

Weekly Economic Monitor

Il punto

La **Banca Centrale Europea** ha preparato il terreno a un nuovo allentamento della politica monetaria, che sarà probabilmente annunciato alla riunione di dicembre. Le nuove misure includeranno sicuramente un potenziamento del PEPP, ma la presidente Lagarde ha menzionato la possibilità di un annuncio strutturato, che interesserà più strumenti contemporaneamente.

Elezioni USA: ultima chiamata! Biden favorito, Senato ancora incerto, Camera probabilmente democratica. Tempi lunghi e turbolenti per la certificazione dei risultati. Redistribuzione ed espansione fiscale con un governo tutto democratico, misure più contenute con Biden e un Congresso diviso, stimolo modesto e inefficace con una presidenza Trump.

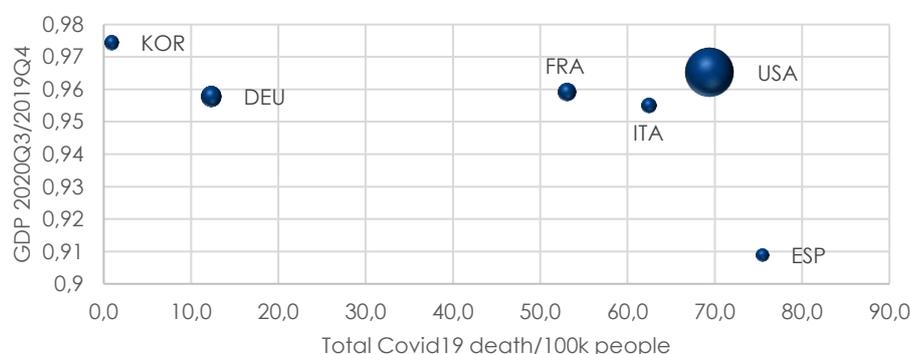
Riunione FOMC eclissata dalle elezioni. Il Comitato dovrebbe lasciare la politica monetaria invariata, sottolineando i rischi derivanti dal peggioramento del quadro sanitario e dal mancato rinnovo delle misure di sostegno fiscale. La novità principale potrebbe essere il riferimento al dibattito in corso sul **programma di acquisto titoli**, in attesa di possibili modifiche entro dicembre.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, le vendite al dettaglio sono attese in calo, pur restando sopra i livelli pre-COVID. Il dato sulla produzione industriale tedesca di settembre dovrebbe evidenziare un forte rimbalzo, coerente con quanto emerso dalle indagini di settore, dopo la battuta d'arresto di agosto. La seconda stima sui PMI di ottobre confermerà un'economia a due velocità: da un lato, continua la ripresa nel manifatturiero e, dall'altro, cresce il ritmo di contrazione nel settore dei servizi.

La prossima settimana sarà intensa negli **Stati Uniti**, sia per gli eventi sia per i dati. Il focus sarà sul voto del 3 novembre per la nomina del Presidente, il rinnovo della Camera e di un terzo del Senato. Le informazioni saranno incomplete per un periodo potenzialmente prolungato. La riunione del FOMC non dovrebbe fornire novità, ma dovrebbe segnalare preoccupazione per l'assenza di nuovo stimolo fiscale e indicare che sono in atto discussioni sul programma di acquisto di titoli. Per quanto riguarda i dati, sono in uscita i principali indicatori di ottobre. Gli indici ISM dovrebbero mantenersi in territorio espansivo, intorno ai livelli di settembre, con un possibile miglioramento nei servizi e marginale ritracciamento nel manifatturiero, mentre l'employment report è previsto ancora una volta in miglioramento con una dinamica occupazionale positiva e un ulteriore calo del tasso di disoccupazione.

I dati preliminari del 3° trimestre sul PIL evidenziano l'anomalia spagnola: più morti, più perdite economiche



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OMS e uffici statistici nazionali. La dimensione delle bolle è proporzionale al PIL del paese

30 ottobre 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

La **Banca Centrale Europea** ha preparato il terreno a un nuovo allentamento della politica monetaria, che sarà probabilmente annunciato alla riunione di dicembre. Le nuove misure includeranno sicuramente un potenziamento del PEPP, ma la presidente Lagarde ha menzionato la possibilità di un annuncio strutturato, che interesserà più strumenti contemporaneamente.

- **La Banca Centrale Europea ha preparato il terreno a possibili novità sul fronte della politica monetaria che potrebbero essere annunciate a dicembre.** Già nel comunicato, segnala che “il nuovo esercizio delle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema a dicembre consentirà un riesame approfondito delle prospettive economiche e del quadro complessivo dei rischi”, e precisa che “i rischi sono chiaramente orientati al ribasso”. In conclusione, “il Consiglio direttivo ricalibrerà i suoi strumenti, ove opportuno, al fine di rispondere all'evolvere della situazione”.
 - **Strumenti di politica monetaria: i tassi ufficiali** restano invariati (depo: -0,50%, refi: 0,00%, rifinanziamento marginale: 0,25%). Non sono variati i limiti dei **programmi di acquisto** APP (20 mld mensili di acquisti netti) e PEPP (per ora, il tetto resta a 1.350 miliardi di euro e la scadenza a giugno 2021 o “finché non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus”).
 - La **forward guidance** è invariata: “Il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedrà le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel suo orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo.” Inoltre: “gli acquisti netti mensili di attività nel quadro dell'APP proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei suoi tassi di riferimento” e “termineranno poco prima che inizierà a innalzare i tassi di riferimento della BCE”; i reinvestimenti del capitale rimborsato proseguiranno “per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario”.
 - Un cambiamento inusuale del comunicato è costituito dalla **“promozione” del programma TLTRO-III**, considerata “una fonte di finanziamento interessante” per le banche. La BCE segnala che continuerà a fornire abbondante liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento.
- La valutazione della situazione economica è nettamente peggiorata rispetto a settembre, alla luce di un'evoluzione della pandemia di gran lunga peggiore rispetto alle attese. Come detto, i rischi sono valutati “chiaramente al ribasso”. La BCE si aspetta un significativo indebolimento dell'attività economica nel 4° trimestre per effetto della pandemia, seguito da una ripresa sostenuta dalle condizioni finanziarie favorevoli e dagli stimoli fiscali. Le decisioni future saranno basate anche sulle informazioni relative a “la dinamica della pandemia, le prospettive per la disponibilità di un vaccino e l'andamento del tasso di cambio”
- La presidente Lagarde ha sottolineato più volte che l'annuncio di dicembre includerà una **ricalibrazione di diversi strumenti, e non necessariamente del solo PEPP**. Un'altra sottolineatura ha riguardato lo **scopo delle misure**, che è di duplice natura:
 - **“assicurare che le condizioni di finanziamento restino favorevoli per sostenere la ripresa economica”**. Diversi strumenti possono influire sulle condizioni di finanziamento: il programma TLTRO-III (ritenuto dalla BCE molto efficace nell'allentare le condizioni del credito), i programmi di acquisto (abbassando la curva dei tassi e contenendo la volatilità degli spread sovrani), i tassi ufficiali (abbassando il limite inferiore per i tassi, con ripercussioni anche sui tassi a medio e lungo termine);

- **"contrastare l'impatto negativo della pandemia sul profilo previsto per l'inflazione"**. Lo strumento più efficace a questo fine dovrebbero essere i programmi di acquisto. Le minacce specificamente legate alla pandemia dovrebbero trovare risposta in un potenziamento del PEPP, più ancora che dell'APP.
- Quali misure saranno incluse nel pacchetto di dicembre?
 - Il **potenziamento dei programmi di acquisto**, e in particolare un ampliamento del PEPP, sarà sicuramente un elemento cardine della risposta di politica monetaria alla seconda ondata pandemica. La nostra aspettativa è che l'incremento sia pari a 500 miliardi, accompagnato da un'estensione del programma fino a dicembre 2021. Un'alternativa è costituita da un aumento del PEPP di minore importo, accompagnato da un aumento del flusso netto APP (come risposta all'andamento più sfavorevole dell'inflazione).
 - L'attenzione per le condizioni del credito, e la preoccupazione per i segnali di restrizione delle condizioni creditizie emersi dall'ultima BLS, potrebbero indurre la BCE ad includere nel pacchetto anche **misure legate al programma TLTRO III**. Restano due aste triennali in calendario, una a dicembre e l'altra a marzo. Per favorire la domanda di fondi, la BCE potrebbe allungare il periodo sul quale si applica lo spread (negativo) sul depo rate, che attualmente va dal 24 giugno 2020 al 23 giugno 2021.
 - L'ipotesi di tagli dei **tassi ufficiali** non può essere categoricamente esclusa. Tuttavia, nella stessa analisi BCE, i tassi negativi emergono come un elemento relativamente secondario dello stimolo complessivo. Un taglio di 10-20pb, oltre alle controindicazioni collegate all'impopolarità dei tassi negativi e agli effetti sui bilanci bancari, recherebbe probabilmente pochi benefici nella situazione attuale. Tutto considerato, i tassi potrebbero essere lasciati fermi a dicembre.
 - Infine, la reazione potrebbe includere misure di **regulatory easing**, come nella prima ondata pandemica.

Elezioni USA: ultima chiamata! Biden favorito, Senato ancora incerto, Camera probabilmente democratica. Tempi lunghi e turbolenti per la certificazione dei risultati. Redistribuzione ed espansione fiscale con un governo tutto democratico, misure più contenute con Biden e un Congresso diviso, stimolo modesto e inefficace con una presidenza Trump.

- I **sondaggi presidenziali** delle ultime due settimane riportano **Biden in vantaggio nel voto popolare di 7,4 punti** (media realclearpolitics), in calo rispetto a inizio mese ma ancora su livelli coerenti con una probabile vittoria democratica. I modelli per **l'Electoral College**, aggiornati con i sondaggi statali, vedono la **probabilità di Biden presidente oltre l'85%** (270to win: 85,9%, fivethirtyeight: 89%). Nel 2016, uno dei contributi all'elezione di Trump era venuto dallo spostamento a suo favore di una percentuale elevata di incerti negli Stati chiave. Un sondaggio del WSJ riporta che invece ora le scelte degli incerti sono distribuite circa equamente fra i due candidati, riducendo la probabilità di una sorpresa stile-2016. La media dei sondaggi nei principali stati chiave dà a Biden un vantaggio di 3,2 punti (media realclearpolitics).
- Per il **Congresso**, lo scenario centrale vede la Camera democratica, con un possibile aumento del vantaggio attuale. I sondaggi per i seggi da rinnovare al Senato (un terzo dei 100 totali), sono ancora incerti e sono circa ugualmente probabili maggioranze repubblicana o democratica.
- Il **voto anticipato** continua a sfondare nuovi record, con **82 mln di voti** al 30/10, di cui **28,4 mln in persona e 53,7 mln per posta**; le previsioni sono per un'affluenza totale vicina al 65% (più di 150 mln di elettori), dal 60% e 138 mln del 2016. La possibilità di turbolenza post-elettorale conseguente a una dilazione della certificazione dei risultati e a capovolgimenti dell'esito iniziale è elevata, con rischi di crisi istituzionale. Solo una vittoria schiacciante di Biden fin dal 3 novembre garantirebbe un passaggio relativamente rapido e poco traumatico. Trump ha affermato che "bisogna avere il totale finale il 3 novembre", missione impossibile con un

numero di schede postali potenzialmente vicine a 80 mln (ci sono ancora 36,7 mln di schede distribuite e non riconsegnate).

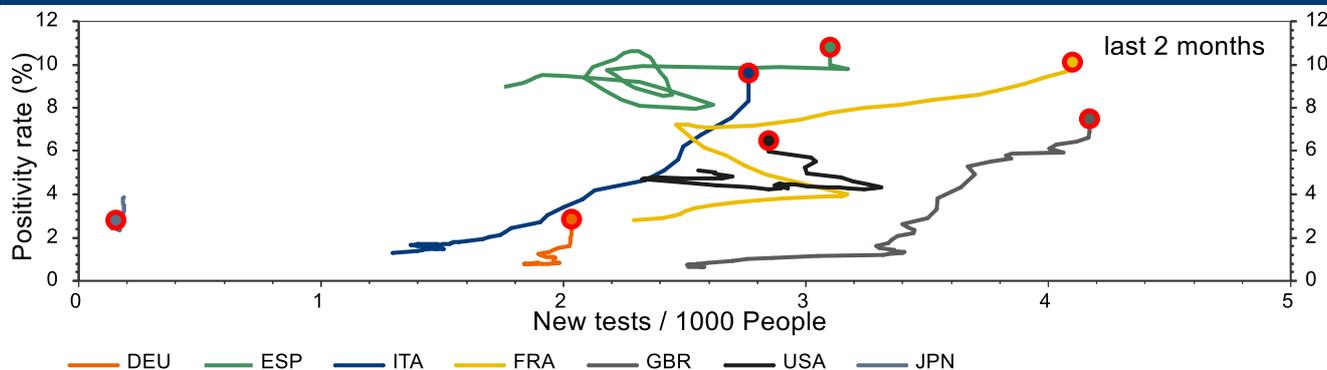
- Le **implicazioni per la politica economica** dipendono dallo scenario finale. In caso di **presidenza Biden e di Congresso tutto democratico**, è probabile l'introduzione di riforme mirate a reflazione e redistribuzione nel prossimo biennio, con stimolo fiscale significativo e concentrato sulle fasce di reddito più basse (con maggiore propensione al consumo) e con moltiplicatori più elevati. In caso di **presidenza Biden con un Congresso diviso**, lo stimolo fiscale sarebbe limitato agli interventi strettamente necessari per sostenere la ripresa, con effetti più limitati sulla crescita. Con una **presidenza Trump e un Congresso diviso**, gli interventi sarebbero ancora più contenuti e con minore efficacia espansiva.

Riunione FOMC eclissata dalle elezioni. Il Comitato dovrebbe lasciare la politica monetaria invariata, sottolineando i rischi derivanti dal peggioramento del quadro sanitario e dal mancato rinnovo delle misure di sostegno fiscale. La novità principale potrebbe essere il riferimento al dibattito in corso sul **programma di acquisto titoli**, in attesa di possibili modifiche entro dicembre.

- La riunione del FOMC del 4-5 novembre diventa quasi un "non-evento" nella settimana delle elezioni, anche perché **probabilmente non ci saranno novità di rilievo** dopo l'annuncio della nuova strategia a settembre. Il comunicato stampa dovrebbe rilevare la prosecuzione della ripresa, con dati anche migliori del previsto nel 3° trimestre (crescita del PIL: 33,1 % t/t ann.) spinti da consumi e investimenti, sia residenziali sia non residenziali e continua crescita dell'occupazione. Nella conferenza stampa, tuttavia, Powell dovrebbe sottolineare i rischi verso il basso collegati al peggioramento del quadro sanitario e alla mancata approvazione di un pacchetto di stimolo fiscale, che potrebbe essere addirittura rinviata a inizio 2021. Molti partecipanti al FOMC hanno previsioni che incorporano nuove misure di sostegno e che potrebbero essere riviste verso il basso al prossimo aggiornamento di dicembre.
- Il Comitato dovrebbe **annunciare entro dicembre maggiori informazioni sul programma di acquisto titoli**. Come ha notato Brainard (Board), con riferimento ai verbali di settembre, "nei prossimi mesi, avremo l'opportunità di deliberare e chiarire come il programma di acquisto titoli potrà agire al meglio in combinazione con la *forward guidance*". Il programma di acquisti ora prevede incrementi mensili di 120 mld di dollari (80 mld di Treasury e 40 mld di MBS), con l'indicazione di aumentarli "come necessario per dare supporto al funzionamento regolare dei mercati di questi titoli". Quarles (Board) ha detto che il "puro volume" del mercato dei Treasury potrebbe essere diventato così grande da aver "superato la capacità dell'infrastruttura del mercato privato di supportare tensioni di qualsiasi tipo". Secondo Quarles è "una questione aperta" se sia necessario che la Fed "partecipi come compratore" per un tempo indefinito per supportare il funzionamento del mercato. Il FOMC potrebbe anche discutere lo spostamento di una parte degli acquisti da MBS a Treasury ed eventualmente rafforzare la disponibilità ad aumentare gli interventi per sostenere la ripresa, nella fase di attesa di un altro pacchetto fiscale. In conclusione, la riunione di novembre dovrebbe mantenere esplicito **l'impegno a intervenire come necessario** per evitare un ripiegamento significativo della crescita.

Monitor dell'impatto COVID

Tasso di positività e numerosità relativa dei test per alcuni paesi



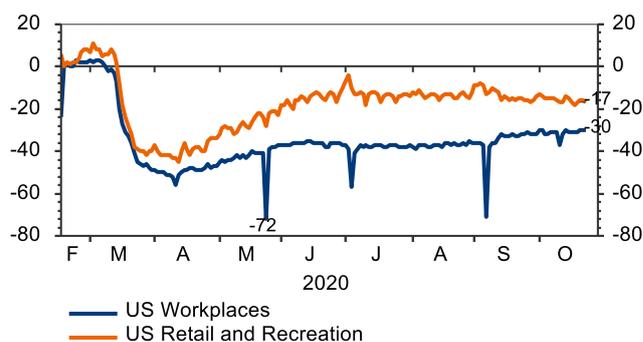
Fonte: Our World in Data

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



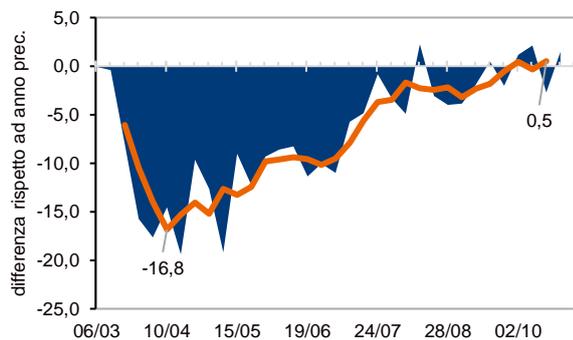
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



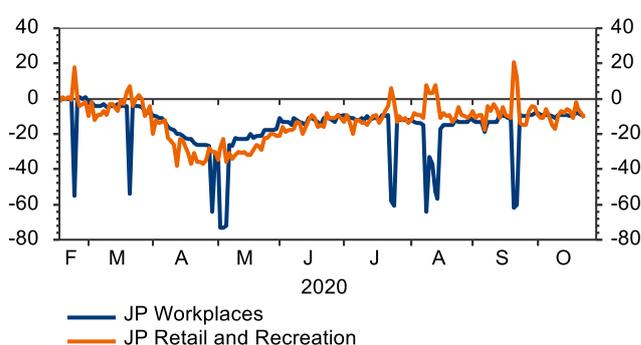
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Area Euro – consumi elettrici



Nota. 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. Fonte: calcolato da Intesa Sanpaolo sulla base dei dati Entso-e e della correzione termica di Bruegel Institute

Giappone – indici di mobilità



Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, le vendite al dettaglio sono attese in calo, pur restando sopra i livelli pre-COVID. Il dato sulla produzione industriale tedesca di settembre dovrebbe evidenziare un forte rimbalzo, coerente con quanto emerso dalle indagini di settore, dopo la battuta d'arresto di agosto. La seconda stima sui PMI di ottobre confermerà un'economia a due velocità: da un lato, continua la ripresa nel manifatturiero e, dall'altro, cresce il ritmo di contrazione nel settore dei servizi.

La prossima settimana sarà intensa negli **Stati Uniti**, sia per gli eventi sia per i dati. Il focus sarà sul voto del 3 novembre per la nomina del Presidente, il rinnovo della Camera e di un terzo del Senato. Le informazioni saranno incomplete per un periodo potenzialmente prolungato a causa della massa di schede inviate per posta e del probabile aumento dell'affluenza alle urne. La riunione del FOMC non dovrebbe fornire novità, ma dovrebbe segnalare preoccupazione per l'assenza di nuovo stimolo fiscale e indicare che sono in atto discussioni sul programma di acquisto di titoli. Per quanto riguarda i dati, sono in uscita i principali indicatori di ottobre. Gli indici ISM dovrebbero mantenersi in territorio espansivo, intorno ai livelli di settembre, con un possibile miglioramento nei servizi e marginale ritracciamento nel manifatturiero, mentre l'employment report è previsto ancora una volta in miglioramento con una dinamica occupazionale positiva e un ulteriore calo del tasso di disoccupazione.

Lunedì 2 novembre

Area euro

■ **Area euro.** La **stima finale del PMI manifatturiero** dovrebbe essere rivista al ribasso di due decimi dalla stima flash ma comunque in crescita da 53,7 di settembre, a 54,2. Il miglioramento riguarderebbe quasi tutte le componenti, in particolare gli indici per la produzione e per i nuovi ordini esteri; l'occupazione, in lieve discesa, resterebbe su valori coerenti con una contrazione degli organici, mentre l'indice dei prezzi è atteso in leggera risalita. Lo spaccato per Paese dovrebbe vedere la Germania confermare il dato della stima preliminare (58,0 punti); il PMI manifatturiero francese, invece, potrebbe essere rivisto al ribasso di quattro decimi, a 50,6. La prima lettura del PMI manifatturiero per l'Italia è attesa mostrare un lieve miglioramento a 53,5 da 53,2 precedente.

Stati Uniti

■ L'**ISM manifatturiero** a ottobre è previsto a 55,6 da 55,4 di settembre. Le prime indagini di ottobre hanno dato indicazioni generalmente positive, sempre in linea con ulteriore espansione del settore: PMI ed Empire segnalano stabilizzazione su livelli relativamente elevati, la Philadelphia Fed punta a un'accelerazione, e tutti i segnali sono di ulteriore crescita nei prossimi 6 mesi. Le indagini di ottobre hanno dato segnali misti per il ritmo di crescita degli occupati. La previsione per l'ISM è di aumento solo marginale dell'indice occupazione, che deve ancora recuperare la distanza dagli indici corrispondenti nelle altre indagini, essendo rimasto sotto quota 50 da agosto 2019. Le imprese partecipanti all'indagine dovrebbero confermare uno scenario relativamente favorevole per il settore, grazie alla domanda solida di beni da parte delle famiglie, ma dovrebbero anche continuare a evidenziare colli di bottiglia dal lato dell'offerta e preoccupazione per l'andamento dei contagi.

■ La **spesa in costruzioni** a settembre dovrebbe proseguire sul sentiero di rialzi, con una variazione di 0,9% m/m, dopo 1,9% m/m di agosto, grazie al persistente boom nel settore dell'edilizia residenziale e nonostante la debolezza della componente non residenziale, che risente dei problemi nel settore immobiliare commerciale. Il principale freno all'espansione dell'attività di costruzione viene dai vincoli all'offerta nel segmento residenziale.

Martedì 3 novembre

Stati Uniti

■ Gli elettori americani sono chiamati a **votare per la nomina del Presidente e del Vice-presidente, il rinnovo della Camera e di un terzo del Senato** (v. Il Punto).

Mercoledì 4 novembre

Area euro

- **Area euro.** Il **dato finale del PMI servizi** potrebbe mostrare una revisione al ribasso di mezzo punto rispetto alla lettura preliminare, a 45,7 (in calo da 48,0 di settembre). La flessione riguarderebbe in modo particolare i nuovi affari, ma sono attese in calo anche le aspettative. Lo **spaccato per Paese** dovrebbe evidenziare una correzione di sette decimi dell'indice francese (a 45,8 da 46,5 della stima flash) mentre quello tedesco dovrebbe essere rivisto al ribasso solamente di tre decimi rispetto al dato preliminare (a 48,6 da 48,9). La prima lettura del PMI servizi per l'Italia è vista evidenziare una flessione a 47,5 da 48,8 di settembre. Il **PMI composito** per l'area euro è atteso a 48,9, mezzo punto più basso del dato preliminare.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** di settembre dovrebbe registrare un nuovo ampliamento del deficit, a -69,5 mld di dollari, da -67,1 mld di agosto, con il proseguimento del trend di crescita più rapido delle importazioni rispetto a quello delle esportazioni. Il contributo del canale estero alla crescita del 3° trimestre dovrebbe essere ampiamente negativo.
- L'**ISM non manifatturiero** a ottobre è atteso in calo a 57,4 da 57,8 di settembre. Le indagini preliminari del mese hanno mostrato ripresa nel settore a ritmi crescenti dall'estate, tuttavia l'accelerazione della crescita dei contagi a livello nazionale punta a un ritracciamento proprio nel settore dei servizi nei prossimi mesi e l'ISM potrebbe iniziare a catturare il fenomeno, probabilmente più marcato nella seconda metà di ottobre.

Giovedì 5 novembre

Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** di settembre sono attese in calo, a -2,1% m/m, dopo il +4,4% m/m precedente; la crescita tendenziale è vista passare a +2,2% a/a da 4,0% a/a di settembre. I consumi dovrebbero superare di circa l'1,0% il loro livello di febbraio.

Stati Uniti

- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi senza novità rilevanti. La maggior parte degli interventi dei partecipanti nell'ultimo mese ha ribadito la necessità di ulteriore stimolo fiscale per il mantenimento della ripresa. Il comunicato e la conferenza stampa di Powell dovrebbero ribadire che lo scenario economico è condizionato a quello sanitario e che la svolta dei trimestri recenti non è autonomamente sostenibile. Il FOMC dovrebbe mantenere la fiducia nella nuova strategia di politica monetaria, aggiungendo che si sta ora discutendo sul programma di acquisto di titoli, come segnalato da Brainard qualche settimana fa. È probabile che entro la riunione di dicembre vengano date nuove informazioni sul sentiero e sulla giustificazione per gli acquisti, con un possibile rallentamento dell'accumulazione di MBS e uno spostamento delle quote di acquisto verso i Treasury. **Il messaggio dovrebbe restare dovish**, ma confermare anche che il ruolo della politica monetaria per il sostegno alla crescita in questa fase ciclica è molto limitato.

Venerdì 6 novembre

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** a settembre è attesa in ampio rimbalzo, stimiamo attorno al 7% m/m (-3,3% a/a) da -0,2% m/m (-10,0% a/a) precedente. Le indagini di fiducia (IFO e PMI) avevano indicato un'accelerazione dell'attività corrente e un miglioramento visibile del libro ordini. Se confermato, nel terzo trimestre la produzione industriale dovrebbe rimbalzare del 12,3% t/t dopo il crollo del -16,1% t/t del secondo trimestre. Prevediamo una prosecuzione robusta dell'attività in ottobre ma un rallentamento da novembre sulla scia delle nuove disposizioni federali per contrastare la seconda ondata epidemica.

Stati Uniti

■ L'**employment report** di ottobre dovrebbe mostrare ancora una volta un quadro di miglioramento, con un **aumento di occupati non agricoli di 900 mila**, dopo 661 mila di settembre, **un calo del tasso di disoccupazione a 7,5%** da 7,9% e un aumento del tasso di partecipazione a 61,5%. Il sentiero dei sussidi esistenti nelle ultime 4 settimane, con una netta accelerazione del trend verso il basso, punta a un aumento solido degli occupati. Anche le indicazioni delle indagini sono positive, con l'NFIB che indica un continuo aumento della percentuale netta di imprese che intende incrementare l'organico. A settembre la crescita di occupati privati è stata di 877 mila, con un freno di circa 210 mila unità alla dinamica degli occupati totali dovuta al settore pubblico (in particolare, statale e locale). La combinazione di informazioni delle indagini e dei sussidi punta quindi a un risultato forte per ottobre, con aumenti solidi per le costruzioni, moderati per il manifatturiero e significativi per i servizi, anche in considerazione del fatto che il peggioramento del quadro sanitario è avvenuto per lo più dopo la settimana di rilevazione del rapporto. Per quanto riguarda il tasso di disoccupazione, ancora una volta giocherà un ruolo importante la **partecipazione**, che prevediamo in moderato aumento (+2 decimi) a 61,6% da 61,4% di settembre (in calo da 61,7% di agosto), pur sempre molto lontano dal livello pre-pandemia (63,4%): circa 4 mln di persone restano fuori dal mercato del lavoro rispetto a febbraio. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe quindi calare a 7,5% da 7,9% di settembre, scendendo sui minimi dalla primavera 2013. I salari orari dovrebbero aumentare di 0,2% m/m, frenati ancora dal rientro di occupati nelle fasce basse della distribuzione del reddito. Il mercato del lavoro dovrebbe vedere un rallentamento della dinamica occupazionale nel 2021, soprattutto se non ci sarà in tempi rapidi un rinnovo dello stimolo fiscale scaduto in estate.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (2 – 8 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	2/11	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 48.0		
		02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	ott	53.0	53.0	
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	ott	53.2		53.5
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		ott	prel 51.0	51.0	50.6
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 58.0	58.0	58.0
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	ott	prel 54.4	54.4	54.2
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	ott	53.3	53.3	
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		ott	53.3		
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	ott	55.4	55.6	55.6
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		set	1.4	% 1.0	0.9	
Mar	3/11	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	set	prel 1.9	%	
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	set	prel 0.8	%	
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		set	0.7	% 0.5	
Mer	4/11	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	ott	54.8		
		09:45	ITA	PMI servizi	*	ott	48.8		47.5
		09:50	FRA	PMI servizi finale		ott	prel 46.5	46.5	45.8
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	ott	prel 48.9	48.9	48.6
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	ott	prel 49.4	49.4	48.9
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ott	prel 46.2	46.2	45.7
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	ott	52.3	52.2	
		11:00	EUR	PPI a/a		set	-2.5	% -2.5	
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		ott	749	x1000 738	
		14:30	USA	Bilancia commerciale		set	-67.1	Mld \$	
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		ott	55.5		
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		ott	56.0		
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	ott	57.8	57.5	57.4
Gio	5/11	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	set	4.5	% 1.5	2.0
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		set	4.4	% -1.0	-2.1
		13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	751	x1000	
		13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	7.756	Mln	
		14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T3	9.0	%	
		14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T3	10.1	%	
Ven	6/11	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	set	-6.9	% -10.7	
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	set	-0.2	% 2.5	3.5
		08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T3	-0.8	%	
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		set	-5.7	%	
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		set	0.8	%	
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	ott	661	x1000 610	900
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	ott	7.9	% 7.7	7.5
		14:30	USA	Salari orari m/m		ott	0.1	% 0.1	0.2
Sab	7/11		CN	Riserve in valuta estera		ott	3.143	1000Mld \$	
			CN	Importazioni in USD a/a	*	ott	13.2	%	
			CN	Esportazioni in USD a/a	*	ott	9.9	%	
			CN	Bilancia commerciale USD	*	ott	37.0	Mld \$	

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

Calendario degli eventi (2 – 6 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	2/11 13:00	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
Mar	3/11 -	USA	** Voto per l'elezione del presidente e del vice-presidente, e per il rinnovo del Congresso
		EUR	* Videoconferenza dell'Eurogruppo
Mer	4/11 00:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di settembre
		EUR	Videoconferenza dell'Ecofin
Gio	5/11	13:00 EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		13:00 GB	* Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 0,10%)
		13:30 GB	* Conferenza stampa di Bailey (BoE)
		15:15 EUR	Discorso di Muller (BCE) e Holzmann (BCE)
		16:00 EUR	Discorso di Weidmann (BCE)
		20:00 USA	* Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 0-0,25%)
		20:30 USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
		- UE	* La Commissione Europea pubblica le Previsioni Economiche d'Autunno
Ven	6/11 15:15	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		ITA	* Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		GER	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

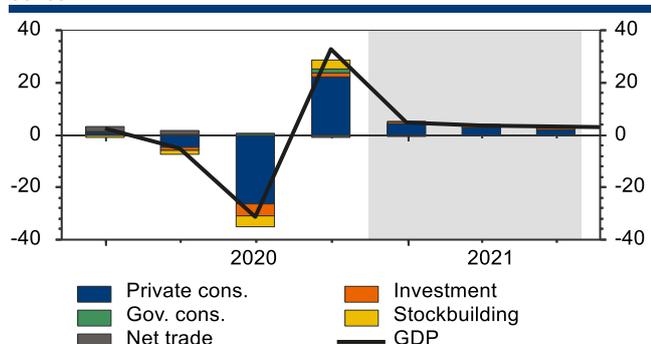
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite di nuove case (mln ann.)	set	0.994 (1.011)	Mln	1.025	0.959
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	set	1.0 (0.6)	%	0.4	0.8
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	set	0.4 (0.5)	%	0.5	1.9
Indice dei prezzi delle case m/m	ago	1.1 (1.0)	%		1.5
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	ago	4.1 (3.9)	%	4.2	5.2
Fiducia consumatori (CB)	ott	101.3 (101.8)		102.0	100.9
Bilancia commerciale prelim	set	-83.11	Mld \$		-79.37
Richieste di sussidio	settim	791 (787)	x1000	775	751
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	8.465 (8.373)	Mln	7.700	7.756
PIL t/t ann. advance	T3	-31.4	%	31.0	33.1
Costo del lavoro	T3	0.5	%	0.5	
Deflatore consumi (core) a/a	set	1.6	%	1.7	
Deflatore consumi a/a	set	1.4	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	set	1.0	%	1.0	
Redditi delle famiglie m/m	set	-2.7	%	0.4	
Deflatore consumi (core) m/m	set	0.3	%	0.2	
PMI (Chicago)	ott	62.4		58.0	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	ott	81.2		81.2	

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

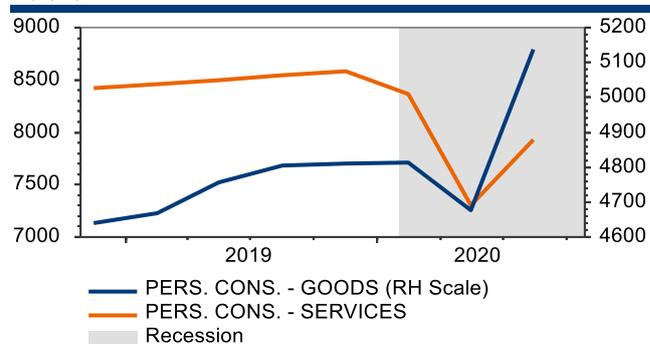
Il **PIL nel 3° trimestre** (stima advance) aumenta di 33,1% t/t ann., dopo -31,4% t/t ann. della primavera. La crescita è trainata, come atteso, da un rimbalzo dei **consumi** di 40,7% t/t ann., dopo -33,2% t/t, spinto da contributi positivi sia dei servizi (ripresa nella sanità, nella ristorazione e nell'accoglienza) sia dei beni (principalmente auto, ma anche abbigliamento e calzature). Gli **investimenti fissi non residenziali** sono in rialzo di 20,7% t/t ann., dopo -27,2% t/t ann., grazie a una variazione di 70,1% t/t ann. dei macchinari, che ha più che compensato il calo delle strutture (-14,6% t/t. ann.). Gli **investimenti residenziali** superano le aspettative, con un aumento di 59,3% t/t ann., dopo -35,6% t/t ann. La **spesa pubblica** è in calo di -4,5% t/t ann., dopo 16,4% t/t ann. della primavera, per via dell'effetto confronto con il trimestre precedente, quando erano stati erogati i prestiti del Paycheck Protection Program. Le scorte danno un ampio contributo positivo (+6,6pp), mentre il canale estero sottrae -3,1pp, sulla scia di variazioni positive di esportazioni (59,7% t/t ann.) e importazioni (91,1% t/t ann.), con contributi di 4,9pp e -8pp, rispettivamente. Il forte incremento di consumo di beni, con un'elevata quota di importazioni, e la debolezza generalizzata a livello internazionale della domanda di servizi, ha determinato un forte aumento del deficit commerciale, destinato a durare ancora per diversi trimestri. I dati del 3° trimestre lasciano ancora il PIL al di sotto del livello di fine 2019, con prospettive incerte per i prossimi trimestri, alla luce del peggioramento del quadro sanitario e del mancato rinnovo delle misure di stimolo fiscale in scadenza.

Rimbalzo del PIL USA nel 3° trimestre, grazie al contributo dei consumi



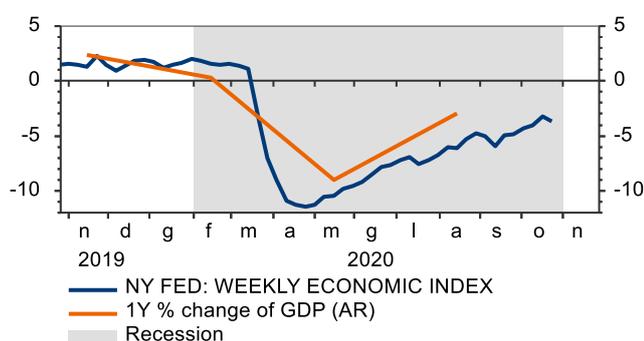
Fonte: Refinitiv Datastream, prev. Intesa Sanpaolo. Nota: contributi alla variazione trimestrale del PIL, GDP: var. % t/t ann.

Consumi di beni al di sopra del livello di fine 2019, servizi ancora indietro



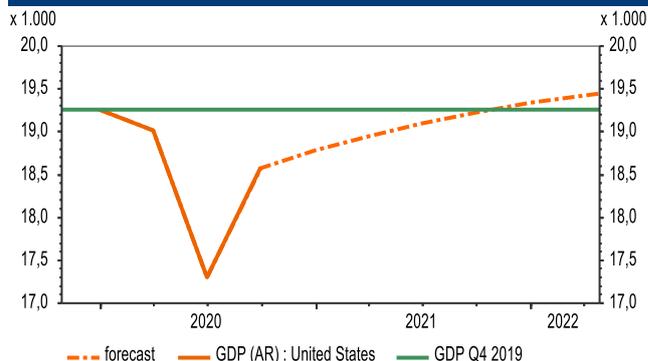
Fonte: Refinitiv Datastream

PIL a/a e NY Fed Weekly Economic Index: rallentamento in vista



Fonte: Refinitiv Datastream

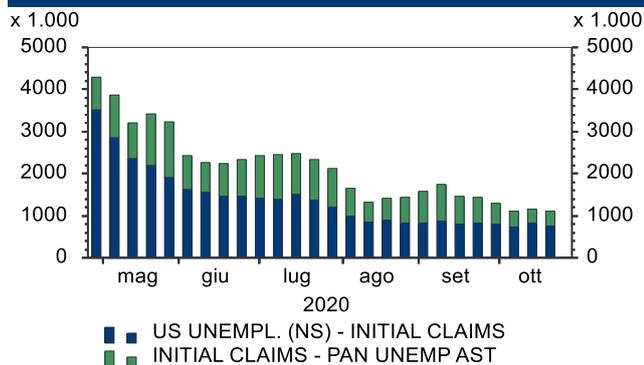
PIL sotto il livello di fine 2019 ancora per diversi trimestri



Fonte: Refinitiv Datastream, prev. Intesa Sanpaolo

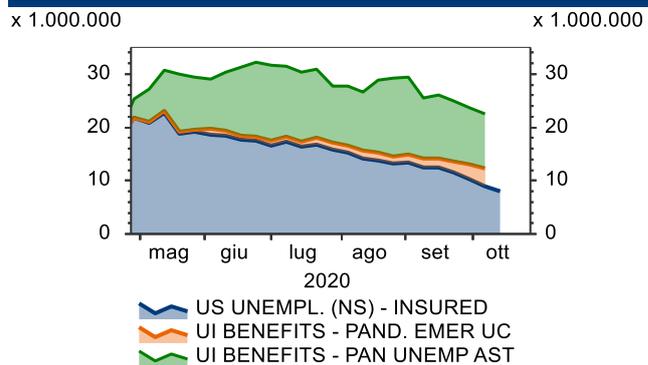
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 24 ottobre calano a 751 mila, da 791 mila della settimana precedente. Su base non destagionalizzata, le richieste di sussidi sono in calo a 732223 (-28354), mentre i sussidi federali per la pandemia si attestano a 359667. I **sussidi statali esistenti** nella settimana conclusa il 17 ottobre correggono a 7,756 mln da 8,465 mln, con una variazione di -709 mila. I dati non destagionalizzati nella settimana conclusa il 10 ottobre riportano un totale di 22,654 mln di sussidi in calo da 23,070 mln della settimana precedente. L'accelerazione del calo dei sussidi esistenti fa prevedere una variazione ancora solida degli occupati non agricoli a ottobre.

Nuove richieste di sussidi poco variare al 24 ottobre



Fonte: Refinitiv Datastream

Il calo dei sussidi esistenti accelera da metà settembre



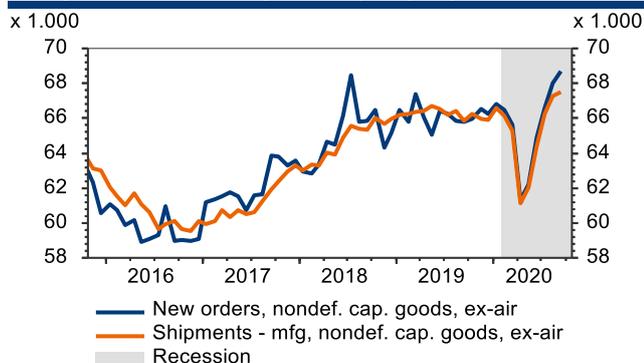
Fonte: Refinitiv Datastream

Gli **ordini di beni durevoli** a settembre aumentano di 1,9% m/m (-0,4% a/a), dopo 0,4% m/m ad agosto, spinti da una ripresa nel comparto dell'aeronautica civile oltre che da un incremento nel settore auto (1,5% m/m). È probabile che questo rimbalzo, concentrato sugli ordini a Boeing, sia transitorio; tuttavia, va notato che il dato aggregato include anche un crollo dell'aeronautica militare di -46,1% m/m. Al netto dei trasporti, gli ordini crescono di 0,8% m/m. Gli **ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei** sono in rialzo di 1% m/m, dopo due mesi solidi (2,6% m/m e 2,1% m/m a luglio e agosto, rispettivamente) e indicano un sentiero positivo per gli investimenti in autunno. Le **consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei** sono in aumento di 0,3% m/m, dopo -0,3% m/m di agosto e 7,6% m/m di luglio, e segnalano una variazione sostenuta degli investimenti fissi non residenziali nel 3° trimestre.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a ottobre (indagine chiusa il 16 ottobre) corregge a 100,9 da 101,3 di settembre. La situazione corrente migliora a 104,6 da 98,9, mentre l'indice delle aspettative cala a 98,4 da 102,9. Secondo il direttore dell'indagine, le famiglie sono poco ottimiste riguardo alla probabilità di un miglioramento del mercato del lavoro

nei prossimi mesi. La valutazione corrente è invece migliorata, con un aumento di coloro che ritengono che i posti di lavoro siano abbondanti e un calo di coloro che ritengono che siano difficili da trovare: questo fa prevedere un ulteriore calo del tasso di disoccupazione a ottobre.

Ordini e consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei su un trend positivo e su livelli superiori a quelli pre-pandemia



Fonte: Refinitiv Datastream

Fiducia dei consumatori poco variata a ottobre: la situazione corrente migliora, ma le aspettative correggono



Fonte: Refinitiv Datastream

Le **vendite di nuove case** a settembre calano di -3,5% m/m (+32,1% a/a) a 959 mila, da 994 mila di agosto (rivisto verso l'alto), ma restano su un solido trend espansivo. Le scorte di case invendute, a 3,6 mesi di vendite, sono in calo di 36% rispetto a un anno fa e rappresentano un freno al trend delle vendite. L'indagine sulla fiducia dei costruttori di case è sui massimi storici e punta al proseguimento del boom del settore in atto da fine 2019, soggetto ai vincoli dal lato dell'offerta, che rimane insufficiente a soddisfare la crescita della domanda.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	set	-1.9	%	-7.7
Fiducia delle famiglie	ott	32.7		33.6
Job to applicant ratio	set	1.04	1.04	1.03
Tasso di disoccupazione	set	3.0	%	3.1
Produzione industriale m/m prelim	set	1.0	%	3.2

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **produzione industriale** a settembre (prelim.) sorprende verso l'alto, con un rialzo di 4% m/m (-9% a/a), dopo 1% m/m ad agosto, spinta dai settori auto, macchinari e informazione e comunicazione. Le proiezioni per i prossimi due mesi sono positive, con aspettative di aumenti di 4,5% m/m e 1,2% m/m, rispettivamente a ottobre e a novembre e indicazioni di ripresa solida nel 4° trimestre. La variazione in autunno, in base alle proiezioni del METI (sempre eccessivamente ottimistiche) sarebbe pari a 8,2% t/t, e la previsione realistica è di incremento intorno al 3-4% t/t. Le consegne a settembre sono in crescita di 3,8% e il rapporto scorte/fatturato corregge di -3,7% m/m, sulla scia di un calo delle scorte di -0,3% m/m.

Il **tasso di disoccupazione** a settembre è stabile al 3%, con un calo di forza lavoro di -37 mila e un aumento di disoccupati di 42 mila. Il jobs-to-applicant ratio migliora a 1,03, da 1 di agosto, con segnali di stabilizzazione del recente trend in calo.

Le **vendite al dettaglio** a settembre sono in calo di -8,7% a/a e di -0,1% m/m. I dati su base annua sono distorti dal paragone con settembre 2019, caratterizzato dal boom di vendite precedente l'aumento dell'imposta sui consumi. In termini reali la variazione mensile è di -0,5% m/m. Alla luce dei dati solidi dei primi mesi estivi, la variazione trimestrale dovrebbe essere superiore a +6% t/t, dopo -7,4% t/t del 2° trimestre, e dà supporto all'aspettativa di ripresa dei consumi nei dati del PIL. In Giappone, come in tutti i paesi colpiti dalla pandemia, la dinamica dei consumi resterà spinta dalla componente dei beni, con il settore servizi ancora frenato nei settori aggregativi.

La **fiducia dei consumatori** a ottobre aumenta modestamente a 33,6 (+0,9 punti), restando ancora al di sotto dei livelli pre-pandemia, ma segnalando graduali miglioramenti in tutte le componenti (reddito, occupazione, benessere e intenzioni di acquisto di beni durevoli). Per quanto riguarda le aspettative sui prezzi, il 72,4% del campione prevede prezzi in aumento (da 72,8% del mese precedente).

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
BEL	PIL t/t prelim	T3	-11.8	(-12.1)	%	8.9	10.7
EUR	M3 dest. a/a	set	9.5		%	9.6	10.4
EUR	Fiducia consumatori finale	ott	-15.5			-15.5	-15.5
EUR	Fiducia servizi	ott	-11.2	(-11.1)		-14.0	-11.8
EUR	Fiducia industria	ott	-11.4	(-11.1)		-11.0	-9.6
EUR	Indice di fiducia economica	ott	90.9	(91.1)		89.5	90.9
EUR	PIL t/t 1a stima	T3	-11.8		%	9.4	12.7
EUR	PIL a/a 1a stima	T3	-14.8	(-14.7)	%	-7.0	-4.3
EUR	Tasso di disoccupazione	set	8.3	(8.1)	%	8.3	8.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ott	0.4		%	0.4	0.4
EUR	CPI a/a stima flash	ott	-0.3		%	-0.3	-0.3
FRA	Fiducia consumatori	ott	95			93	94
FRA	PIL t/t prelim	T3	-13.7	(-13.8)	%	15.4	18.2
FRA	Spese per consumi m/m	set	2.2	(2.3)	%	-1.0	-5.1
FRA	IPCA a/a prelim	ott	0.0		%	0.1	0.0
GER	IFO	ott	93.2	(93.4)		93.0	92.7
GER	IFO (sit. corrente)	ott	89.2			89.8	90.3
GER	IFO (attese)	ott	97.4	(97.7)		96.5	95.0
GER	Prezzi import a/a	set	-4.0		%	-4.8	-4.3
GER	Tasso di disoccupazione	ott	6.3		%	6.3	6.2
GER	Variazione n° disoccupati	ott	-10	(-8)	x1000	-5	-35
GER	IPCA m/m prelim	ott	-0.4		%	0.0	0.0
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ott	-0.2		%	0.0	0.1
GER	IPCA a/a prelim	ott	-0.4		%	-0.4	-0.5
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ott	-0.2		%	-0.3	-0.2
GER	Vendite al dettaglio m/m	set	1.8	(3.1)	%	-0.8	-2.2
GER	Vendite al dettaglio a/a	set	3.0	(3.7)	%	6.6	6.5
GER	PIL s.a. t/t prelim	T3	-9.8	(-9.7)	%	7.3	8.2
GER	PIL s.a. a/a prelim	T3	-11.3		%	-5.3	-4.3
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	set	3.27		Mld €		5.32
ITA	PPI a/a	set	-3.0		%		-3.1
ITA	PPI m/m	set	0.1		%		0.1
ITA	Fiducia consumatori	ott	103.3	(103.4)		102.2	102.0
ITA	Indice di fiducia delle imprese	ott	92.6	(92.1)		91.7	95.6
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	set	9.7		%	10.1	9.6
ITA	PIL a/a prelim	T3	-17.9	(-18.0)	%	-8.7	-4.7
ITA	PIL t/t prelim	T3	-13.0		%	11.2	16.1
ITA	IPCA m/m prelim	ott			%	0.2	0.6
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ott			%	-0.4	-0.3
ITA	IPCA a/a prelim	ott			%	-0.8	-0.6
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ott			%	0.1	0.2
SPA	IPCA a/a prelim	ott	-0.6		%	-0.6	-1.0
SPA	PIL t/t prelim	T3	-17.8		%	13.5	16.7

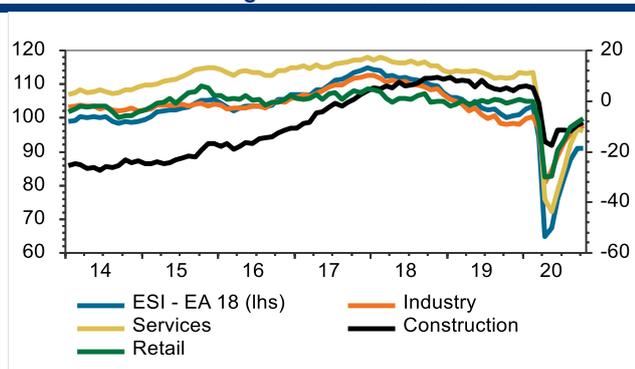
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. La stima flash del PIL nel 3° trimestre 2020 mostra un recupero più forte del previsto: la crescita è stata del +12,7% t/t e -4,3% a/a, dopo il -11,8% t/t (-14,8% a/a) registrato nel trimestre primaverile. Si tratta dell'aumento più ampio da quando esiste la serie storica (1995). Eurostat non può fornire dettagli sull'andamento della domanda o sull'andamento per settori in coincidenza con la pubblicazione di questa prima stima, che sarà rivista il prossimo 13 novembre. Nel 4° trimestre, la crescita subirà una battuta di arresto a causa della reintroduzione di misure di

confinamento e chiusure di attività commerciali in diversi Stati membri. L'incertezza è molto elevata, e non si può escludere una drastica contrazione.

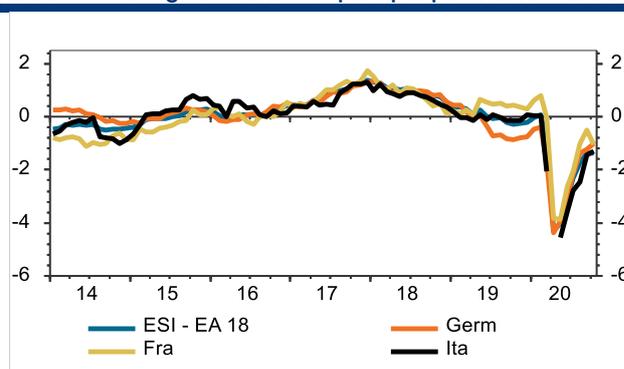
Area euro. A ottobre frena la ripresa, iniziata a maggio, dell'indice **ESI di fiducia economica**, stabile a 90,9 punti. Lo spaccato per settore segnala un'economia a due velocità: se da un lato i **servizi** scendono a -11,8 (-0,6 punti rispetto al valore di settembre), spinti al ribasso dal peggioramento delle aspettative, dall'altro migliora **l'industria**, a -9,6 da -11,4 di settembre. L'indice delle **costruzioni** ha segnato anch'esso un aumento a -8,4 (+1,1 rispetto al valore precedente), come anche il **commercio al dettaglio** (a -6,9 da -8,6 precedente). Il livello rimane comunque ben al di sotto della media storica, e coerente con un rallentamento del ritmo di espansione. Le aspettative di inflazione restano più basse del dato pre-COVID. Lo spaccato per Paese indica sostanziali divergenze tra le maggiori economie dell'Eurozona: l'ESI segna un miglioramento in Germania (+1,5), ma peggiora in Francia (-4,5 punti rispetto al mese precedente); l'indice è quasi stabile in Italia e Spagna (+0,3 e -0,2 punti, rispettivamente). Il **dato finale della fiducia dei consumatori** del mese di settembre conferma il valore della stima flash di -15,5 punti. Ci aspettiamo un calo, probabilmente discontinuo e differenziato, degli indici di fiducia nei prossimi mesi, a causa della seconda ondata di contagi.

Area euro – Si intravedono gli effetti della seconda ondata



Fonte: Commissione Europea

Andamento divergente dell'ESI tra i principali paesi dell'Eurozona



Fonte: Commissione Europea

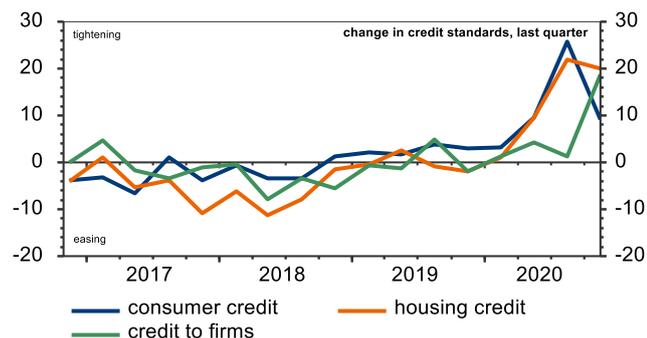
Area euro. Il **tasso di disoccupazione** nel mese di settembre è rimasto stabile all'8,3%, mentre la disoccupazione giovanile è passata al 17,6% dal 18,3% di agosto. Secondo Eurostat, il numero dei senza-lavoro di questo mese è di circa 13,612 milioni, con un aumento rispetto ad agosto di 75 mila. Nei prossimi mesi ci aspettiamo una riduzione degli organici, probabilmente accelerata dalla seconda ondata dei contagi. Per questo, il picco del tasso di disoccupazione potrebbe risultare ulteriormente ritardato rispetto al punto di minimo del ciclo.

Area euro. La **stima flash** di ottobre conferma le nostre aspettative di un'**inflazione** stabile a -0,3% a/a; anche l'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è rimasto invariato rispetto al mese precedente (+0,4% a/a, in linea con le attese). Sul mese, l'indice generale ha visto un aumento del +0,2% m/m dopo il +0,1% m/m di settembre; crescono i listini alimentari (+1,4% m/m e +4,3% a/a) ed i prezzi dell'energia (+0,2% m/m e -8,4% a/a). Prevediamo un rialzo dell'inflazione verso l'1% medio nel 2021, dopo lo 0,3% atteso per quest'anno, ma i rischi sulla previsione sono chiaramente orientati al ribasso.

Area euro. La crescita di **M3** è accelerata più delle attese in settembre, per un tasso di crescita annuo di 10,4% a/a. M1 ha contribuito per 9,4 punti, mentre sono saliti i contributi di M2-M1 (0,4 punti) e M3-M2 (0,6). Dal lato delle contropartite, si conferma in flessione il contributo del credito al settore privato (da 5,4 a 5,2 punti), mentre cresce quello del credito al settore pubblico (da 6,0 a 6,8 punti).

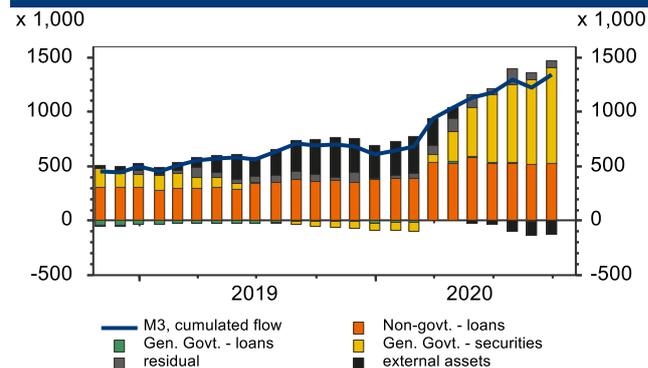
Area euro. L'indagine BCE sul credito evidenzia una restrizione delle condizioni applicate a imprese e famiglie, in particolare sui margini e le richieste di garanzia applicati ai debitori più rischiosi. La percentuale di banche che hanno applicato condizioni più stringenti alle imprese è salita dall'1% al 19%, e la motivazione principale è costituita da un'accresciuta percezione del rischio generale e specifico. Le banche segnalano anche un rallentamento della domanda, dovuto alle minori esigenze di liquidità per la crisi pandemica. Resta debole la domanda per il finanziamento della spesa per investimenti.

Area euro: restrizione delle condizioni creditizie in corso



Fonte: BCE, Bank Lending Survey

Crescita di M3 sempre più legata agli acquisti di debito pubblico

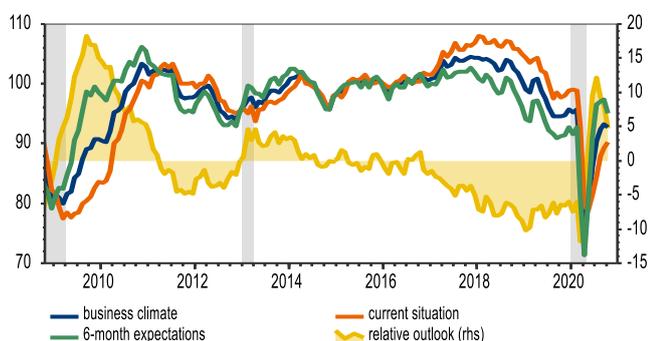


Fonte: BCE

Germania. La stima preliminare evidenzia un rimbalzo del **PIL** più ampio delle attese, pari a +8,2% t/t da -9,8% t/t (il dato del 2° trimestre è stato rivisto al ribasso di un decimo). I dettagli non sono ancora disponibili, ma pensiamo che il contributo della domanda interna sarà prevalente, con la spinta dei consumi sia privati sia pubblici che probabilmente sarà stata superiore al previsto. Anche il contributo dell'export potrebbe aver sorpreso in positivo. Se confermato in seconda lettura, ora il PIL tedesco sarebbe in rotta per una contrazione del -5,5% nel 2020. L'alea per la parte finale dell'anno rimane elevata, specie in considerazione delle nuove disposizioni federali disposte per far fronte alla seconda ondata; per ora, confermiamo una stima di un rallentamento attorno al 2,8% t/t.

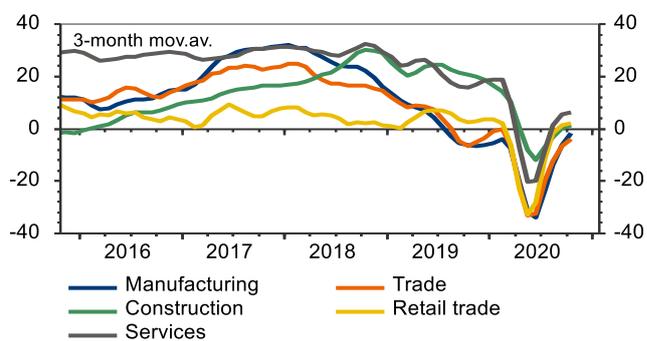
Germania. L'indice IFO a ottobre corregge a 92,7 da 93,2, perfettamente in linea con le nostre stime, segnando il primo calo dopo cinque mesi in risalita. Il dato precedente è stato rivisto al ribasso di due decimi. L'indice sulla **situazione corrente** migliora più delle attese, salendo a 90,3 da 89,2, mentre quello sulle **attese** corregge più del previsto a 95,0 da 97,4. Le aziende a ottobre sono diventate più scettiche sul livello di attività atteso nei prossimi mesi. Notizie positive dal **manifatturiero**, dove l'indice è salito a 1,6 tornando per la prima volta in territorio positivo da giugno 2019: l'utilizzo della capacità produttiva è salito ancora e ora sfiora gli 80 punti. All'opposto, nei **servizi** l'attività si è degradata visibilmente e l'ottimismo per i prossimi mesi si è sensibilmente ridotto. Anche nelle **costruzioni** si registra una battuta d'arresto del morale degli operatori, che rivedono al ribasso il loro giudizio sull'attività corrente. Nel **commercio**, l'umore è leggermente peggiorato ma l'attività corrente rimane soddisfacente e nel complesso il comparto manifesta il trend migliore, al momento. Complessivamente l'indagine di ottobre e la media mobile a tre mesi dell'indice suggeriscono che la crescita trimestrale sta virando da una fase di robusta espansione a una di rallentamento: un'entrata debole nel 4° trimestre aumenta ulteriormente i rischi al ribasso per la ripresa nella parte finale dell'anno.

IFO: indice generale, situazione corrente e attese



Fonte: Refinitiv Datastream

IFO: indici settoriali



Fonte: Refinitiv Datastream

Germania. Le **vendite al dettaglio** sono calate del -2,2% m/m a settembre da 1,8% m/m precedente. Il dato di agosto è stato rivisto al ribasso da 3,1% m/m a 1,8% m/m. La variazione annua passa da 3,0% a 6,5%. Nel mese si sono registrati un sensibile aumento degli acquisti di beni alimentari e un balzo degli acquisti via internet. Il dato di settembre porta la spesa delle famiglie del 2,8% oltre i livelli di febbraio.

Germania. Secondo i dati provvisori, la **disoccupazione** a ottobre sorprende positivamente calando di un decimo a 6,2% da 6,3%. Nel mese il numero di disoccupati è calato di poco meno di 3 mila unità, mantenendo il ritmo costante registrato da maggio. Sul fronte occupazionale, a settembre gli occupati erano pari a 44,7 milioni, 13mila in meno rispetto ad agosto e dell'1,4% inferiori ai livelli di febbraio. Tuttavia, da agosto la variazione mensile degli occupati è tornata positiva, mentre sul confronto annuo la variazione degli occupati rimane stabile attorno a -1,3% da maggio. Il mercato del lavoro tedesco era riuscito dopo la prima ondata epidemica ad arginare i danni economici, mostrando già segni di ripresa ad agosto. Sulla base dei dati finora disponibili, la seconda ondata che ha imposto nuove misure restrittive pensiamo potrebbe congelare il trend in atto ma non invertirlo.

Germania. La stima flash di inflazione dei *Länder* sorprende al rialzo. Su base mensile, in ottobre i **prezzi al consumo** sono cresciuti di un decimo sull'indice nazionale e sono rimasti invariati sull'armonizzato, dopo essere calati di due decimi sull'indice nazionale e di quattro sull'armonizzato il mese prima. Il consenso prevedeva una nuova discesa dei prezzi nel mese. A pesare sono stati nuovamente il calo del prezzo dell'energia e dei listini del manifatturiero, mentre i prezzi nei servizi sono stabili e quelli degli alimentari in aumento. L'inflazione di riflesso rallenta meno del previsto, a -0,2% sull'indice nazionale, mentre scende a -0,5% sull'armonizzato. Le stime preliminari a settembre e ottobre potrebbero aver sovrappesato il taglio dell'IVA e non escludiamo una revisione al rialzo anche del dato finale di settembre (che verrà pubblicato in occasione della seconda lettura del dato di ottobre, attesa il 12/11). Il profilo dell'inflazione tedesca nei prossimi mesi è visto rimanere assai debole ma dovrebbe tuttavia risalire leggermente sopra lo zero.

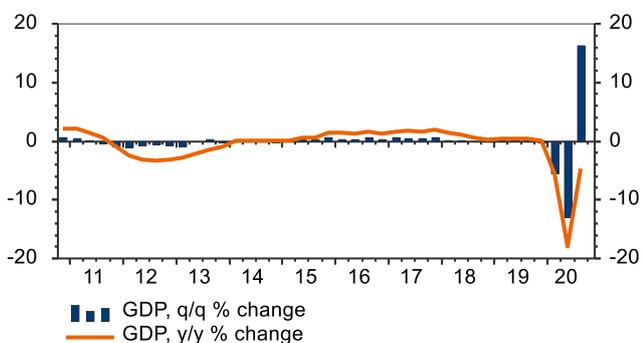
Francia. La stima flash ha mostrato un rimbalzo del **PIL** superiore alle attese: nel 3° trimestre la crescita è balzata del +18,2% t/t dopo il crollo di -13,7% t/t registrato nei mesi primaverili (quest'ultimo dato è stato rivisto al rialzo di un decimo). Il dato è spiegato da un contributo massiccio della domanda interna, con i consumi privati in crescita del 17,3% t/t e quelli pubblici del 15,4% t/t. Gli investimenti produttivi sono balzati del 23,3%. Anche il canale estero ha dato un contributo positivo di 1,2%. La variazione annua passa a -4,3%, da -19,0% precedente. Nella parte finale dell'anno prevediamo un ampio rallentamento del PIL ma non possiamo escludere persino

una contrazione dopo la decisione del Governo di imporre un nuovo confinamento che durerà per lo meno per tutto il mese di novembre.

Francia. La stima flash indica che i **prezzi al consumo** a ottobre sono calati di un decimo su entrambe le misure da -0,5% m/m dell'indice nazionale e da -0,6% m/m dell'armonizzato. Nel mese i prezzi sono quindi rimasti circa stabili; l'aumento dei prezzi degli alimentari freschi è stato più che compensato dal calo del prezzo dei servizi, mentre i prodotti manufatti e l'energia hanno entrambi mostrato un modesto incremento (+0,3% m/m). Di riflesso l'inflazione è rimasta a zero per il secondo mese consecutivo su entrambe le misure, in linea con le nostre stime. Nei prossimi mesi le pressioni al ribasso sull'indice dei prezzi rimarranno sostanziali, dopo l'evoluzione negativa della seconda ondata epidemica, che ha costretto il Governo a una nuova chiusura generalizzata.

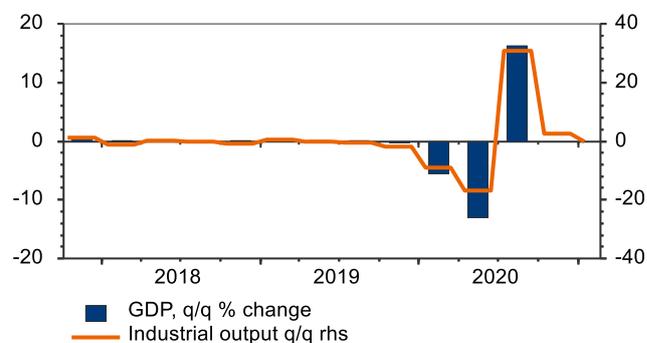
Italia. Il **PIL** è rimbalzato di ben +16,1% t/t nel trimestre estivo, dopo essersi contratto di -13% t/t nei mesi primaverili. Il dato è molto più forte sia delle attese di consenso (11,1%) che della nostra previsione (12,5%). Peraltro, il rimbalzo arriva dopo una contrazione del PIL di -18% nel primo semestre, quindi lascia l'attività economica inferiore di quattro punti e mezzo rispetto alla fine dell'anno scorso. La variazione annuale del PIL è migliorata a -4,7%, dopo un minimo storico a -17,9% nel secondo trimestre. In effetti, il balzo del PIL è dovuto al rilascio delle restrizioni imposte all'attività economica nei mesi primaverili, ed è stato con ogni probabilità trainato dai consumi dal lato della domanda e dall'industria dal lato dell'offerta. Istat ha riferito che la crescita congiunturale riguarda sia la domanda interna che il commercio estero; tutti i principali settori (agricoltura, industria e servizi) hanno contribuito positivamente. La variazione "acquisita" del PIL nel 2020 è ora pari a -8,2% (in caso di stagnazione nel quarto trimestre); anche ipotizzando un calo nello scorcio finale dell'anno, il 2020 dovrebbe chiudersi con una flessione non molto distante da quella "acquisita", ovvero meno ampia di quanto fino ad oggi stimato (il consenso di ottobre si posizionava a -9,9%, tre mesi fa eravamo a -10,6%). Sfortunatamente, le nuove restrizioni attese per combattere la "seconda ondata" di COVID-19 peseranno sul trimestre in corso. L'effetto sarà meno accentuato rispetto a quello delle misure prese per fronteggiare la prima ondata, sia perché non ci attendiamo un blocco generalizzato delle attività produttive (come accaduto tra fine marzo e fine aprile), sia perché i settori più colpiti (servizi ricettivi e di ristorazione, trasporti, attività artistiche e ricreative) viaggiavano già su livelli di attività ben inferiori alla norma. Peraltro, già il mese finale del trimestre estivo dovrebbe aver visto una correzione per i principali indicatori di domanda e offerta, e dal mese di ottobre (e verosimilmente in misura più accentuata a novembre) si cominceranno a sentire i primi effetti delle nuove restrizioni, almeno sugli specifici settori di cui sopra. Pertanto, visto che il trimestre autunnale si confronta con un dato così forte nei mesi estivi, sospettiamo ora che l'attività economica possa *contrarsi* nello scorcio finale dell'anno.

Il PIL rimbalza più del previsto nel 3° trimestre



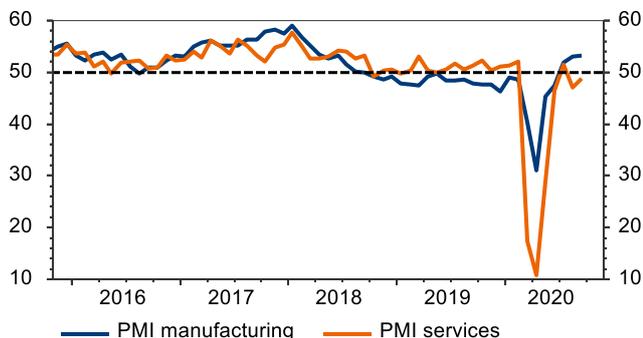
Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

Il recupero è guidato dall'industria, che però è attesa in frenata nel 4° trimestre



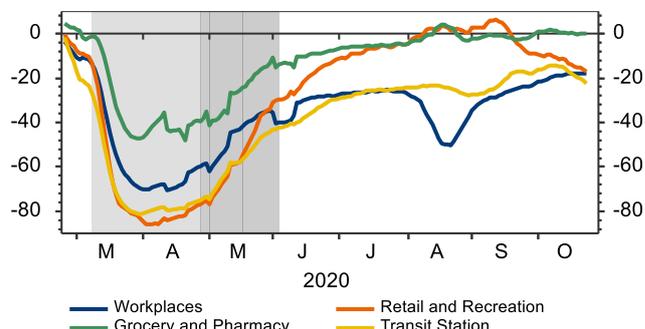
Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

I servizi sono già deboli, e potrebbero flettere ulteriormente in caso di nuove misure restrittive



Fonte: HIS Markit, Refinitiv-Datastream

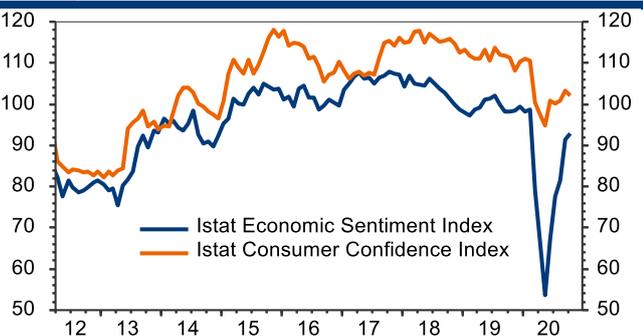
I dati di mobilità segnalano già, nelle ultime settimane, una flessione nelle visite verso negozi e luoghi ricreativi



Nota: variazioni % rispetto alla media registrata tra il 3 gennaio e il 6 febbraio. Fonte: Google, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

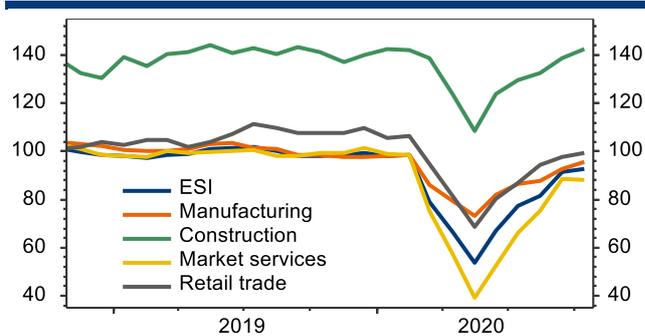
Italia. La fiducia delle imprese è salita ancora a sorpresa a ottobre, mentre il morale delle famiglie è calato (in linea con le aspettative di consenso). **L'indice composito Istat sulla fiducia delle imprese** è salito a 92,9 da 91,3 di settembre, raggiungendo il livello più alto dallo scorso febbraio (98,7). **Il miglioramento è diffuso a tutti i macro-settori, con la rilevante eccezione dei servizi, dove il morale è sceso, sia pur moderatamente, per la prima volta nel post-lockdown**, a 88,1 da 88,7 precedente. Tuttavia, il dettaglio dell'indagine non è uniformemente negativo, in quanto migliorano i giudizi sugli ordini e sull'andamento degli affari (da -10,3 a -9,1 e da -12,2 a -10,4, rispettivamente), mentre peggiorano le aspettative sugli ordini (da -1,5 a -6,6); non sorprendentemente, il calo è particolarmente pronunciato per i servizi turistici. Al contrario, **il morale delle imprese è migliorato nelle costruzioni** (tornando molto vicino a massimi pluriennali), **nel commercio al dettaglio** (pur rimanendo notevolmente inferiore rispetto ai livelli pre-COVID) e **nel manifatturiero**. In quest'ultimo, l'indice di fiducia è salito a sorpresa, a 95,6 in ottobre da 92,6 di settembre.

La fiducia sia delle imprese che delle famiglie rimane ben inferiore ai livelli pre-COVID



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

Non sorprendentemente, i servizi sono il settore più colpito



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

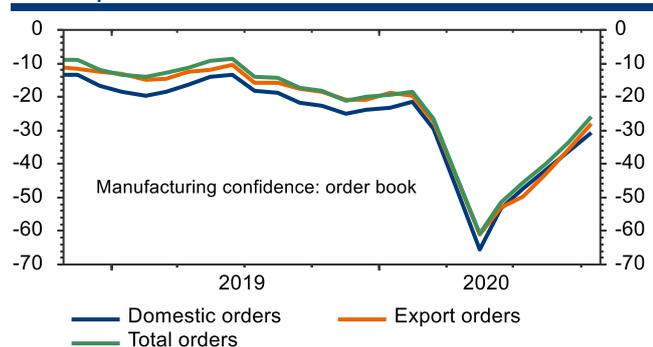
La ripresa è stata guidata dalle valutazioni correnti delle aziende su ordini e produzione, ma **le aspettative sia sugli ordinativi che sull'output sono meno ottimistiche** rispetto al mese scorso. **Le scorte sono ulteriormente diminuite**, da 4 a 2,6, raggiungendo il livello più basso in 3 anni (si tratta, *ceteris paribus*, di un indicatore positivo per la produzione futura). **Le aspettative delle imprese sull'economia e sull'occupazione hanno mostrato un ulteriore recupero**, anche se in misura minore rispetto a settembre.

Il morale delle famiglie è sceso, in linea con le attese, a 102 da 103,3 il mese scorso. L'indice resta sensibilmente inferiore al livello di febbraio (110,6). Tutte le componenti sono peggiorate, ma il calo

è stato più marcato per il clima economico nazionale che per la situazione personale delle famiglie, e per le aspettative più che per il clima corrente. I timori occupazionali delle famiglie, dopo essere diminuiti per quattro mesi consecutivi, sono tornati a salire in misura significativa, a 92,5 (massimo dallo scorso giugno) da 73,3 precedente.

In sintesi, le indagini sono migliori del previsto. In particolare, la fiducia delle imprese nel settore manifatturiero non sembra risentire della "seconda ondata" di COVID-19, e dei timori di possibili ulteriori restrizioni alle attività economiche. **Le indagini rimangono coerenti con una crescita del PIL ancora positiva nel 4° trimestre. Tuttavia, i rischi dovuti all'accelerazione della curva dei contagi sono in rapido aumento**, e potrebbero pesare in misura significativa sul rimbalzo del PIL previsto in media annua nel 2021.

Nel manifatturiero, le valutazioni delle aziende sugli ordini correnti sono in ripresa



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

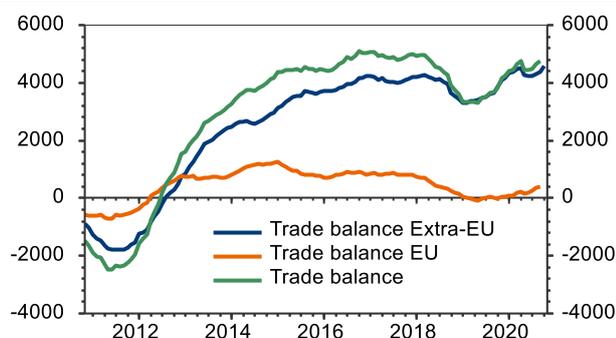
Le attese di famiglie e imprese sull'economia non sono peggiorate significativamente a ottobre



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

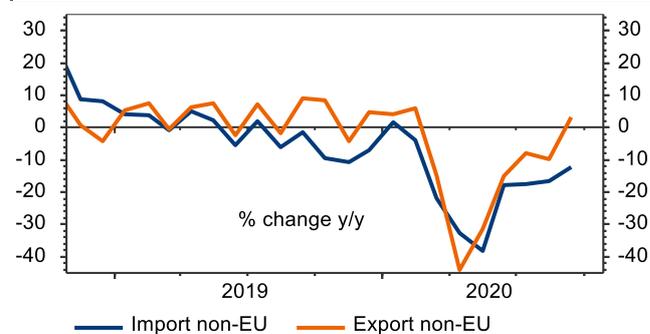
Italia. I dati sul **commercio estero extra-UE** a settembre mostrano un ampio aumento per le esportazioni (+8,1% m/m), a fronte di una flessione per le importazioni (-2,7% m/m, dopo tre mesi di recupero). Sull'anno, l'import resta in ampio calo (-12,9%), mentre l'export torna in positivo (+3%). A trainare le vendite all'estero nel mese sono stati beni intermedi, strumentali ed energia (tutti in progresso a due cifre su base congiunturale). Sull'anno, lo spaccato dell'export per Paese è molto differenziato: Cina, Mercosur, Svizzera, Turchia e Stati Uniti guidano i guadagni, mentre OPEC, Paesi ASEAN, Giappone e Regno Unito risultano in calo. Tutte le principali aree mostrano una flessione tendenziale dell'import, con la sola eccezione dell'OPEC. Il commercio estero, e in special modo l'export, è in una fase di chiaro recupero; tuttavia, il dato di settembre è influenzato da movimentazioni occasionali di elevato impatto (cantieristica navale) verso gli Stati Uniti, al netto delle quali si stima una crescita congiunturale meno ampia (+4,3%) e una lieve flessione tendenziale (-0,7%). In ogni caso, il commercio estero dovrebbe tornare a dare un contributo positivo al PIL nella seconda metà del 2020, dopo l'ampio freno visto nel 1° semestre.

Il saldo commerciale degli ultimi 12 mesi verso i Paesi extra-UE resta molto positivo



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

Il recupero dell'export, pur accentuato da fattori una tantum, è più accentuato di quello dell'import



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

Italia. A settembre, gli **occupati** sono risultati sostanzialmente stabili rispetto al mese precedente (+6 mila unità). La stabilità dell'occupazione nel mese è il risultato di una crescita tra i dipendenti permanenti, compensata circa in egual misura dal calo tra i lavoratori autonomi. Gli inattivi sono calati ulteriormente (-15 mila unità), determinando una flessione a sorpresa di un altro decimo (dopo quella già vista ad agosto) del tasso di **disoccupazione**, a 9,6%. Sia l'aumento degli occupati che il calo degli inattivi nel mese sono concentrati nella componente femminile. Ancora una volta, l'unica fascia di età a registrare significativi incrementi occupazionali è quella degli ultracinquantenni, a fronte di un'ulteriore contrazione tra i 25-34enni. In sintesi, i dati sul mercato del lavoro continuano a sorprendere verso l'alto. Tuttavia, le condizioni più restrittive su blocco dei licenziamenti e ricorso alla CIG, nonché gli effetti della "seconda ondata" di COVID-19 su alcuni settori dei servizi, dovrebbero spingere significativamente al rialzo la disoccupazione nei prossimi mesi.

Italia. Le **retribuzioni contrattuali** sono aumentate di un decimo a settembre, per una variazione annua stabile a 0,5%, ai minimi da oltre tre anni. L'incremento del mese è dovuto soprattutto all'edilizia (+1,6%). Sull'anno, i settori più dinamici sono energia elettrica e gas (+2,8%) e credito e assicurazioni (+2,2%), mentre numerosi comparti mostrano una stagnazione delle paghe orarie. Nel 3° trimestre 2020, sono stati approvati tre nuovi accordi contrattuali (alimentari; vetro e gomma; materie plastiche), e nessuno è scaduto. Alla fine di settembre risultano in attesa di rinnovo il 77,8% dei contratti. In assenza di rinnovi, l'indice delle retribuzioni contrattuali orarie resterebbe stabile allo 0,5% sino al prossimo mese di febbraio, per rallentare a 0,4% a marzo.

Italia. L'**inflazione** è risalita moderatamente a ottobre, a -0,3% da -0,6% a/a sull'indice domestico (con prezzi in aumento di due decimi nel mese) e a -0,6% da -1% precedente sulla misura armonizzata Ue (con listini in salita di sei decimi). L'aumento congiunturale sul NIC è dovuto ai beni energetici regolamentati (+7,6%), per via dei rialzi a due cifre delle tariffe su elettricità e gas; hanno contribuito, in minor misura, anche i beni alimentari non lavorati (+0,9%); viceversa, un contributo negativo è arrivato dai servizi relativi ai trasporti (-1,1%); si nota anche un ampio calo dei prezzi nell'istruzione (-4,1%). L'"inflazione di fondo" (al netto degli energetici e degli alimentari freschi) e quella al netto dei soli beni energetici sono salite entrambe, rispettivamente da +0,1% a +0,3% e da +0,2% a +0,5%. Pensiamo che il rialzo di ottobre sia stato temporaneo, e che l'inflazione possa tornare a calare moderatamente nei prossimi mesi. Pensiamo che entrambi gli indici possano restare in territorio negativo almeno sino all'inizio della prossima primavera.

Italia. I **prezzi alla produzione nell'industria** sono saliti di un altro decimo a settembre (a -3,1% a/a); sia la variazione congiunturale che quella tendenziale sono risultate circa in linea col mese precedente. Nel mese le pressioni al rialzo (sul mercato domestico) sono venute dai beni di consumo non durevoli (+0,4% m/m) e dall'energia (+0,6% m/m); sull'anno, i beni durevoli vedono rincari dell'1,4%, a fronte di un eccezionale ribasso per i prodotti energetici (-12%). Al netto dell'energia, il PPI sul mercato interno è poco variato sia sul mese che sull'anno.

Spagna. La **stima preliminare del PIL** nel 3° trimestre segna un forte rimbalzo di +16,7% t/t (valore ben al di sopra delle aspettative) da -17,8% t/t precedente, per una variazione tendenziale di -8,7% a/a, dopo il -21,5% a/a del 2° trimestre 2020. L'istituto di statistica riporta che i tre mesi estivi hanno visto un recupero di tutte le principali componenti. Il contributo principale è arrivato dalla domanda interna: i consumi sono saliti del +20,2% t/t, mentre gli investimenti del +19,8% t/t. Un ulteriore contributo alla crescita è arrivato dal commercio estero, che ha visto una ripresa dell'*export* (+34,3% t/t) più marcata di quella dell'*import* (+28,4% t/t). Lo spaccato per settori ha evidenziato un recupero più lento nei servizi (+15,0% t/t), mentre l'industria ha registrato un balzo del +27,4% t/t. La crescita su base congiunturale potrebbe ritornare in territorio lievemente negativo nell'ultimo trimestre dell'anno: il 2020 dovrebbe chiudersi con un crollo del PIL di circa il -11,0% (i rischi sulla previsione sono verso il basso).

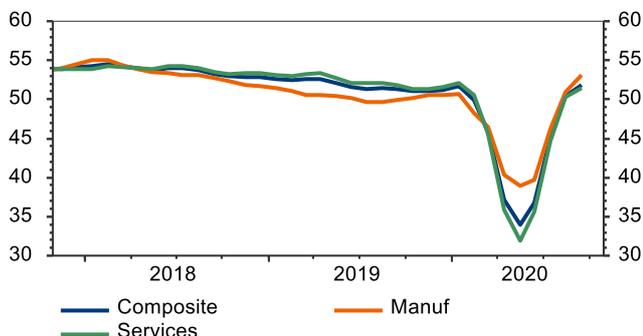
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	ott	55.1		
PMI manifatturiero - NBS	ott	51.5	51.3	
PMI non manifatturiero - NBS	ott	55.9		

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

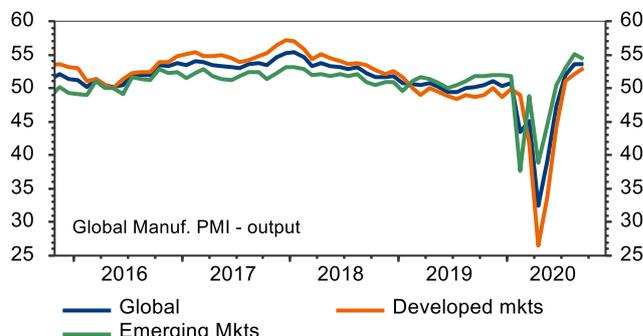
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



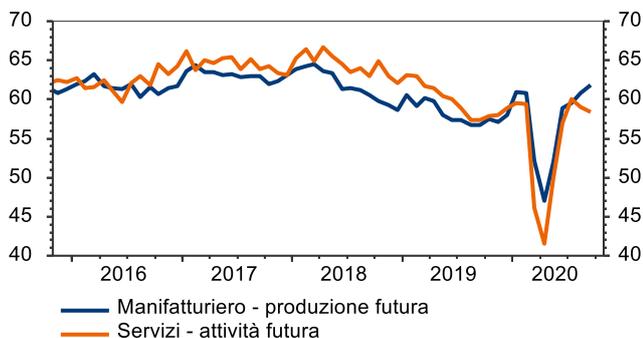
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



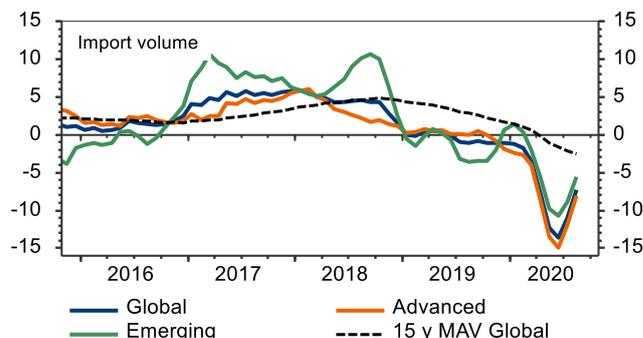
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



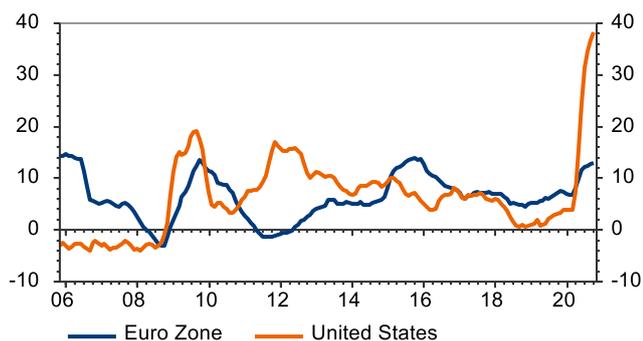
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



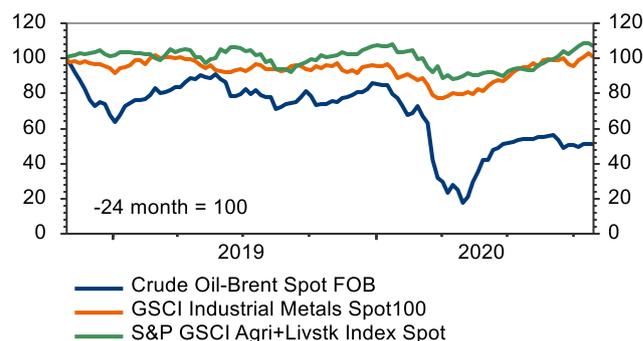
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

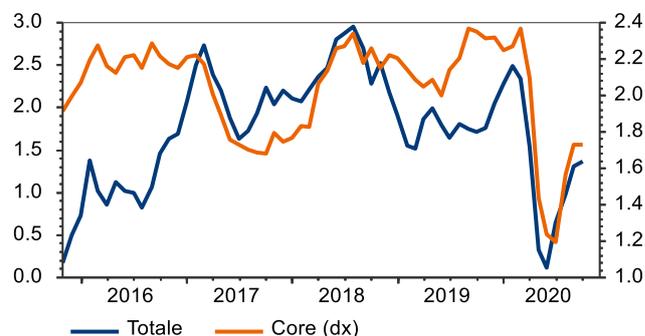
Stati Uniti

Indagini ISM



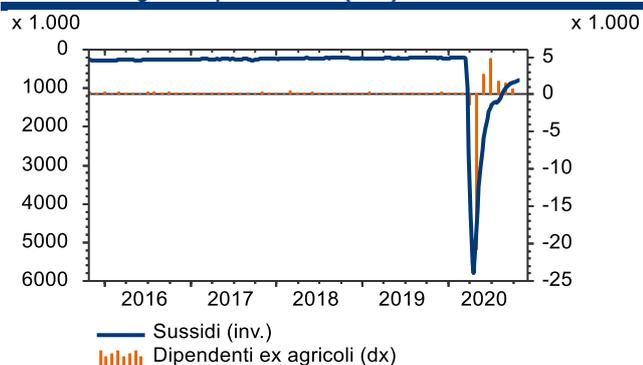
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



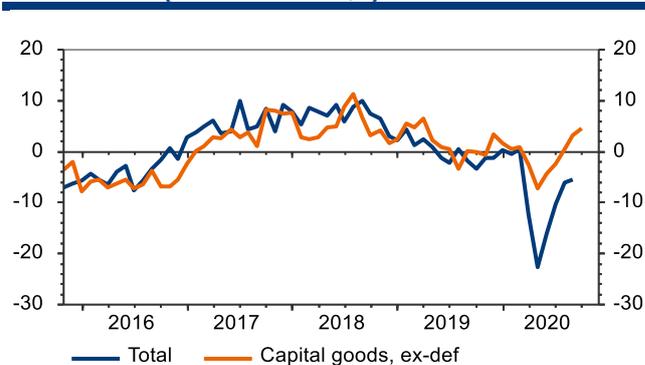
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

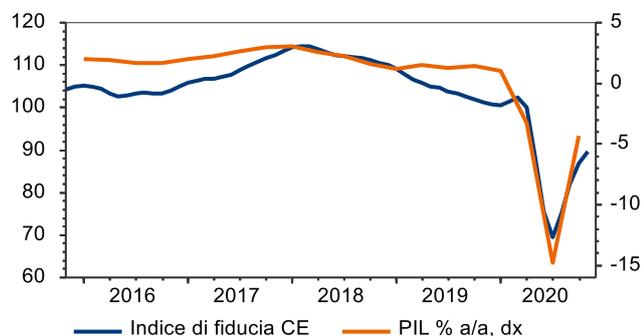
Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020				2021		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	-3.5	4.0	2.1	2.3	0.3	-9.0	-3.0	-2.4	-0.3	10.4
- trim./trim. annualizzato				2.6	2.4	-5.0	-31.4	32.7	4.7	3.5	3.1
Consumi privati	2.4	-4.0	4.7	2.7	1.6	-6.9	-33.2	36.5	6.5	4.2	3.2
IFL - privati non residenziali	2.9	-5.6	3.2	1.9	-0.3	-6.7	-27.2	11.5	5.1	5.5	4.6
IFL - privati residenziali	-1.7	3.4	5.9	4.6	5.8	19.0	-35.6	48.5	12.0	3.5	1.5
Consumi e inv. pubblici	2.3	2.8	1.7	2.1	2.4	1.3	2.5	7.5	1.2	1.2	0.4
Esportazioni	-0.1	-17.4	-1.1	0.8	3.4	-9.5	-64.4	13.5	2.5	4.5	7.2
Importazioni	1.1	-16.0	1.3	0.5	-7.5	-15.0	-54.1	16.5	5.2	5.5	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-1.1	0.1	-0.1	-0.9	-1.7	-4.3	3.4	-0.2	0.0	0.2
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-2.9	-2.7								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.6	-15.9	-8.1								
Debito pubblico (% PIL)	135.9	163.6	162.8								
CPI (a/a)	1.8	1.2	2.1	1.8	2.0	2.1	0.4	1.2	1.0	1.2	2.8
Produzione Industriale	0.9	-7.2	4.2	0.3	0.1	-1.7	-13.1	8.7	1.7	0.9	0.9
Disoccupazione (%)	3.7	8.3	6.9	3.6	3.5	3.8	13.0	8.8	7.5	7.3	7.0

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.

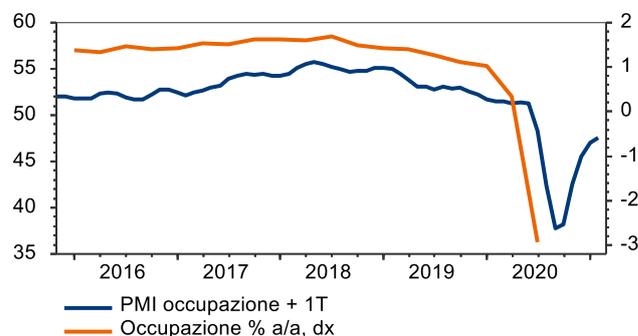
Area euro

PIL



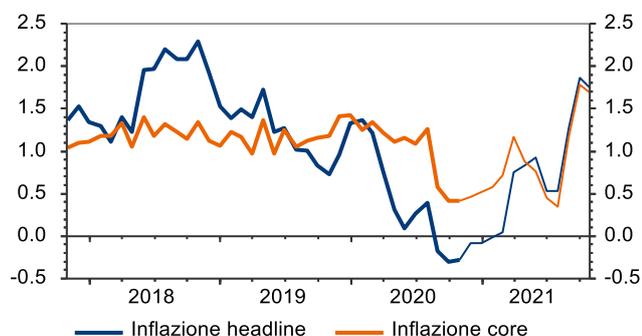
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2019	2020	2021
gennaio	1.4	1.4	0.0
febbraio	1.5	1.2	0.0
marzo	1.4	0.7	0.8
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	1.3
settembre	0.8	-0.3	1.9
ottobre	0.7	-0.3	1.7
novembre	1.0	-0.1	1.7
dicembre	1.3	-0.1	1.7

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020	2021
				T3	T1	T1
				T3	T2	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	-6.7	4.2	1.4	-3.3	-4.4
- t/t				0.3	-11.8	12.7
Consumi privati	1.4	-8.0	3.6	0.3	-4.5	12.1
Investimenti fissi	5.7	-10.9	0.8	-5.0	-17.1	9.5
Consumi pubblici	1.8	-0.4	2.4	0.6	-2.5	3.0
Esportazioni	2.5	-11.1	5.3	0.6	-18.8	14.0
Importazioni	3.9	-10.6	2.3	-2.4	-18.3	10.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.7	0.2	-0.3	-0.1	1.6
Partite correnti (% PIL)	3.3	2.0	2.3			
Deficit pubblico (% PIL)	-0.6	-9.0	-3.4			
Debito pubblico (% PIL)	86.0	102.7	98.8			
Prezzi al consumo (a/a)	1.2	0.3	1.0	1.0	0.2	-0.1
Produzione industriale (a/a)	-1.3	-9.4	4.5	-1.6	-20.2	-6.6
Disoccupazione (%)	7.6	8.0	8.5	7.5	7.6	8.2
Euribor 3 mesi	-0.36	-0.41	-0.47	-0.40	-0.40	-0.47

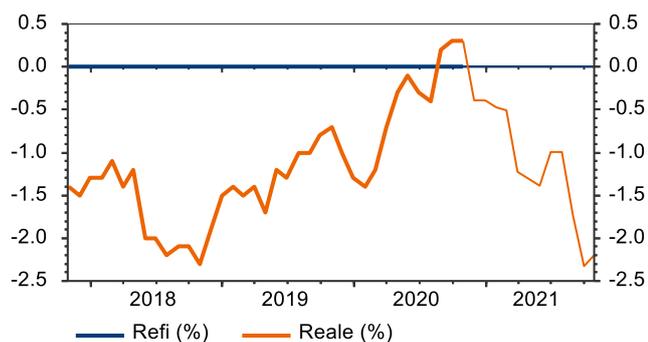
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	29/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.42	-0.51	-0.53	-0.55	-0.49	-0.49	-0.48	-0.47
Euribor 3m	-0.36	-0.42	-0.50	-0.52	-0.48	-0.47	-0.46	-0.46

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

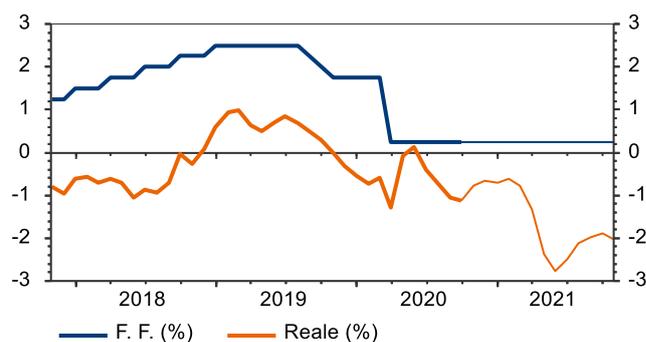


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	29/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	1.45	0.30	0.23	0.21	0.22	0.23	0.22	0.22

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

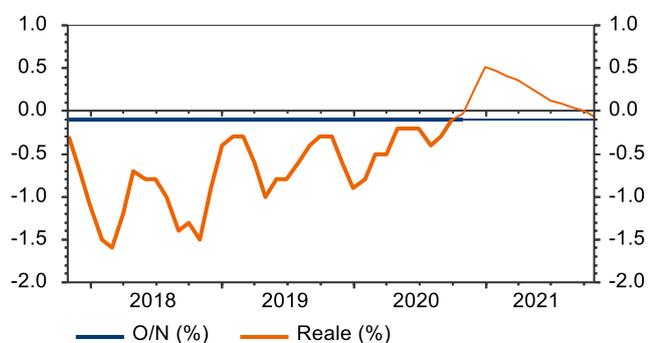


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	29/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.05	-0.10	-0.10	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

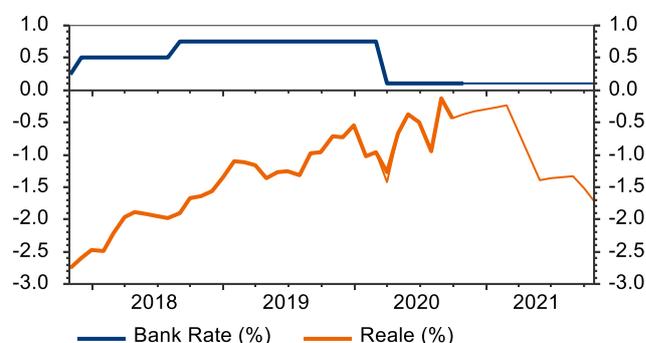


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	29/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.60	0.14	0.06	0.05	0.05	0.05	0.10	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	30/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.11	1.09	1.17	1.17	1.1674	1.16	1.17	1.18	1.16	1.18
USD/JPY	113	109	107	105	106	104.41	104	106	108	110	112
GBP/USD	1.27	1.29	1.26	1.30	1.29	1.2969	1.27	1.31	1.33	1.35	1.38
EUR/CHF	1.14	1.10	1.06	1.07	1.08	1.0693	1.07	1.08	1.09	1.10	1.15
EUR/JPY	128	121	116	124	124	121.88	121	124	127	128	132
EUR/GBP	0.89	0.86	0.87	0.90	0.91	0.8998	0.91	0.89	0.88	0.86	0.85

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 15c-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 separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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