeste:** i tassi, nelle proiezioni economiche, sono previsti e "ancorati" a zero su tutto l'orizzonte previsivo (fino al 2023), come già scontato dal mercato.
- Il comunicato esordisce, come a luglio, riaffermando l'impegno "a usare l'intero insieme di strumenti per sostenere l'economia".
  - La **valutazione congiunturale** prende atto del miglioramento dell'attività e dell'occupazione nei mesi recenti, e nota che l'inflazione è frenata dalla domanda debole e dalla riduzione dei prezzi energetici. In questo quadro, l'andamento della situazione sanitaria continuerà a pesare sulle variabili economiche nel breve termine e pone **"considerevoli rischi per lo scenario economico nel medio termine"**. Le **proiezioni macroeconomiche** per fine 2020 sono riviste considerevolmente, in direzione positiva, per PIL (-3,7% da -6,5%), disoccupazione (7,6% da 9,3%) e inflazione (1,2% da 0,8%), alla luce della performance economica migliore rispetto alle stime molto pessimistiche formulate dalla Fed a giugno. Per i prossimi anni, in compenso, la crescita del PIL è limata verso il basso (a 4% nel 2021, 3% nel 2022 e 2,5% nel 2023), mentre per il tasso di disoccupazione il sentiero è più favorevole, con un ritorno al pieno impiego nel 2023 (tasso di disoccupazione a 4%). Per l'inflazione, si prevede il raggiungimento del 2% nel 2023. Il sentiero previsto per l'economia è migliorato, e in un certo senso contrasta con il messaggio fortemente espansivo del resto della comunicazione del Comitato, giustificato dall'ampiezza e dall'unidirezionalità dei rischi.
  - Il paragrafo relativo alla **politica monetaria** ribadisce che il Comitato mira a raggiungere la massima occupazione e un'inflazione del 2% nel più lungo termine. Qui si inserisce la **nuova formulazione dell'obiettivo di inflazione** presentata a fine agosto con la revisione dei "Longer-Run Goals and Policy Strategy": "con l'inflazione persistentemente al di sotto di questo obiettivo di più lungo termine, il Comitato mirerà a raggiungere un'inflazione moderatamente al di sopra del 2% per un certo tempo in modo che l'inflazione sia in media al 2% nel tempo e le aspettative di inflazione di più lungo termine restino ben ancorate". Il Comitato si aspetta di mantenere una *stance* accomodante fino a quando saranno ottenuti questi risultati. Nelle proiezioni economiche, **la mediana dei tassi è stabile al livello attuale fino al 2023**, anche se ci sono alcuni "punti" su livelli più elevati (1 nel 2022 e 4 nel 2023). La mediana nel lungo termine resta a 2,5%.
  - Ma il Comitato vuole rinforzare ulteriormente il messaggio espansivo: per questo si introduce una **nuova specificazione della forward guidance, definita su due fronti**, tassi e acquisti. Per i **tassi**, il Comitato mantiene l'intervallo obiettivo dei fed funds fra 0 e 0,25% e "si aspetta che sarà appropriato mantenere questo intervallo fino a quando le condizioni del mercato del lavoro avranno raggiunto livelli coerenti con la valutazione del Comitato di massima occupazione e l'inflazione sarà salita al 2% e sarà in linea con un sentiero che ecceda il 2% per un certo tempo". Le condizioni per una svolta sui tassi sono dunque definite su entrambi gli obiettivi del mandato della Fed, in base alla specificazione indicata nello Statement su obiettivi e strategia. Per gli **acquisti**, si afferma che "nei

prossimi mesi la Federal Reserve aumenterà il proprio stock di titoli del Tesoro e garantiti dalle agenzie almeno in linea con il ritmo attuale per supportare il funzionamento regolare del mercato e contribuire a promuovere condizioni finanziarie accomodanti".

- **Il voto non è unanime,** con due dissensi giustificati da posizioni differenti. Kaplan avrebbe voluto mantenere maggiore flessibilità ed evitare di specificare le condizioni per una svolta sui tassi, pur essendo favorevole a tassi invariati fino a quando non saranno raggiunti i due obiettivi del mandato della Fed. Kashkari, invece, avrebbe voluto definire la forward guidance in base al raggiungimento stabile di un'inflazione core al 2%. Powell ha definito positivi e naturali i dissensi, in una fase di esplorazione della nuova strategia. Infine, il Comitato è preparato ad **aggiustare la stance di politica monetaria** "come appropriato se emergeranno rischi che possano impedire il raggiungimento degli obiettivi".

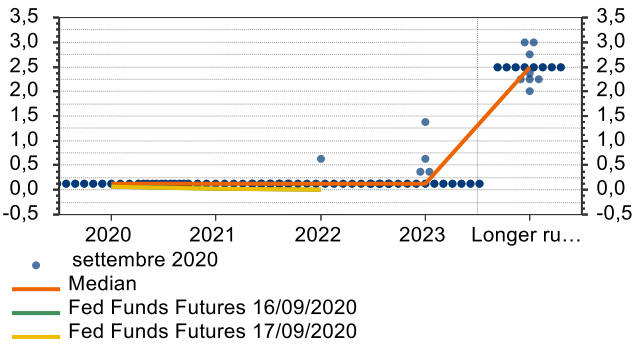
- In conclusione, la riunione conferma il bias espansivo e **rafforza l'impegno a mantenere i tassi a zero per un periodo prolungato**. La specificazione della **forward guidance sui tassi** incorpora le indicazioni emerse dalla *review* della strategia di politica monetaria e annunciate a fine agosto, con una formulazione estremamente flessibile. La richiesta di un sentiero di inflazione stabilmente sopra il 2% per un certo tempo potrebbe tornare utile nella parte centrale del 2021, quando l'inflazione core sarà sostenuta da effetti statistici ed eccederà probabilmente il 2% per alcuni mesi. Sulla massima occupazione, il Comitato potrebbe rimandare a una definizione che non si limiti al tasso di disoccupazione, ma sia "inclusiva", con riferimenti anche alla partecipazione e ai differenziali fra gruppi demografici. Per quanto riguarda gli **acquisti,** le informazioni sono in parte nuove, con l'impegno a mantenere "almeno" il ritmo attuale degli acquisti. Prevediamo che **entro fine anno ci sia uno spostamento delle quote relative di Treasury e MBS sul totale a favore dei Treasury**. Nonostante le notevoli variazioni contenute nel comunicato, il messaggio della riunione **non modifica le previsioni di tassi fermi almeno fino al 2023.**

Mediana delle proiezioni economiche dei membri del Federal Reserve Board e dei presidenti delle Federal Reserve Banks

Variable	2020	2021	2022	2023	Longer run
Real GDP	**-3.7**	**4.0**	**3.0**	**2.5**	**1.9**
June projection	-6.5	5.0	3.5		1.9
Unemp. rate	**7.6**	**5.5**	**4.6**	**4.0**	**4.1**
June projection	9.3	6.5	5.5		4.1
PCE inflation	**1.2**	**1.7**	**1.8**	**2.0**	**2.0**
June projection	0.8	1.6	1.7		2.0
Core PCE inflation	**1.5**	**1.7**	**1.8**	**2.0**	**2.0**
June projection	1.0	1.5	1.7		2.0
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**2.5**
June projection	0.1	0.1	0.1		2.5

Fonte: Federal Reserve Board, 16 settembre 2020. Real GDP: Q4 a/a. Inflazione e inflazione core=Q4 a/a. Tasso di disoccupazione: media Q4

Il nuovo grafico a punti conferma l'aspettativa di tassi fermi a oltranza



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

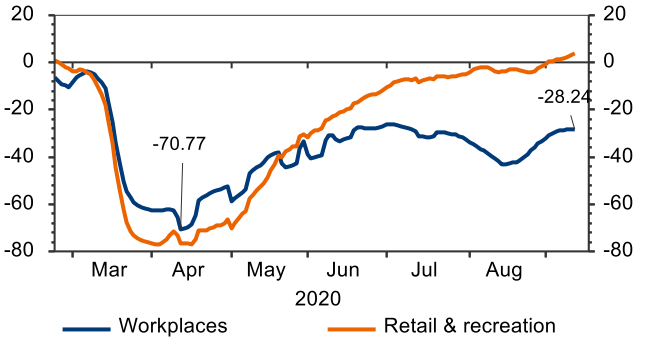
Monitor dell'impatto COVID

Indici di mobilità – media dell'ultima settimana del mese

	Commercio e Ricreativo			Alimentari e Farmacie			Stazioni			Uffici		
	lug	ago	set	lug	ago	set	lug	ago	set	lug	ago	set
Germania	-3.4	-0.3	8.6	2.4	2.6	7.0	-17.6	-14.7	-8.4	-23.3	-19.6	-17.4
Francia	-7.3	-4.1	-1.1	4.6	3.0	4.1	-14.7	-15.9	-6.7	-26.3	-28.4	-23.1
Italia	-6.3	-2.1	4.4	-7.1	-5.4	-3.0	-18.9	-25.0	-20.4	-19.1	-26.7	-21.6
Spagna	-18.9	-15.0	-8.4	-6.1	-3.6	-1.1	-32.0	-38.1	-33.1	-23.0	-28.9	-26.6
Olanda	4.0	-0.3	1.4	-2.4	-0.1	2.0	-36.4	-34.0	-28.9	-33.9	-23.7	-21.6
Belgio	-16.9	-2.7	0.6	-9.0	-3.7	0.1	-32.0	-28.9	-17.1	-35.7	-27.4	-23.1
UK	-29.3	-10.7	-15.6	-12.1	-10.3	-5.4	-39.1	-35.7	-30.6	-38.1	-38.6	-31.9
Giappone	-13.4	-9.4	-9.1	-0.6	1.4	-0.6	-23.6	-23.9	-24.1	-13.0	-12.3	-13.9
USA	-14.9	-13.3	-11.3	-3.0	-3.9	-1.7	-28.4	-29.3	-30.0	-31.1	-29.9	-35.9

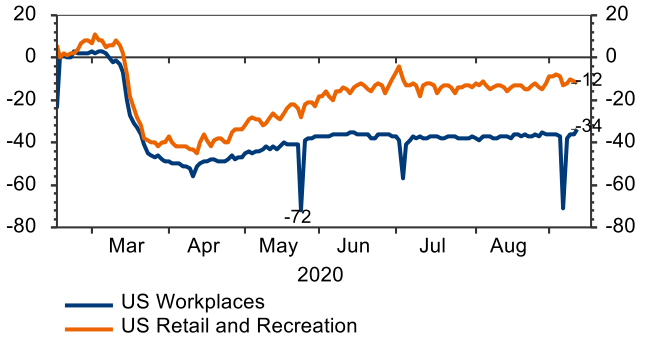
Fonte: Google LLC, "Google COVID-19 Community Mobility Reports", aggiornamento del 18 settembre. Deviazione dalla norma

Area euro– media settimanale degli indici di mobilità



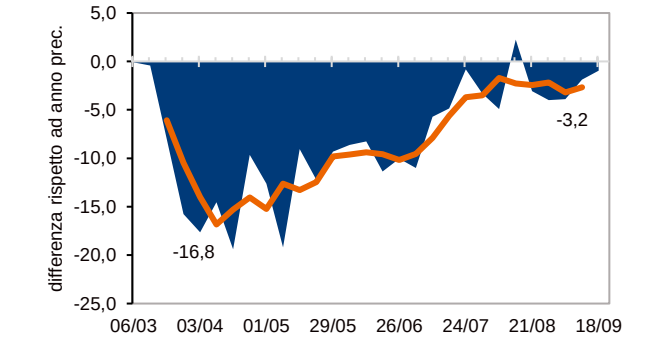
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



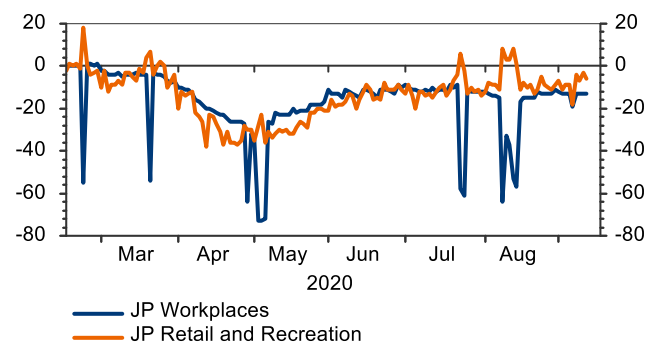
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Area Euro – consumi elettrici



Fonte: calcolato da Intesa Sanpaolo sulla base dei dati Entso-e e della correzione termica di Bruegel Institute. Media ponderata per il PIL della deviazione dei dati di consumo per Germania, Francia, Italia, Spagna e Belgio rispetto a un anno fa. La linea arancione è una media mobile di 4 settimane

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona** la settimana offrirà le prime indicazioni dalle indagini di fiducia di settembre. Le stime flash per i PMI dovrebbero indicare un PMI composito in correzione a 51,6 da 51,9 sulla scia di un dato più debole nei servizi rispetto all'indice manifatturiero, visto quasi stabile. In Germania, l'IFO è atteso in miglioramento, così come l'indice INSEE per il comparto manifatturiero e la fiducia delle imprese in Italia. Anche l'indice BNB, elaborato dalla Banca del Belgio, è visto in risalita nel mese. Infine, la stima flash del morale dei consumatori europei è vista in flessione. Le seconde letture dei PIL spagnolo e olandese per il 2° trimestre dovrebbero confermare le stime preliminari.

I dati macroeconomici in uscita negli **Stati Uniti** dovrebbero confermare lo scenario di ripresa diffusa. Il focus sarà sugli indici PMI flash per settembre, che dovrebbero essere in rialzo e mantenersi in territorio espansivo, sia per il manifatturiero sia per i servizi. Le vendite di case nuove ed esistenti dovrebbero confermare i trend solidi comuni a tutti gli indicatori del mercato immobiliare residenziale. Gli ordini di beni durevoli a luglio dovrebbero dare indicazioni moderatamente positive per gli investimenti in autunno.

Martedì 22 settembre

Area euro

- **Area euro.** La stima flash dell'**indice di fiducia dei consumatori**, elaborato dalla Commissione Europea, è attesa in lieve flessione a settembre, a -14,9 punti da -14,7 punti di agosto. L'indice dovrebbe rimanere al di sotto della media storica, ma lontano dai minimi registrati ad aprile (-22,0). L'indagine congiunturale di settembre potrebbe riflettere il timore di una risalita della curva dei contagi.
- **Italia**. La **revisione dei conti economici annuali** nazionali dovrebbe confermare che nel 2019 il PIL è cresciuto di 1,2% a prezzi correnti e di 0,3% a valori concatenati. I dati di finanza pubblica dovrebbero anch'essi confermare la prima lettura, con un disavanzo all'1,6% del PIL e un avanzo primario all'1,7%. Per il 2020, le nostre attuali stime vedono un PIL in calo di -9,5% e un deficit al 12,5%.

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** ad agosto sono previste in rialzo a 5,95 mln, da 5,86 mln di luglio, verso massimi da fine 2006. Le compravendite di case sono su livelli record da fine 2005 e puntano a ulteriori miglioramenti delle vendite anche nella seconda parte del 3° trimestre. Un limite alle vendite verrà dalla scarsità di scorte di case invendute, pari a 3,1 mesi di vendite, sui minimi storici da quando esiste la serie (nov. 1982). Le domande per nuovi mutui per l'acquisto di case restano elevate, sui massimi da fine 2008, e puntano a una continua espansione del settore immobiliare residenziale.

Mercoledì 23 settembre

Area euro

- **Area euro.** Ci attendiamo che la **stima flash** del **PMI manifatturiero** rimanga quasi stabile in settembre a 51,6, un decimo in meno del valore di agosto. Il **PMI servizi** è atteso in lieve flessione, a 50,3 da 50,5 precedente. Il **PMI composito** dovrebbe di conseguenza passare da 51,9 a 51,6. In sostanza, gli indici dovrebbero assestarsi in prossimità della soglia di 50, dopo i minimi storici toccati lo scorso aprile.
- **Spagna.** La stima finale del **PIL** nel 2° trimestre dovrebbe confermare il crollo di -18,5% t/t registrato dalla stima preliminare. La variazione tendenziale è attesa passare a -22,1% a/a, da -4,1% a/a del 1° trimestre 2020. Il contributo principale al calo, come nel 1° trimestre, dovrebbe arrivare dalla domanda interna (-16,6% t/t). Il settore che ha maggiormente sofferto in questo 1° trimestre dovrebbe essere senza dubbio quello dei servizi, con un calo previsto del -19,1% t/t, mentre l'industria registrerebbe una flessione del -18,5% t/t. Il 2020 potrebbe chiudersi con una flessione del PIL di -11,0%.

- **Paesi Bassi**. La seconda lettura del **PIL** del **2° trimestre** potrebbe rivedere marginalmente al rialzo la prima stima a -8,4% t/t da -8,5 t/t e a -9,1% a/a da -9,2% a/a. In ogni caso la revisione non impatterebbe sull'immagine complessiva già emersa di un crollo dei consumi e degli investimenti, accompagnato da un ampio contributo negativo del canale estero. Nel trimestre in corso prevediamo che il rimbalzo del PIL non sarà sufficiente a recuperare quanto perso nel 2° trimestre.

Stati Uniti

- Il **PMI Markit manifatturiero** a settembre (prelim.) dovrebbe aumentare a 55 da 53,1 di agosto, sui massimi da fine 2018. Gli indicatori dell'attività industriale si mantengono su un trend positivo, spinto soprattutto dal settore auto. Il **PMI dei servizi** a settembre è previsto in rialzo a 56 da 55 di agosto. I dati settimanali delle prenotazioni per alberghi e ristoranti e dei passaggi ai controlli degli aeroporti si mantengono su trend di graduale ma costante miglioramento e danno indicazioni di aumento delle attività aggregative.

Giovedì 24 settembre

Area euro

- **Francia**. L'indice di **fiducia INSEE** presso le **imprese manifatturiere** è visto in ulteriore miglioramento a settembre, stimiamo a 95 da 92,9 di agosto. Praticamente tutti i settori produttivi stanno registrando un'accelerazione dell'attività da luglio in poi e prevediamo che il trend continuerà anche a settembre, in linea con l'aumento del tasso di utilizzazione della capacità produttiva.
- **Germania**. L'indice **Ifo** è atteso in aumento a settembre a 94,3 da 92,6. Ci aspettiamo un miglioramento della situazione corrente a 90,8 da 87,9 e marginalmente anche della componente attese a 98,0 da 97,5. Il miglioramento delle condizioni produttive iniziato in estate dovrebbe proseguire anche in autunno, anche se più lentamente.
- **Belgio**. L'indice di **fiducia economica BNB** elaborato dalla Banca del Belgio è visto in avanzamento a settembre, stimiamo a -10 da -12. L'indice per il comparto manifatturiero dovrebbe registrare un nuovo aumento sulla scia della ripartenza del manifatturiero tedesco dopo la pausa estiva. Anche l'indice per il comparto edilizio è visto in miglioramento. L'indice generale non si è portato ancora in linea con la media storica.

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** ad agosto sono attese a 950 mila, da 901 mila di luglio. L'indice di fiducia dei costruttori di case ad agosto ha toccato il massimo storico per la serie, a 78, in linea con i trend solidi di tutte le variabili del settore immobiliare residenziale, dove l'attività sarà vincolata da limiti di offerta.

Venerdì 25 settembre

Area euro

- **Italia**. La **fiducia di famiglie e imprese** dovrebbe continuare ad evidenziare un recupero anche a settembre, dopo quello già visto nei mesi precedenti. Il morale dei consumatori è atteso a 101,5 da 100,8 precedente. Tra le aziende, la fiducia è attesa migliorare più nel manifatturiero (a 88 da 86,1) e nelle costruzioni che nei servizi e nel commercio al dettaglio; l'indice IESI elaborato dall'ISTAT è visto a 81,8 da 80,8 precedente.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** ad agosto (prelim.) sono previsti in aumento di 1,8 % m/m, dopo 11,2% m/m di luglio. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero aumentare di 0,5% m/m, dopo 2,4% m/m. Gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei dovrebbero mantenersi su un trend positivo, dopo 1,9% m/m di luglio. Le indagini di settore danno segnali di espansione, su ritmi più contenuti, degli ordini correnti e attesi.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (21 – 25)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	21/9	03:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	set	3.85	%		
		03:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	set	4.65	%		
Mar	22/9	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		ago	5.86	Mln	5.95	5.95
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	set	-14.7		-14.6	-14.9
Mer	23/9	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		set	47.2			
		06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T2	prel -8.5	%		-8.4
		08:00	GER	Fiducia consumatori		ott	-1.8			
		09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T2	prel -18.5	%		-18.5
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	set	51.5			52.0
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	set	49.8			51.5
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	set	52.5		53.0	53
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	set	52.2		52.8	52.5
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	set	51.7		51.9	51.6
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	set	51.9		51.7	51.6
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	set	50.5		51.0	50.3
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	set	55.2		54.0	
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	set	58.8		56.0	
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		lug	0.9	%		
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		set	54.6			
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	set	53.1			55
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	set	55.0			56
Gio	24/9	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	set	93			95
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		set	87.9		90.0	90.8
		10:00	GER	IFO (attese)		set	97.5		98.0	98
		10:00	GER	IFO	**	set	92.6		94.0	95.1
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		lug	4.44	Mld €		6.69
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	860	x1000		850
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	12.628	Mln		12.500
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		set	-12.0			-10
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	ago	0.901	Mln	0.875	0.950
Ven	25/9	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	ago	10.2	%	10.5	9.9
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		set	100.8			101.5
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	set	86.1			88
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	ago	2.6	%		0.5
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	ago	11.4	%	1.5	1.8

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

Calendario degli eventi (20 – 25)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Dom - Lun	20/9 - 21/9		ITA	**	Elezioni locali e referendum costituzionale
Lun	21/9	16:00	EUR		Discorso di Holzmann (BCE)
		18:00	USA		Discorso di Brainard (Fed)
Mar	22/9	09:30	GB		Discorso di Bailey (BoE)
		16:00	USA		Discorso di Evans (Fed)
		16:30	USA	*	Audizione di Powell di fronte alla commissione affari finanziari della Camera
Mer	23/9	15:00	USA		Discorso di Mester (Fed)
		16:00	USA	*	Audizione di Powell di fronte alla commissione Covid-19 della Camera
		17:00	USA		Discorso di Evans (Fed)
		18:00	USA		Discorso di Rosengren /Fed)
		20:00	USA		Discorso di Quarles (Fed)
		21:00	USA		Discorso di Daly (Fed)
Gio	24/9	01:50	GIA	*	BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di luglio
		10:00	EUR	*	La BCE pubblica il Bollettino Economico
		16:00	USA	*	Audizione di Powell (Fed), Mnuchin (Tesoro) alla commissione bancaria del Senato
		16:00	GB		Discorso di Bailey (BoE)
		18:00	USA		Discorso di Bullard (Fed)
		19:00	USA		Discorso di Evans (Fed)
			UE	*	Consiglio europeo straordinario
Ven	25/9	15:00	USA		Discorso di Williams (Fed)
		21:10	USA		Discorso di Williams (Fed)
			GB		Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

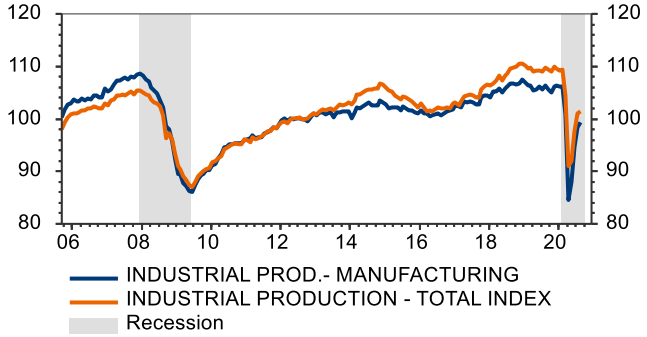
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Prezzi all'import m/m	ago	1.2	~~(0.7)~~	%	0.5	0.9
Indice Empire Manufacturing	set	3.70			6.00	+17.0
Produzione industriale m/m	ago	3.5	~~(3.0)~~	%	1.0	0.4
Impiego capacità produttiva	ago	71.1	~~(70.6)~~	%	71.4	71.4
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ago	1.3	~~(1.9)~~	%	0.9	0.7
Vendite al dettaglio m/m	ago	0.9	~~(1.2)~~	%	1.0	0.6
Scorte delle imprese m/m	lug	-1.1		%	0.1	0.1
Indice Mercato Immobiliare NAHB	set	78			78	83
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	lug	113.0		Mld $		+10.8
Richieste di sussidio	settim	893	~~(884)~~	x1000	850	860
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	13.544	~~(13.385)~~	Mln	13.000	12.628
Licenze edilizie	ago	1.483		Mln	1.520	1.470
Nuovi cantieri residenziali	ago	1.492	~~(1.496)~~	Mln	1.478	1.416
Indice Philadelphia Fed	set	17.2			15.0	15.0
Saldo partite correnti	T2	-104.2		Mld $	-157.9	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	set	74.1			75.0	
Indice anticipatore m/m	ago	1.4		%	1.3	

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

La **produzione industriale** ad agosto aumenta di 0,4% m/m (-7,7% a/a), segnando il quarto rialzo consecutivo. Nonostante la ripresa di attività, l'output resta inferiore al livello precedente la pandemia di -7,3%. L'aumento complessivamente contenuto risente degli effetti dell'uragano Laura sull'estrattivo. Nel manifatturiero, la produzione sale di 1% m/m, con indicazioni di rallentamento del ritmo di ripresa dell'attività, in parte collegato alla frenata del settore auto (-3,7% m/m), dopo diversi mesi di incrementi solidi (+31,7% m/m a luglio). Il livello di output rimane di -6,7% al di sotto di quello di febbraio. Come indicato anche dalle indagini, l'offerta nel manifatturiero è inferiore alla domanda (come evidente dal calo di scorte) e si trasmette in pressioni verso l'alto dei prezzi. L'estrattivo e le utility contribuiscono negativamente al risultato complessivo, con contrazioni di -2,5% m/m (per via del freno dovuto agli uragani) e di –0,4% m/m, rispettivamente.

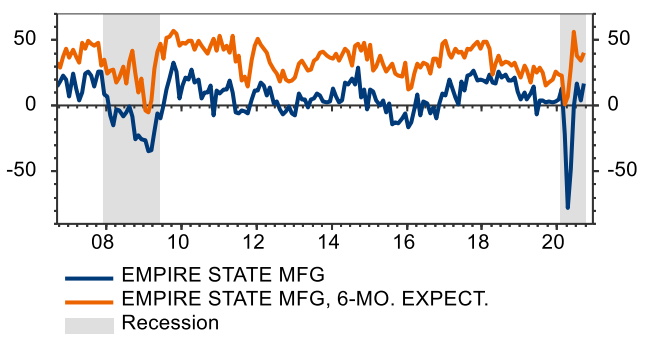
L'indice **Empire della NY Fed** a settembre (risposte raccolte fra il 2 e il 9 settembre) segna un aumento solido, a 17 da 4 di agosto. Fra le varie componenti, si registra un netto incremento delle consegne (a 14,1) e un rialzo modesto degli ordini (a 7,1), mentre l'occupazione è poco variata. Le aspettative a 6 mesi migliorano di 6 punti, salendo a 40,3, con rafforzamenti attesi per ordini, consegne e occupazione. Anche i piani di investimento sono in rialzo, con segnali moderatamente incoraggianti per la spesa in conto capitale nel prossimo trimestre.

Stati Uniti – produzione industriale e manifatturiera



Fonte: FRB

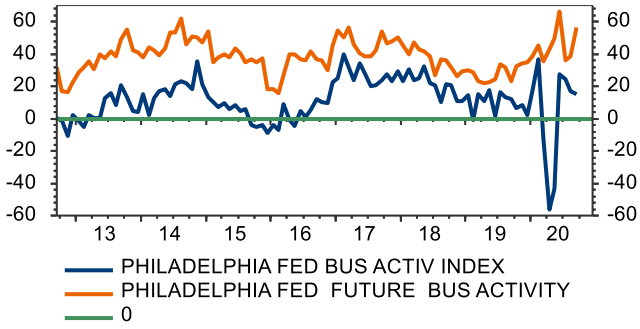
Stati Uniti – Indice della New York Fed



Fonte: NY Fed

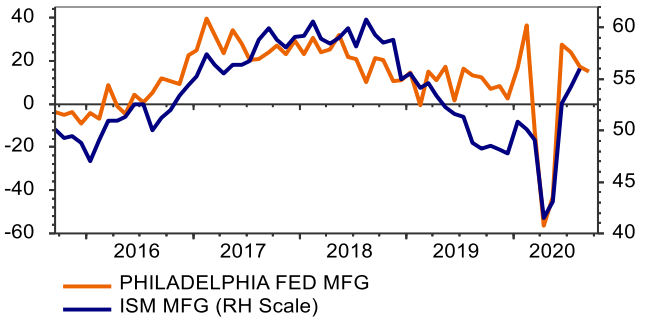
L'indice della **Philadelphia Fed** a settembre cala a 15 da 17 di agosto, con segnali di prosecuzione della crescita dell'attività. L'indice dei nuovi ordini è in rialzo a 25,5 da 19 (con il 42% delle imprese che riportano aumenti, a fronte del 16% che riportano correzioni). Anche le consegne e l'occupazione sono in miglioramento (a 36,6 da 9,4 e a 15,7 da 8,7, rispettivamente). Gli indici di prezzo, sia pagati, sia ricevuti, si rafforzano indicando la riduzione di rischi di disinflazione. Le aspettative a sei mesi migliorano, con l'indice di attività in rialzo di 18 punti a 56,6, e aumenti moderati per gli indici degli ordini, delle consegne, dell'occupazione e della spesa in conto capitale. Le domande speciali del mese riguardano i piani di produzione per il 3° e il 4° trimestre. Il 51% delle imprese riporta aumento di produzione nel 3° trimestre, contro il 40% che riporta riduzione. Il livello di attività rimane all'85% di quello precedente la pandemia. Le aspettative per il 4° trimestre sono incoraggianti, con il 62% delle imprese che prevede di aumentare l'output rispetto all'estate; di queste, l'11% intende aumentare l'organico. Complessivamente l'indagine è positiva, e dà indicazioni di proseguimento della crescita del settore nel 4° trimestre. La locomotiva della domanda però è trainata dai consumi, che dipendono in parte dall'evoluzione della politica fiscale. Per questo la possibile riapertura dei negoziati su un nuovo pacchetto di stimolo sarà cruciale per l'evoluzione del ciclo USA.

L'indagine della Philadelphia Fed dà indicazioni positive per il settore manifatturiero…



Fonte: Refinitiv Datastream

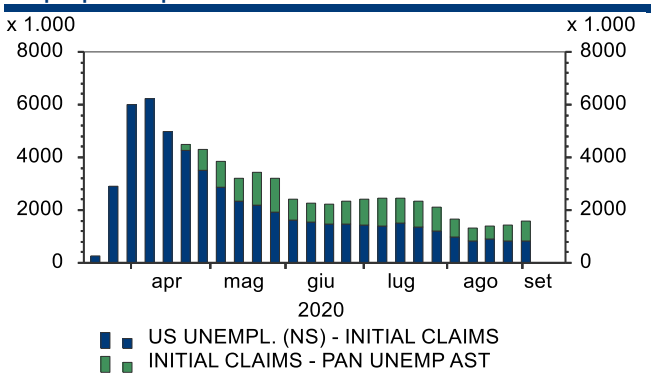
…e per l'ISM



Fonte: Refinitiv Datastream

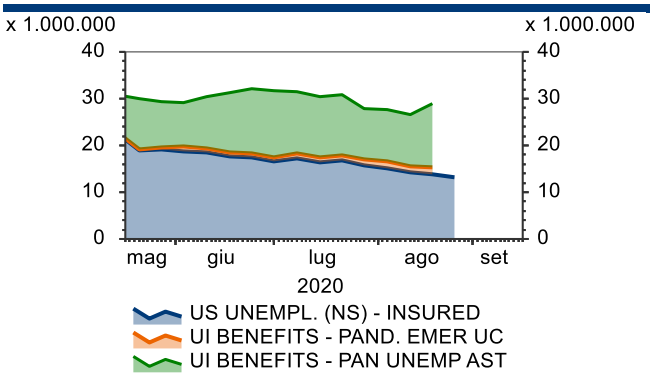
Le **richieste di nuovi sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 12 settembre calano a 860 mila da 893 mila della settimana precedente. I dati non destagionalizzati correggono a 790 mila (-75974) rispetto alla prima settimana di settembre. A questi, si aggiungono 658737 richieste iniziali per la Pandemic Unemployment Assistance, con un totale di richieste per 1,448 mln. I **sussidi statali esistenti** nella settimana conclusa il 5 settembre sono in flessione a 12,268 mln (-916 mila) da fine agosto. In termini grezzi, i sussidi esistenti calano di 1 mln a 12,321 mln. I sussidi esistenti erogati con i fondi federali nella settimana conclusa il 29 agosto sono poco variati e lasciano il **totale dei sussidi esistenti intorno a 29 mln, confermando che le risorse inutilizzate o sottoutilizzate sul mercato del lavoro restano ingenti**.

Nuove richieste di sussidi di disoccupazione a metà settembre sempre poco sopra 1 mln…



Fonte: Refinitiv Datastream

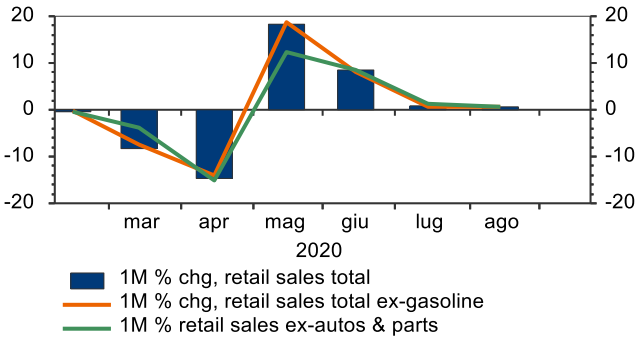
…mentre i sussidi esistenti restano vicini a 29 mln a fine agosto



Fonte: Refinitiv Datastream

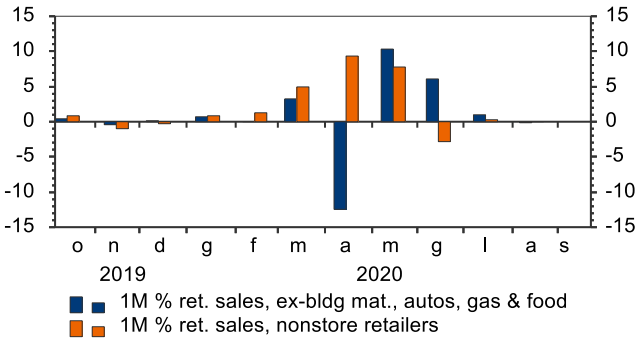
Le **vendite al dettaglio** ad agosto sono in rialzo di 0,6% m/m (2,6% a/a), dopo 0,9% m/m di luglio. Il dato di luglio è rivisto verso il basso a 0,9% m/m da 1,2% m/m. le vendite al netto delle auto aumentano di 0,7% m/m, con le auto in rialzo di 0,2% m/m. Nonostante il rallentamento della dinamica delle vendite, i dati sono complessivamente positivi, con aumenti diffusi in gran parte dei principali segmenti: arredamento (2,1% m/m), materiali da costruzione (2% m/m, parte degli investimenti residenziali), sanità e cura della persona (0,8% m/m), abbigliamento (2,9% m/m). Il calo delle vendite di attrezzatura sportiva e di alimentari riflette probabilmente una parziale normalizzazione dell'attività. Il ruolo del canale di vendita online continua a crescere (22,4% a/a), contro vendite presso gli esercizi commerciali in rialzo di 5,1% a/a. Il quadro dei consumi nel 3° trimestre rimane solido, grazie all'ampio risparmio accumulato nei mesi scorsi, e in linea con una variazione attesa intorno a 38% t/t ann., nonostante l'interruzione dell'integrazione federale ai sussidi di disoccupazione. In assenza di nuovo stimolo fiscale, la dinamica dei consumi sarà in rallentamento significativo dal 4° trimestre in poi.

Vendite al dettaglio in rialzo di 0,6% m/m ad agosto



Fonte: Refinitiv Datastream

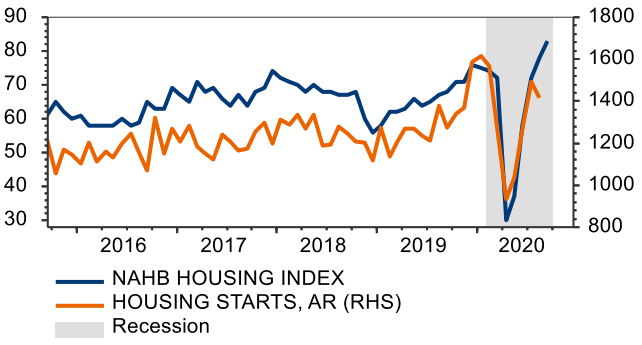
Normalizzazione delle vendite online



Fonte: Refinitiv Datastream

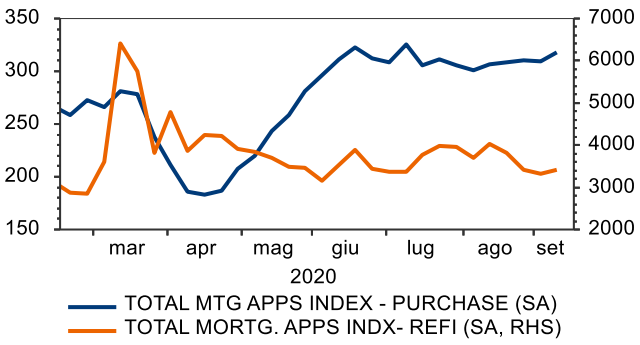
I nuovi **cantieri residenziali** ad agosto hanno sorpreso verso il basso, con un calo a 1,416 mln da 1,492 mln. La correzione è concentrata nel comparto delle unità multifamiliari (a 395 mila da 511 mila), mentre le unità monofamiliari hanno registrato un ulteriore incremento, a 1,02 mln da 981 mila. Anche le **licenze** hanno evidenziato un calo (a 1,47 mln), con una disaggregazione analoga a quella dei cantieri, caratterizzata da un significativo rialzo per le unità monofamiliari e da flessione di quelle multifamiliari, tipicamente più volatili. Nel segmento unifamiliare, pari a circa due terzi del totale, i nuovi cantieri e le licenze sono al di sopra dei livelli pre-pandemia, e si mantengono su un trend espansivo, confermando le prospettive favorevoli del settore dell'edilizia residenziale.

Nuovi cantieri in modesta flessione ad agosto, ma nel comparto monofamiliare la crescita prosegue



Fonte: Refinitiv Datastream

Le richieste di nuovi mutui per l'acquisto di case restano su livelli record



Fonte: Refinitiv Datastream

Giappone

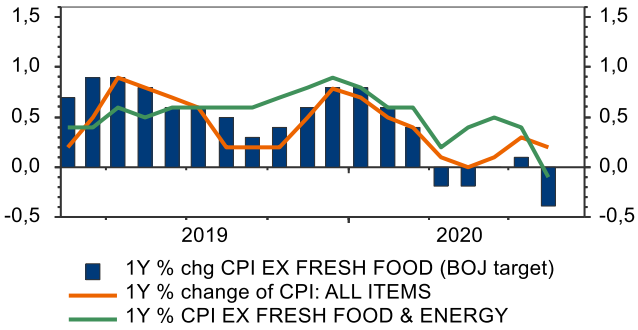
Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m finale	lug	8.0		%		8.7
Bilancia commerciale	ago	10.9	~~(11.6)~~	Mld ¥ JP	-37.5	+248.3
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	ago	0.0		%	-0.4	-0.4
CPI (naz.) a/a	ago	0.3		%		+0.2

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

La **produzione industriale** a luglio aumenta di 8,7% m/m, in rialzo rispetto al dato preliminare (8% m/m). Le **consegne** sono in rialzo di 6,6% m/m e le **scorte** calano di -1,5% m/m, con indicazioni positive per l'espansione dell'attività nel 3° trimestre. Il PIL dovrebbe essere in rialzo di 4% t/t in estate dopo -7,8% t/t nel 2° trimestre.

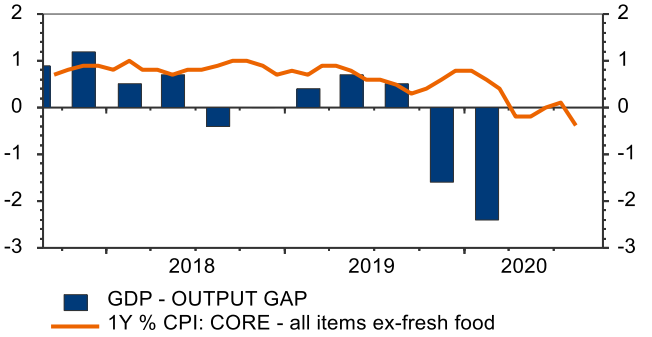
Il **CPI** ad agosto aumenta di 0,2% a/a (-0,1% m/m). L'indice al netto degli alimentari freschi, obiettivo della BoJ, cala di -0,45 a/a (-0,4% m/m); al netto di alimentari freschi ed energia, l'inflazione è a -0,1% a/a (-0,5% m/m). Su base mensile, i beni hanno prezzi in rialzo di 0,6% m/m, a fronte di una variazione di -0,3% m/m per i servizi, determinata dalla riduzione nel comparto "cultura e ricreazione" (-1,6% m/m). Le uniche voci in rialzo sono gli alimentari e i trasporti; in tutti gli altri segmenti i prezzi sono in calo (abbigliamento -1,1% m/m, sanità -0,1% m/m, istruzione -0,1% m/m). L'ampliamento dell'output gap mette pressioni verso il basso sui prezzi e la debolezza dell'attività nei servizi ricreativi frena ulteriormente l'inflazione. La BoJ resta senza spazio di manovra e potrà reagire solo indirettamente, assecondando l'espansione fiscale attesa con maggiori acquisti di JGB in caso comparissero pressioni verso l'alto sui rendimenti a lungo termine.

La debolezza dell'inflazione persiste



Fonte: Refinitiv Datastream

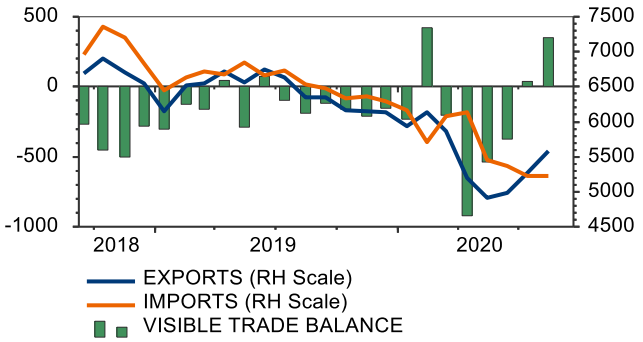
L'ampio output gap mette pressione verso il basso sull'inflazione



Fonte: Refinitiv Datastream, output gap: stima Cabinet Office

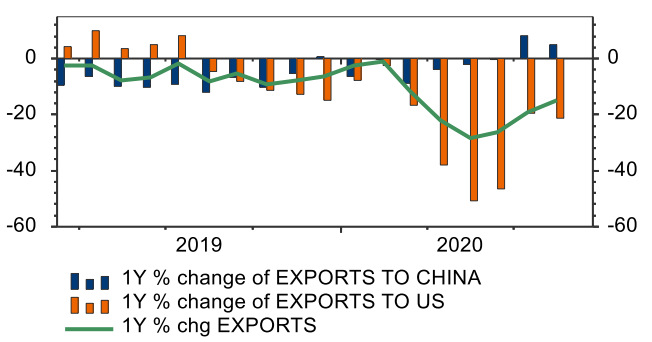
La **bilancia commerciale** ad agosto (prelim.) segna una svolta positiva, con un saldo di 248 mld di yen, contro attese di consenso per un deficit di -37,5 mld. In termini destagionalizzati, il saldo è di 350,6 mld, in aumento da 41,2 mld di luglio. I dati destagionalizzati mostrano una ripresa solida dell'export (+5,9% m/m) contro una quasi-stagnazione delle importazioni (+0,1% m/m). I dati segnalano che il canale estero potrebbe tornare a contribuire positivamente alla crescita giapponese nel 3° trimestre, dopo anni di saldi negativi, grazie alla ripresa dei flussi verso la Cina.

Il saldo commerciale giapponese è positivo per il secondo mese consecutivo…



Fonte: Refinitv Datastream

…grazie alla ripresa dei flussi verso la Cina



Fonte: Refinitv Datastream

Area euro

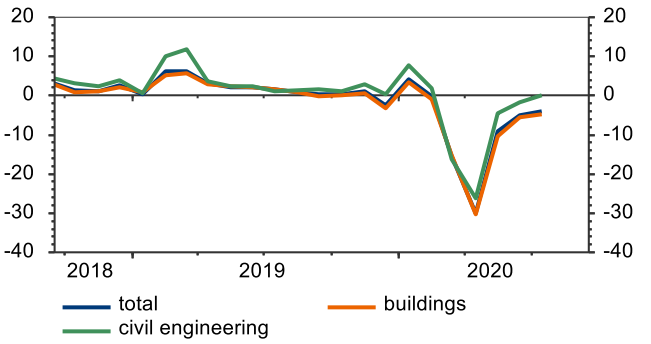
Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	lug	9.5	~~(9.1)~~	%	4.0	4.1
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T2	3.7	~~(3.4)~~	%		4.2
EUR	CPI a/a finale	ago	-0.2		%	-0.2	-0.2
EUR	CPI m/m finale	ago	-0.4		%	-0.4	-0.4
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	ago	0.6		%	0.6	0.6
FRA	IPCA m/m finale	ago	-0.1		%	-0.1	-0.1
FRA	IPCA a/a finale	ago	0.2		%	0.2	0.2
FRA	CPI m/m Ex Tob	ago	0.4		%		-0.1
GER	ZEW (Sit. corrente)	set	-81.3			-72.0	-66.2
GER	ZEW (Sentiment econ.)	set	71.5			69.8	77.4
GER	PPI a/a	ago	-1.7		%	-1.4	-1.2
GER	PPI m/m	ago	0.2		%	-0.1	0.0
ITA	IPCA a/a finale	ago	-0.5		%	-0.5	-0.5
ITA	IPCA m/m finale	ago	-1.3		%	-1.3	-1.3
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	ago	0.3		%	0.3	0.3
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	ago	-0.5		%	-0.5	-0.5
ITA	Bilancia commerciale (EU)	lug	+1.552	~~(1.557)~~	Mld €		+3.007
ITA	Bilancia commerciale (totale)	lug	+6.228	~~(6.232)~~	Mld €		+9.694
ITA	Ordini all'industria a/a	lug	-11.6	~~(-11.8)~~	%		-7.2
ITA	Fatturato industriale a/a	lug	-16.4		%		-8.1
ITA	Ordini all'industria m/m	lug	+23.7	~~(23.4)~~	%		+3.7
ITA	Fatturato industriale m/m	lug	+13.6	~~(13.4)~~	%		+8.1

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

Area euro. La **stima finale** di agosto indica un crollo dell'**inflazione** a -0,2% a/a da +0,4% a/a di luglio, in linea con il dato preliminare. La discesa è dovuta, principalmente, al calo della domanda e alla riduzione dell'IVA in Germania. L'indice *core* BCE (al netto di alimentari ed energia) ha segnato un rallentamento allo 0,6% a/a dall'1,3% precedente. Sul mese, l'indice generale ha subito una flessione del -0,4% m/m; calano i listini alimentari (-0,4% m/m e +2,3% a/a), mentre i prezzi dell'energia registrano una stagnazione (0,0% m/m e -7,8% a/a). L'inflazione dovrebbe mantenersi su valori bassi nei prossimi mesi, anche se permangono rischi al rialzo.

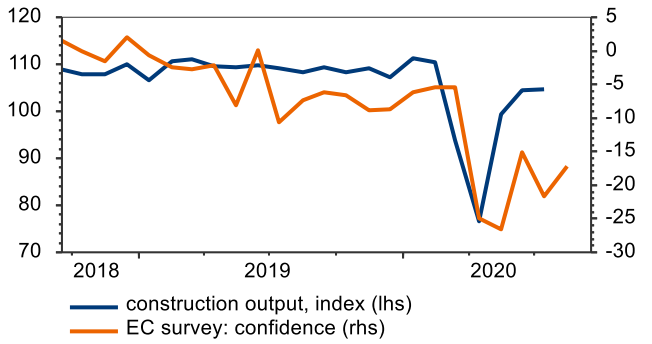
Area euro. La produzione nelle **costruzioni** è cresciuta di 0,2% m/m in luglio, restando comunque sotto i livelli di un anno prima (3,8%). L'attività edile è più robusta nel campo dell'ingegneria civile (+1,1% m/m, +0,4% a/a) che nella costruzione di edifici (0% m/m e -4,3% a/a). Il clima di fiducia nel settore ha smesso di migliorare nei mesi estivi, fermandosi ben sotto i livelli pre-crisi in tutti i maggiori Paesi dell'area euro.

Area euro: produzione nelle costruzioni per comparto (a/a, %)



Fonte: Eurostat

Area euro: il clima di fiducia nelle costruzioni resta depresso

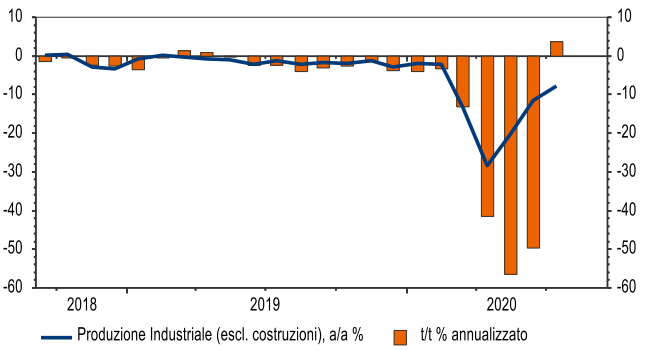


Fonte: Eurostat e Commissione Europea

Area euro. Il **costo orario del lavoro** è cresciuto del **4,2% a/a** nel 2° trimestre 2020, in accelerazione rispetto al 3,7% del 1° trimestre. L'incremento è trainato dalla componente salariale (+5,2%), che riflette un calo delle ore lavorate superiore rispetto a quello dei salari corrisposti ai lavoratori, e soltanto in parte compensato dal sostegno pubblico. In effetti, la maggiore crescita si registra in settori, come "servizi di ristorazione e alloggio" (+13,5%) o "arti, intrattenimento e attività ricreative" (+12,5%) che hanno subito la massima contrazione dell'attività. Gli stessi comparti evidenziano una forte flessione della componente non-salariale (contributi sociali e imposte sul lavoro meno sussidi): rispettivamente -20,2% a/a e -15,2% a/a, contro una media aggregata di +0,8% a/a. Nel 3° trimestre si osserverà un netto rallentamento del tasso di crescita del costo orario del lavoro, connesso alla ripresa dell'attività produttiva.

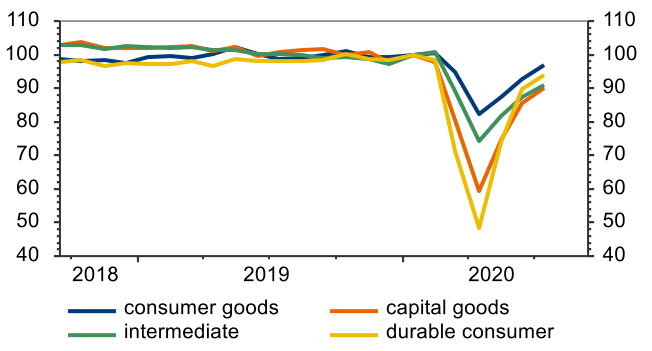
Area euro. La **produzione industriale** a luglio ha registrato un aumento del +4,1% m/m, dopo il +9,5% di giugno (rivisto al rialzo da +9,1%). A livello settoriale, il balzo più ampio si è avuto per i beni di investimento (+5,3% m/m), seguiti dai beni non durevoli (+4,7% m/m), dai beni intermedi (+4,2% m/m) e non durevoli (+3,9% m/m) e dall'energia (+1,1% m/m). Lo spaccato per paesi vede Spagna (+9,4% m/m) e Italia (+7,4% m/m) registrare un aumento della produzione ben al di sopra della media dell'Eurozona, mentre la produzione industriale in Germania e Francia è cresciuta rispettivamente del +2,4% m/m e +3,8% m/m. La variazione annua è passata a -7,7% a/a da -12% precedente. Un ulteriore salto, anche se in misura ridotta, dovrebbe vedersi ad agosto come indicato dalle indagini congiunturali per l'area euro. Stimiamo una contrazione di -9,3% nel 2020.

Area Euro: la produzione industriale segna un ulteriore recupero a luglio



Fonte: Refinitiv Datastream

Il divario rispetto ai livelli pre-crisi si riduce al 3% per i produttori di beni di consumo, ma resta del 9-10% per intermedi e beni di investimento



Nota: gennaio 2020=100. Fonte: Refinitiv Datastream

Germania. L'indice **ZEW** di **fiducia economica** di settembre è balzato contrariamente alle attese a 77,4 da 71,5; la media mobile trimestrale è salita a 69,4 da 64,7, confermando il trend di miglioramento in atto già da aprile. La valutazione della **situazione corrente** è migliorata anch'essa, con l'indice in rialzo a -66,2 da -81,3; anche qui la media mobile a tre mesi conferma che il trend è stabilmente in risalita. Dall'indagine emerge comunque che il 25% degli operatori ritiene che il 4° trimestre vedrà una frenata del PIL rispetto al trimestre precedente. Gli utili delle aziende sono valutati come in generalizzato recupero, eccezion fatta per il settore bancario e quello dell'acciaio; le prospettive del giro d'affari per le aziende esportatrici rimangono inferiori alla media storica. Le prospettive a sei mesi per il settore bancario, infine, destano particolare timore tra gli operatori a causa di una possibile ondata futura di fallimenti di piccole e medie imprese che attualmente mostrano già difficoltà di cassa. Sebbene il rialzo di entrambi gli indici sembri suggerire un clima complessivamente positivo, dal dettaglio dell'analisi emerge che gli operatori mantengono una valutazione cauta per lo scenario futuro.

Italia. La **seconda stima sui prezzi al consumo** di agosto ha confermato la lettura preliminare ovvero un'inflazione in calo a -0,5% sia sull'indice domestico che su quello armonizzato (i prezzi sono saliti di tre decimi sul NIC e calati di -1,3% m/m sull'IPCA). Anche l''"inflazione di fondo" dovrebbe essere confermata, a 0,3% (da 0,4% di luglio). Nel mese si sono avuti rincari stagionali nei servizi relativi ai trasporti e nei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona, solo in parte compensati dai ribassi sugli alimentari. In prospettiva, vediamo un'inflazione poco variata da qui a fine anno. Il CPI potrebbe chiudere il 2020 con una variazione marginalmente negativa, e registrare una media annua solo lievemente positiva nel 2021.

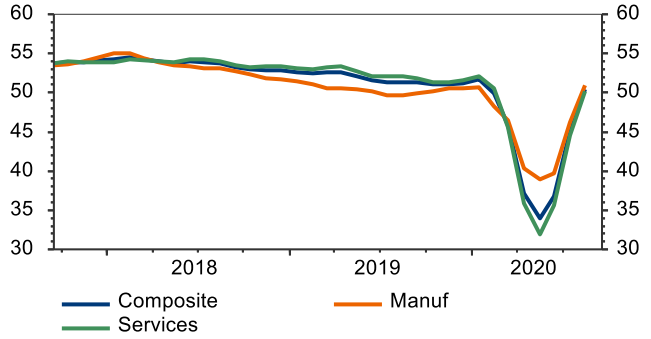
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale a/a	ago	4.8	%	5.1	+5.6
Produzione industriale cumulata a/a	ago	-0.4	%		0.4
Vendite al dettaglio cumulate a/a	ago	-10.44	%		-9.21
Vendite al dettaglio a/a	ago	-1.1	%	0.0	+0.5
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	ago	-1.6	%	-0.4	-0.3

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

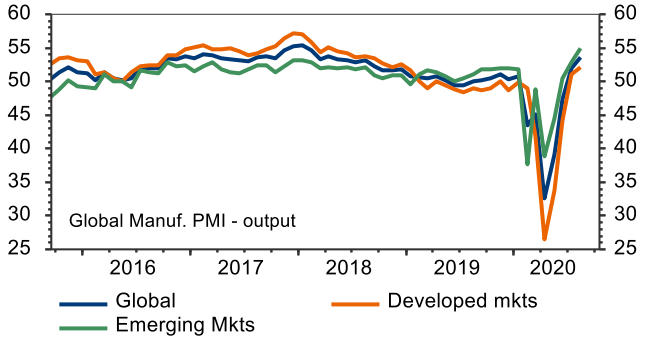
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



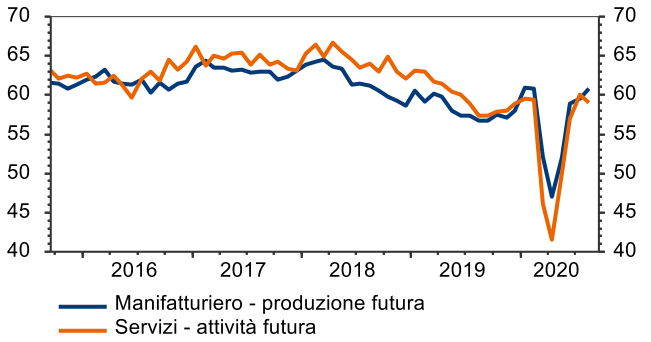
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



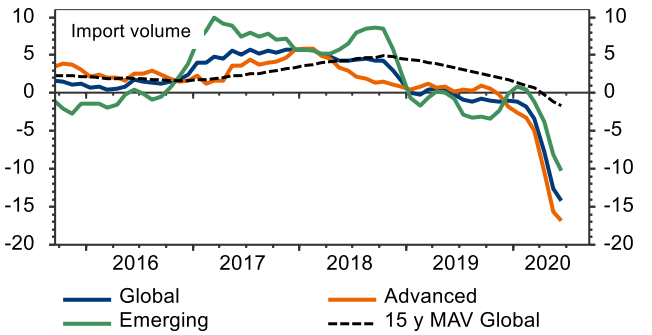
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



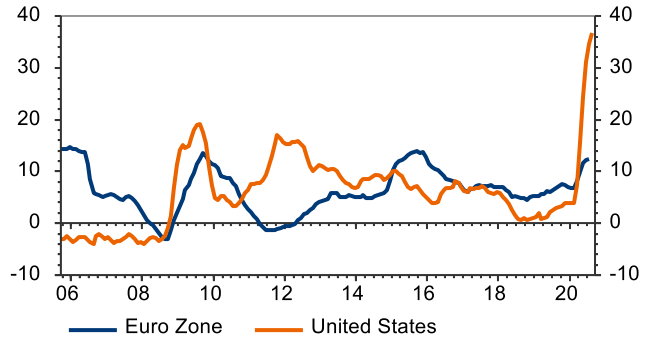
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



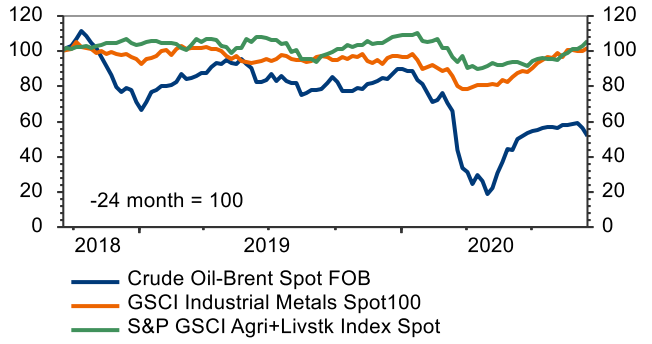
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

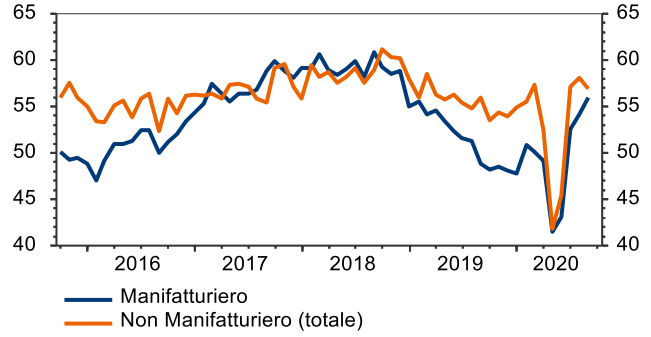
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

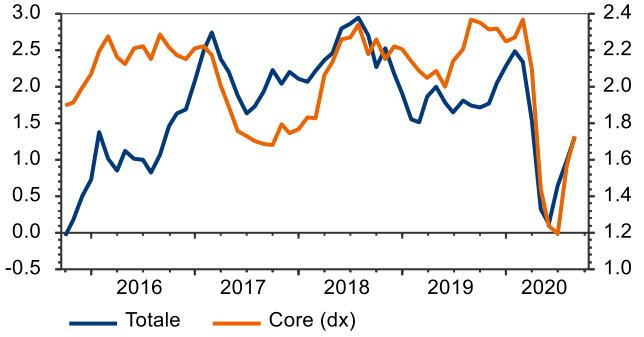
Stati Uniti

Indagini ISM



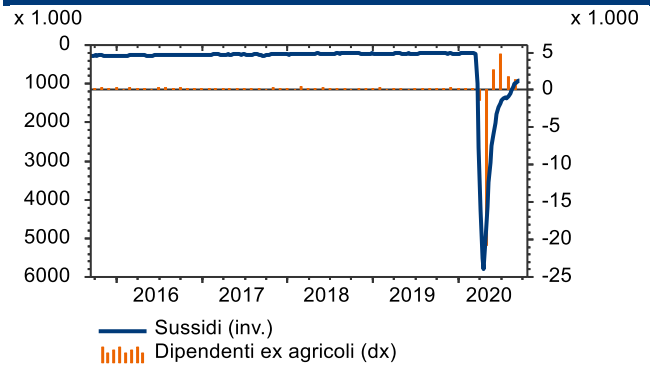
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



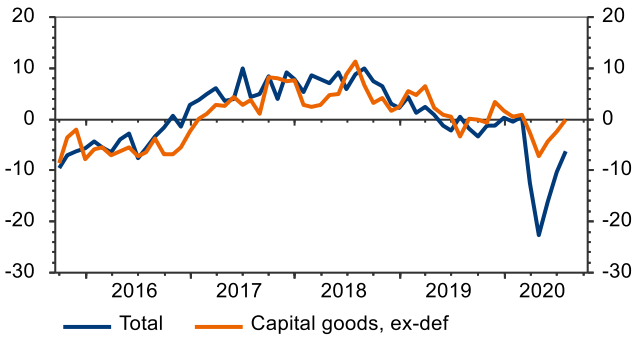
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

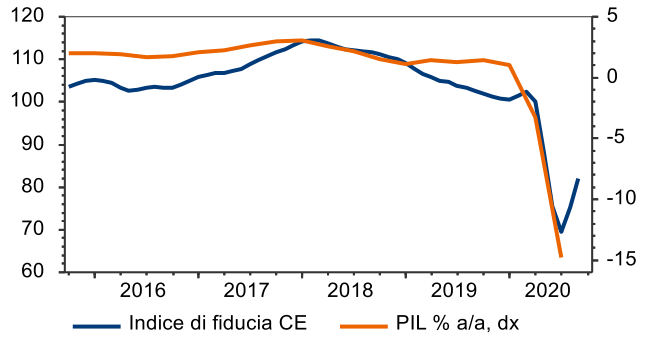
Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019			2020				2021
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti,a/a)	**2.2**	-4.1	3.4	**2.0**	**2.1**	**2.3**	**0.3**	**-9.1**	-4.1	-3.4	-1.4
- trim./trim. annualizzato				**1.5**	**2.6**	**2.4**	**-5.0**	**-31.7**	27.2	5.4	3.3
Consumi privati	**2.4**	-4.5	4.5	**3.7**	**2.7**	**1.6**	**-6.9**	**-34.1**	33.5	7.5	4.2
IFL - privati non residenziali	**2.9**	-6.6	0.7	**0.0**	**1.9**	**-0.3**	**-6.7**	**-26.0**	0.8	3.1	4.7
IFL - privati residenziali	**-1.7**	1.9	5.8	**-2.1**	**4.6**	**5.8**	**19.0**	**-37.9**	34.1	21.0	3.5
Consumi e inv. pubblici	**2.3**	2.2	1.1	**5.0**	**2.1**	**2.4**	**1.3**	**2.8**	2.3	1.2	1.2
Esportazioni	**-0.1**	-17.9	-3.5	**-4.5**	**0.8**	**3.4**	**-9.5**	**-63.2**	3.2	2.5	3.5
Importazioni	**1.1**	-18.2	-2.5	**1.7**	**0.5**	**-7.5**	**-15.0**	**-54.0**	-7.2	5.2	5.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.0**	-1.4	-0.2	**-1.1**	**-0.1**	**-0.9**	**-1.7**	**-4.3**	0.8	-0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	**-2.2**	-2.7	-2.7								
Deficit Pubblico (% PIL)	**-7.1**	-16.7	-8.4								
Debito pubblico (% PIL)	**135.4**	159.7	159.4								
CPI (a/a)	**1.8**	1.2	2.2	**1.8**	**1.8**	**2.0**	**2.1**	**0.4**	1.2	1.1	1.3
Produzione Industriale	**0.9**	-7.5	4.3	**-0.6**	**0.3**	**0.1**	**-1.7**	**-13.2**	8.2	1.4	1.0
Disoccupazione (%)	**3.7**	8.5	7.5	**3.6**	**3.6**	**3.5**	**3.8**	**13.0**	8.7	8.4	8.1

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters. Per il 2° trimestre si ipotizza uno shutdown circa al 50% per un mese, al 25% per un altro mese e il ritorno ad attività normale nel terzo.

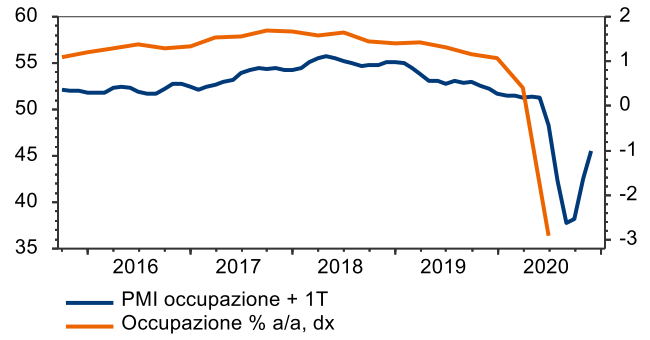
Area euro

PIL



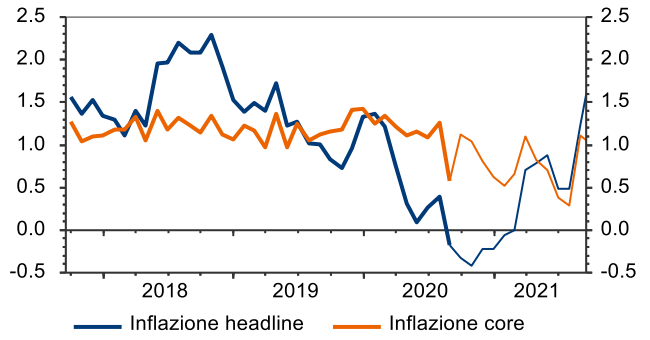
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2019	2020	2021
gennaio	**1.4**	**1.4**	-0.1
febbraio	**1.5**	**1.2**	0.0
marzo	**1.4**	**0.7**	0.7
aprile	**1.7**	**0.3**	0.8
maggio	**1.2**	**0.1**	0.9
giugno	**1.3**	**0.3**	0.5
luglio	**1.0**	**0.4**	0.5
agosto	**1.0**	**-0.2**	1.2
settembre	**0.8**	-0.3	1.8
ottobre	**0.7**	-0.4	1.8
novembre	**1.0**	-0.2	1.8
dicembre	**1.3**	-0.2	1.8

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020						2021
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	**1.3**	-8.2	5.9	**1.2**	**1.4**	**1.0**	**-3.2**	**-14.7**	-8.6	-6.0	-0.8
- t/t				**0.1**	**0.3**	**0.1**	**-3.7**	**-11.8**	7.5	2.9	1.6
Consumi privati	**1.3**	-7.5	7.6	**0.2**	**0.4**	**0.1**	**-4.5**	**-12.4**	10.0	6.1	0.8
Investimenti fissi	**5.6**	-10.9	3.7	**6.4**	**-5.1**	**5.7**	**-5.2**	**-17.0**	8.7	1.4	1.8
Consumi pubblici	**1.8**	-1.0	1.9	**0.4**	**0.6**	**0.3**	**-0.7**	**-2.6**	1.9	0.4	0.6
Esportazioni	**2.5**	-12.5	6.1	**0.2**	**0.6**	**0.0**	**-3.9**	**-18.8**	9.4	4.4	2.0
Importazioni	**4.0**	-10.3	5.0	**3.6**	**-2.3**	**2.2**	**-3.2**	**-18.0**	9.5	4.1	1.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.5**	-0.1	0.0	**0.1**	**-0.2**	**-0.3**	**0.5**	**0.1**	-0.2	-1.0	0.3
Partite correnti (% PIL)	**2.7**	2.1	2.3								
Deficit pubblico (% PIL)	**-0.6**	-8.9	-4.9								
Debito pubblico (% PIL)	**86.0**	102.7	98.8								
Prezzi al consumo (a/a)	**1.2**	0.2	1.0	**1.4**	**1.0**	**1.0**	**1.1**	**0.2**	0.0	-0.3	0.2
Produzione industriale (a/a)	**-1.3**	-9.3	5.5	**-1.3**	**-1.6**	**-2.0**	**-6.1**	**-20.2**	-6.8	-4.2	0.2
Disoccupazione (%)	**7.6**	7.9	8.5	**7.6**	**7.5**	**7.4**	**7.3**	**7.5**	8.1	8.6	8.7
Euribor 3 mesi	**-0.36**	-0.41	-0.47	**-0.32**	**-0.40**	**-0.40**	**-0.41**	**-0.30**	-0.47	-0.47	-0.47

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

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

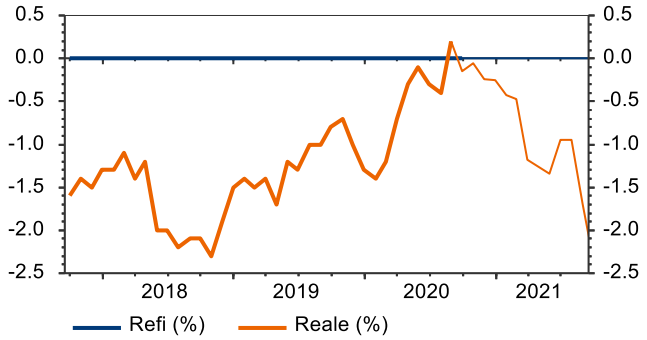
	dic	mar	giu	17/9	set	dic	mar	giu
Refi	0.00	0.00	0.00	**0.00**	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.44	-0.42	-0.51	**-0.53**	-0.49	-0.49	-0.49	-0.48
Euribor 3m	-0.38	-0.36	-0.42	**-0.50**	-0.47	-0.48	-0.47	-0.46

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

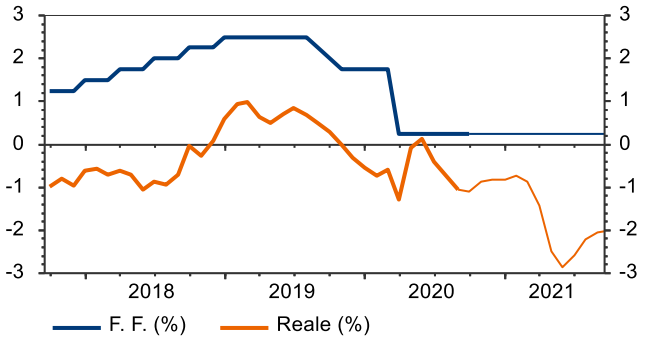
Stati Uniti

	dic	mar	giu	17/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	1.75	0.25	0.25	**0.25**	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	1.91	1.45	0.30	**0.23**	0.23	0.22	0.23	0.22

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

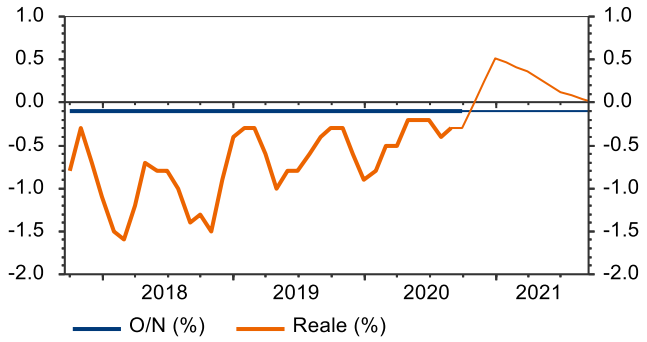
	dic	mar	giu	17/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	**-0.10**	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.05	-0.05	**-0.10**	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

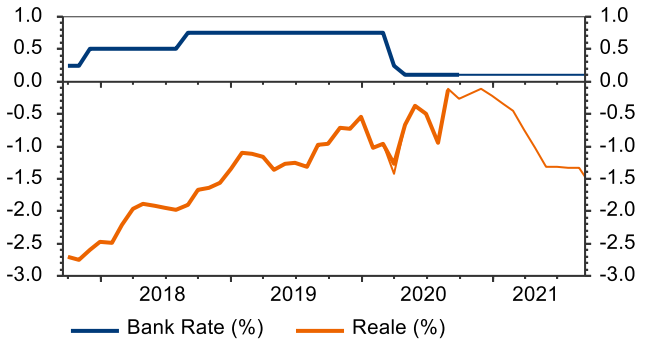
Regno Unito

	dic	mar	giu	17/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	0.75	0.10	0.10	**0.10**	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.79	0.60	0.14	**0.05**	0.05	0.05	0.05	0.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	18/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	1.11	1.09	1.12	1.19	**1.1857**	1.19	1.20	1.18	1.16	1.18
USD/JPY	112	108	108	107	105	**104.43**	104	106	108	112	114
GBP/USD	1.32	1.25	1.18	1.24	1.32	**1.2981**	1.30	1.28	1.25	1.30	1.35
EUR/CHF	1.12	1.10	1.05	1.07	1.08	**1.0771**	1.07	1.05	1.06	1.10	1.15
EUR/JPY	131	120	118	120	126	**123.84**	124	127	127	130	135
EUR/GBP	0.89	0.89	0.92	0.90	0.90	**0.9132**	0.91	0.93	0.94	0.89	0.87

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

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

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com