

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Dalla Presidente della **BCE** è arrivata esplicitamente l'indicazione che la "ricalibrazione" della politica monetaria del prossimo mese sarà incentrata su PEPP e TLTRO-III.

**Brexit:** l'ennesima settimana decisiva è arrivata. Le due vie possibili sono costituite da un accordo commerciale di libero scambio ridotto all'osso, e da un'uscita senza accordo, con l'applicazione dei dazi previsti dalla tariffa standard. In entrambi i casi, dal 1° gennaio torneranno ad applicarsi i controlli doganali. L'uscita senza accordo comporterà un rischio di rappresaglie legali e commerciali, se il governo britannico insisterà con l'approvazione dello UK Internal Market Bill. Ma anche se l'accordo commerciale sarà siglato, le relazioni potrebbero rivelarsi ugualmente turbolente.

**Stati Uniti.** Il risultato elettorale del 3 novembre dà **la maggioranza sia del voto popolare sia dell'Electoral College a Biden**. I risultati non sono ancora certificati, ma sono altamente probabili. Il **Congresso sarà probabilmente diviso**, con una risicata maggioranza repubblicana. L'elettorato ha spinto i partiti verso il centro, scegliendo un presidente più moderato di Trump, ma anche ridimensionando lo spostamento verso "sinistra" del Partito democratico. Lo scenario centrale è quindi una presidenza Biden con un piano di azione più moderato rispetto al programma elettorale, ma ancora incentrato su un'azione efficace contro la pandemia e un ampio sostegno all'economia. Il Congresso potrebbe cooperare.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è povera di indicatori congiunturali. La seconda stima dei dati di inflazione di ottobre dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua stabile a -0,3% nell'Eurozona e in risalita a -0,6% da -1% di settembre sull'IPCA in Italia. La stima preliminare dell'indice di fiducia dei consumatori calcolato dalla Commissione UE dovrebbe mostrare un ulteriore calo del morale a novembre dopo quello già visto a ottobre.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sempre sull'evoluzione della contesa per la nomina a presidente. Le prime indagini del manifatturiero di novembre dovrebbero confermare l'espansione dell'attività e le aspettative relativamente ottimistiche delle imprese, nonostante il peggioramento del quadro sanitario. Fra i dati di ottobre, le informazioni dovrebbero essere ancora positive: le vendite al dettaglio, la produzione industriale, le vendite di case esistenti e i nuovi cantieri dovrebbero dare segnali espansivi per i consumi e gli investimenti nel 4° trimestre.

13 novembre 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

Dalla Presidente della **BCE** è arrivata esplicitamente l'indicazione che la "ricalibrazione" della politica monetaria del prossimo mese sarà incentrata su PEPP e TLTRO-III.

- Nel discorso introduttivo per l'ECB Forum on Monetary Policy, la presidente **Lagarde** ha dichiarato che la politica monetaria dovrà continuare a fornire sostegno, perché i rischi al ribasso per l'economia sono cresciuti e "l'impatto della pandemia continuerà a gravare sull'attività economica fino al 2021 inoltrato". La Presidente ha anche spiegato che per la decisione di dicembre saranno valutati anche i programmi fiscali, le prospettive di distribuzione dei vaccini e l'efficacia delle misure di confinamento in essere.
- In tale contesto, la politica monetaria deve "sostenere la domanda e prevenire effetti secondari" su salari e prezzi, garantendo condizioni di finanziamento favorevoli per l'intera economia. Ma come? Lagarde ha citato **due obiettivi**:
  - Il primo ruolo che deve svolgere è quello di **evitare gli effetti di spiazzamento della politica fiscale** su famiglie e imprese, compensandone eventuali effetti sui tassi di interesse. Nella visione della Banca centrale, attualmente la politica fiscale è ritenuto lo strumento principe di intervento.
  - In secondo luogo, deve "**sostenere il settore bancario** per garantire la trasmissione della politica monetaria e prevenire retroazioni negative". Per questo, è anche necessario garantire che le condizioni favorevoli di finanziamento restino tali a lungo.
- La Presidente della BCE non si è fermata qui. Tirando le conclusioni del ragionamento precedente, ha concluso che "sebbene tutte le opzioni siano sul tavolo, **il PEPP e le TLTRO III** hanno dimostrato la loro efficacia nell'ambiente attuale e possono essere regolati dinamicamente per reagire all'evoluzione della pandemia. È quindi **probabile che rimangano gli strumenti principali per l'adeguamento della nostra politica monetaria.**"
- Nel commentare l'esito dell'ultima riunione di politica monetaria della BCE, avevamo indicato che ritenevamo proprio PEPP e TLTRO-III gli elementi centrali della decisione di dicembre. Le dichiarazioni di Lagarde confermano la nostra convinzione. L'intervento sul programma TLTRO-III potrebbe includere un'estensione del periodo di applicazione del regime premiante di tasso, in modo da stimolare la domanda alle ultime due aste. Nel caso del PEPP, la nostra previsione era e resta quella di un'estensione da giugno a dicembre 2021, con aumento del plafond a 1800-1850 miliardi di euro.

**Brexit:** l'ennesima settimana decisiva è arrivata. Le due vie possibili sono costituite da un accordo commerciale di libero scambio ridotto all'osso, e da un'uscita senza accordo, con l'applicazione dei dazi previsti dalla tariffa standard. In entrambi i casi, dal 1° gennaio torneranno ad applicarsi i controlli doganali. L'uscita senza accordo comporterà un rischio di rappresaglie legali e commerciali, se il governo britannico insisterà con l'approvazione dello UK Internal Market Bill. Ma anche se l'accordo commerciale sarà siglato, le relazioni potrebbero rivelarsi ugualmente turbolente.

- I resoconti forniti in questi giorni da Reuters e *The Guardian* suggeriscono che il negoziato fra Unione Europea e Regno Unito sull'accordo commerciale post-Brexit non sarà concluso prima della scadenza indicata dal Parlamento Europeo, il 16 novembre. Le due fonti indicano come vero punto di non ritorno la metà della prossima settimana: la bozza dell'accordo dovrebbe essere finalizzata per la riunione degli ambasciatori UE, fissata provvisoriamente il 18/11, e quindi essere approvata dai capi di governo dell'UE il 19/11, in videoconferenza. Il Parlamento Europeo sarebbe quindi chiamato a pronunciarsi a dicembre, forse addirittura il 28/12<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> V. C. Humphries and G. Baczyńska: "Ireland sees EU-UK trade talks going past mid-November deadline", Reuters News 11/11/2020. D. Boffey: "[EU summit on 19 November seen as deadline for draft Brexit deal](#)", The Guardian, 11/11/2020.

- Ma che cosa c'è in gioco, questa volta? Qualunque sia l'esito dei negoziati, il Regno Unito uscirà a tutti gli effetti dal mercato unico il 31 dicembre, e saranno ripristinati i controlli doganali. In tutti gli scenari le imprese devono prepararsi a un aggravio delle pratiche amministrative connesse all'attività di import-export. In teoria, difetti di preparazione a livello di dogane, logistica e imprese potrebbero causare una brusca frenata dell'interscambio a gennaio per mere ragioni tecniche. L'ultima indagine DMP fra le imprese, però, mostra che soltanto una piccola quota di imprese si reputa del tutto impreparata, mentre una quota di circa un terzo è "parzialmente preparata" e le altre o sono pronte, o non operano con l'UE. Si aggiunga, che le dogane britanniche potrebbero decidere di applicare con maggiore flessibilità le regole nelle prime settimane, al fine di ridurre il rischio di congestione. Le imprese si stanno anche cautelando mantenendo livelli di scorte più elevati. Perciò i timori di osservare un crollo dell'attività per carenza di preparativi dovrebbero rivelarsi infondati. Nel settore finanziario, la preparazione risulta già molto avanzata, e le implicazioni sono indipendenti dai negoziati.
  - Nel caso di accordo, le due parti applicheranno un regime di dazi agevolato, essenzialmente nullo. L'accordo consentirebbe anche di definire procedure concordate per la gestione delle controversie e fisserebbe vincoli per l'erogazione degli aiuti di stato che garantiscano un elevato allineamento al regime UE.
  - Se il negoziato fallisse, invece, il Regno Unito applicherebbe alle importazioni dall'UE la UK General Tariff, mentre l'UE applicherebbe la sua Tariffa Comune. In questo secondo scenario, vi sarebbero ulteriori problematiche legate all'intenzione del governo britannico di far approvare un provvedimento, il cosiddetto UK Internal Market Bill, che secondo l'UE configura una violazione del trattato di recesso, e in particolare delle disposizioni contenute nel Protocollo sull'Irlanda. La legge consentirebbe al governo di violare il protocollo sia per cancellare l'obbligo di dichiarazione doganale per le esportazioni da Irlanda del Nord a Gran Bretagna, sia per ridurre l'ambito di applicazione della normativa comunitaria sugli aiuti di stato. Se la proposta di legge sarà promulgata, scatteranno azioni legali da parte dell'Unione.
- Alla fine, però, le differenze di lungo termine tra i due assetti potrebbero essere minori di quanto si potrebbe pensare. Alcuni osservatori come Ivan Rogers<sup>2</sup>, ad esempio, ritengono che UK e Unione Europea siano destinate a divergere gradualmente nel tempo anche se sarà firmato un accordo commerciale. E se tale processo non sarà gestito con cautela, il rischio è che l'allontanamento della normativa britannica da quella UE si accompagni a rappsaglie commerciali da parte dell'Unione.

**Stati Uniti.** Il risultato elettorale del 3 novembre dà **la maggioranza sia del voto popolare sia dell'Electoral College, a Biden**. I risultati non sono ancora certificati, ma sono altamente probabili. **Il Congresso sarà probabilmente diviso**, con una risicata maggioranza repubblicana. L'elettorato ha spinto i partiti verso il centro, scegliendo un presidente più moderato di Trump, ma anche ridimensionando lo spostamento verso "sinistra" del Partito democratico. Lo scenario centrale è quindi una presidenza Biden con un piano di azione più moderato rispetto al programma elettorale, ma ancora incentrato su un'azione efficace contro la pandemia e un ampio sostegno all'economia. Il Congresso potrebbe cooperare.

- A 10 giorni dall'Election Day, l'incertezza pre-elettorale è ampiamente ridimensionata, ma non completamente eliminata. Qual è il quadro politico per il 2021?
- **Presidente. Biden** ha ottenuto la maggioranza del **voto popolare** e dei **delegati all'Electoral College** (290 su 538). Ma per avere l'esito ufficiale devono essere superati ancora alcuni ostacoli, che potrebbero richiedere diverse settimane.

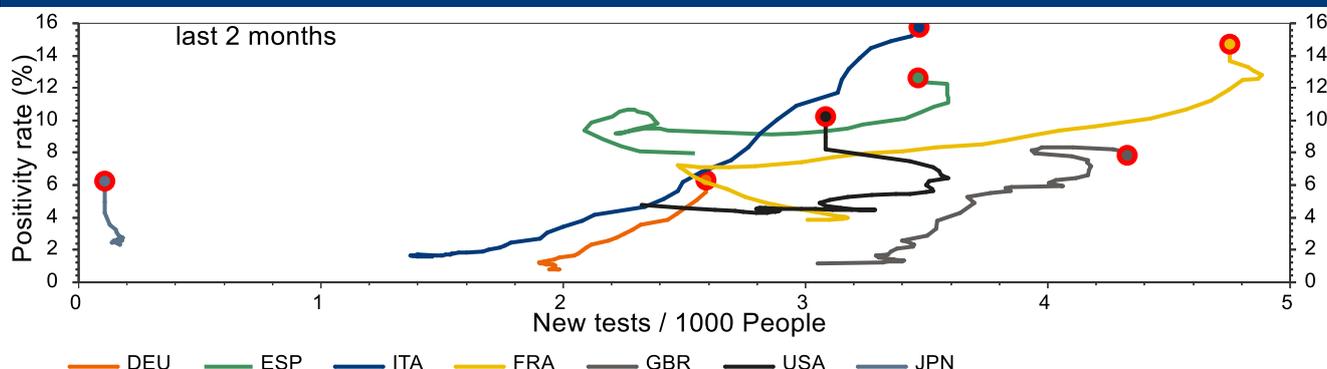
---

<sup>2</sup> V. le dichiarazioni di Rogers riportate in E. Casalicchio: "Why a Brexit deal won't end UK-EU squabbling", Politico, <https://www.politico.eu/article/why-a-brexit-deal-wont-spell-the-end-of-uk-eu-squabbling/>.

- **Alcuni Stati non hanno ancora i risultati definitivi:** in North Carolina le schede possono arrivare fino al 12 novembre, in Georgia (assegnato a Biden), in base alla legislazione statale, è stato ordinato un riconteggio perché il distacco fra i due candidati è al di sotto del limite fissato dalla legge.
- Una volta conclusi i conteggi, gli Stati devono **certificare i risultati** per selezionare i delegati all'Electoral College entro l'8 dicembre, in tempo per la data dell'elezione del presidente, fissata dalla legge al 14 dicembre. Trump ha aperto ricorsi con l'obiettivo di bloccare/ritardare la certificazione dei risultati in Pennsylvania, Michigan e Arizona, in base a presunte irregolarità del voto e dello spoglio delle schede. L'obiettivo è trasferire eventualmente ai parlamenti statali la nomina dei delegati all'Electoral College. Ci sono pochi precedenti legali per cause simili e non ci sono evidenze di irregolarità.
- Il ritardo nella certificazione dei risultati e il mancato riconoscimento della sconfitta da parte di Trump, probabilmente non avranno effetti definitivi, ma **dilazionano la designazione di Biden a "president Elect" e bloccano l'erogazione di fondi**, spazi e risorse per l'operatività del team di transizione, creando difficoltà obiettive al suo avversario.
- Il **6 gennaio 2021** il nuovo Congresso si riunisce, conta i voti elettorali e il vice-presidente in carica nomina il nuovo presidente, salvo contestazioni che devono essere accettate o rifiutate da ciascun ramo del Congresso. Il **20 gennaio** il presidente uscente decade e nuovo presidente ne assume i poteri.
- **Congresso.** La **Camera** rimane in mano ai Democratici, ma con una maggioranza ridimensionata. Su 435 seggi totali, ai Democratici sono stati assegnati 224 seggi (dai 232 della Camera attuale), contro i 211 assegnati ai Repubblicani. Il **Senato** è ancora incerto: ora i Repubblicani hanno 50 seggi e i Democratici 48, ma ci sono due seggi in Georgia (ora detenuti da Repubblicani) per cui si terranno elezioni suppletive il 5 gennaio 2021. In caso di passaggio ai Democratici di entrambi i seggi (che al momento non è lo scenario centrale), la parità sarebbe spezzata dal vice-presidente (presumibilmente K. Harris).
- Lo scenario centrale, quindi, nonostante le turbolenze possibili nel prossimo mese, è una **presidenza Biden, con un Congresso diviso**. In questo quadro, non c'è spazio per grandi riforme o modifiche radicali e controverse alla legislazione vigente. Ma c'è il segnale che il Congresso e la presidenza sono spinti dagli elettori verso il centro e verso posizioni che possono portare a legiferare su alcuni temi urgenti e importanti per il Paese: gestione dell'economia e della sanità durante la pandemia, immigrazione, ambiente e integrazione razziale. **Il risultato elettorale può rappresentare un meccanismo di controllo per riportare la leadership dei partiti verso il centro.**
- **Biden**, che ha avuto un risultato più soddisfacente rispetto a quello del Partito democratico nel suo complesso, avrà un'investitura a **governare su posizioni centriste**, limitando l'espansione delle frange democratiche più progressiste. Il **Partito repubblicano**, d'altra parte, che ha avuto un successo maggiore rispetto a quello di un presidente politicamente imprevedibile e con visioni "estreme" in alcune aree (sanità, commercio, immigrazione), potrà riportare il baricentro verso visioni potenzialmente più conciliabili con quelle dei Democratici. Quindi, si aprano spiragli di cooperazione fra un'Amministrazione Biden e un Senato ancora guidato da McConnell per ottenere qualche risultato, meno eclatante di una profonda riforma tributaria, ma costruttivo in termini di sostegno all'economia e di riduzione delle fratture sociali. Un interrogativo cruciale riguarda il ruolo politico di Trump nel futuro del Partito repubblicano, ma la perdita dell'immunità da presidente di fronte alle molte cause legali aperte contro Trump probabilmente frenerà il suo coinvolgimento diretto. In ogni caso, Biden avrà spazio comunque, attraverso i suoi poteri esecutivi, per **riportare gli USA sul sentiero abbandonato della cooperazione internazionale, sia politica, sia commerciale, sia ambientale.**
- In conclusione, la volontà di Biden di essere un "presidente che unisce il Paese" potrebbe permettere di sostituire il programma di grandi aumenti di spesa e di imposte, con una **combinazione di misure di più basso profilo ma con la capacità di interrompere il trend di ininterrotta polarizzazione** culminata nella spaccatura totale emersa durante la presidenza Trump.

## Monitor dell'impatto COVID

### Tasso di positività e numerosità relativa dei test per alcuni paesi



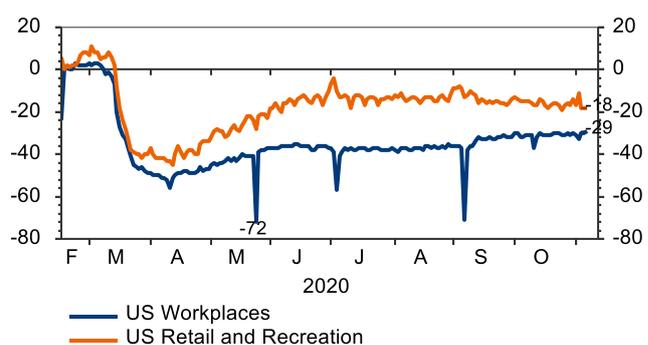
Fonte: Our World in Data

### Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



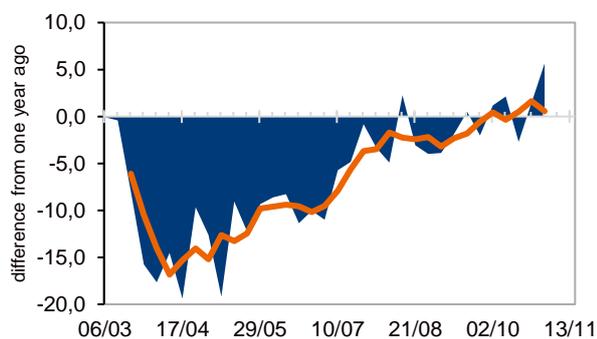
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



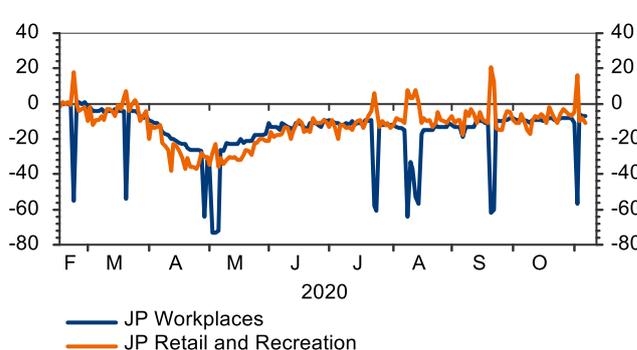
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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'**area euro**, la settimana è povera di indicatori congiunturali. La seconda stima dei dati di inflazione di ottobre dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua stabile a -0,3% nell'Eurozona e in risalita a -0,6% da -1% di settembre sull'IPCA in Italia. La stima preliminare dell'indice di fiducia dei consumatori calcolato dalla Commissione UE dovrebbe mostrare un ulteriore calo del morale a novembre dopo quello già visto a ottobre.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sempre sull'evoluzione della contesa per la nomina a presidente. Le prime indagini del manifatturiero di novembre dovrebbero confermare l'espansione dell'attività e le aspettative relativamente ottimistiche delle imprese, nonostante il peggioramento del quadro sanitario. Fra i dati di ottobre, le informazioni dovrebbero essere ancora positive: le vendite al dettaglio, la produzione industriale, le vendite di case esistenti e i nuovi cantieri dovrebbero dare segnali espansivi per i consumi e gli investimenti nel 4° trimestre.

### Lunedì 16 novembre

#### Area euro

■ **Italia.** La **seconda stima dell'inflazione di ottobre** dovrebbe confermare la lettura preliminare, con prezzi in aumento di due decimi sul NIC e di sei decimi sull'IPCA, per un'inflazione annua in risalita a -0,3% da -0,6% sull'indice domestico e a -0,6% da -1% sulla misura armonizzata UE. L'"inflazione di fondo" (al netto degli energetici e degli alimentari freschi) dovrebbe anch'essa essere confermata in crescita, a 0,3% da 0,1% di settembre. Pensiamo che il rialzo di ottobre sia stato temporaneo, e che l'inflazione possa tornare a calare moderatamente nei prossimi mesi. Vediamo entrambi gli indici in territorio negativo almeno sino all'inizio della prossima primavera.

#### Stati Uniti

■ L'indice **Empire della NY Fed** a novembre dovrebbe essere poco variato, a 12, da 10,5 di ottobre, restando all'interno dell'intervallo di fluttuazione visto dall'estate e in linea con il proseguimento dell'espansione dell'attività. Le indicazioni degli ordini e dei dati settimanali si mantengono positive, con la domanda finale di beni ancora sostenuta, a discapito dei servizi, dall'evoluzione della pandemia. Il costante aumento dei contagi sta determinando reazioni modeste da parte delle Autorità negli Stati del distretto della Fed di NY, prevalentemente mirate a ridurre gli orari di apertura di bar e ristoranti e le riunioni di persone. Le aspettative a 6 mesi potrebbero aumentare da 32,8 di ottobre, sulla scia delle notizie incoraggianti sul fronte dei vaccini.

### Martedì 17 novembre

#### Stati Uniti

■ Le **vendite al dettaglio** di ottobre sono attese in rialzo di 0,5% m/m, dopo l'1,9% m/m di settembre. Le vendite di auto a ottobre hanno segnato una battuta d'arresto, con una correzione dei volumi di -0,5% m/m, ma il trend rimane verso l'alto. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero essere in crescita di 0,6% m/m, dopo 1,5% m/m di settembre. Le vendite settimanali sono in rialzo solido, nonostante la recente accelerazione dei contagi. Per la benzina si dovrebbe registrare una correzione, dovuta sia ai prezzi sia ai volumi. Infine, i materiali da costruzione dovrebbero essere in rialzo grazie alla continua espansione delle costruzioni residenziali. Anche in autunno, come nei due trimestri precedenti, i consumi di beni dovrebbero essere in rialzo solido, sulla scia di un effetto trascinarsi favorevole e del risparmio elevato.

■ La **produzione industriale** a ottobre dovrebbe essere in ripresa, con una variazione attesa di 0,8% m/m, dopo -0,6% m/m di settembre. Nel manifatturiero, l'output è previsto in aumento di 0,9% m/m, sulla scia dell'espansione delle ore lavorate e degli occupati nel settore. Il livello di attività sta risalendo, ma rimane ancora inferiore a quello pre-pandemico.

**Mercoledì 18 novembre****Area euro**

- **Area euro.** La **stima finale dell'inflazione** a ottobre è attesa stabile a -0,3% a/a, in linea con la prima lettura. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia dovrebbe anch'esso confermare il dato della stima preliminare (+0,4% a/a, invariato rispetto al mese di settembre). I prezzi dovrebbero essere confermati in aumento di due decimi nel mese, dopo il +0,1% m/m di settembre; sono attesi in salita 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).

**Stati Uniti**

- I **cantieri residenziali** a ottobre dovrebbero proseguire sul trend verso l'alto, con un aumento a 1,47 mln, da 1,415 mln di settembre. L'indagine presso i costruttori di case ha registrato un nuovo rialzo a ottobre, a 85, e l'employment report ha indicato occupati in crescita nell'edilizia residenziale. Le **licenze edilizie** dovrebbero aumentare a 1,56 mln, da 1,553 mln, vincolate da limiti di offerta di aree edificabili e di personale specializzato.

**Giovedì 19 novembre****Stati Uniti**

- L'indice della **Philadelphia Fed** a novembre è atteso in calo a 25, da 32,3 di ottobre, con segnali di proseguimento dell'espansione in atto nel settore manifatturiero. I livelli di attività restano al di sotto di quelli pre-pandemia, e i piani di investimento sono frenati dall'incertezza, sia sanitaria sia politica. Tuttavia, le imprese nella seconda metà di ottobre restavano ottimiste riguardo al proseguimento della ripresa, come riportato nel Beige Book. Ci aspettiamo segnali cautamente positivi anche a novembre, sulla scia dei risultati sul fronte dei vaccini e della tenuta della domanda finale.
- Le **vendite di case esistenti** a ottobre dovrebbero aumentare a 6,59 mln, sui massimi da metà 2006, da 6,54 mln di settembre, alla luce delle indicazioni solide dei contratti di compravendita. Il vero vincolo all'espansione delle vendite è la carenza di scorte. Le case invendute a settembre erano pari a 2,7 mesi di vendite, sui minimi storici per la serie (dal 1982).

**Venerdì 20 novembre****Area euro**

- **Area euro.** La stima flash dell'**indice di fiducia dei consumatori**, elaborato dalla Commissione Europea, è attesa in lieve flessione a novembre, a -17,0 punti da -15,5 punti di ottobre. Nonostante il calo, l'indice rimarrebbe al di sopra del minimo registrato ad aprile (-22,0 punti). L'indagine congiunturale di novembre dovrebbe riflettere l'incertezza legata alla risalita dei contagi e all'adozione di nuove misure di contenimento.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (16 – 20 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 16/11	00:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T3	-28.1	%	18.9	
	00:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T3	-7.9	%	4.4	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	ott	3.3	%	4.9	
	03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		ott	1.2	%		
	03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	ott	0.8	%	1.6	
	03:00	CN	Produzione industriale a/a		ott	6.9	%	6.5	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		ott	-7.9	%		
	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		set	prel 4.0	%		
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	ott	prel 0.2	%		
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		ott	prel -0.3	%	0.2	
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		ott	prel -0.6	%	-0.3	
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	ott	prel 0.6	%	-0.6	
14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	nov	10.5		12.9	12.0	
Mar 17/11	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		set	3.9	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		set	0.3	Mld €		
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		ott	0.3	%	0.3	
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	ott	1.9	%	0.5	0.5
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ott	1.5	%	0.6	0.6
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		ott	-0.6	%	0.8	0.8
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		ott	71.5	%	72.1	
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		set	0.3	%	0.4	
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		nov	85.0		85.0	
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		set	27.8	Mld \$			
Mer 18/11	00:50	GIA	Bilancia commerciale		ott	687.8 (675.0)	Mld ¥ JP	250.0	
	08:00	GB	CPI a/a	*	ott	0.5	%	0.6	
	08:00	GB	CPI m/m		ott	0.4	%	0.1	
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	ott	prel -0.3	%	-0.3	-0.3
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	ott	prel 0.2	%	0.2	0.2
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		ott	prel 0.4	%		0.4
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	ott	1.415	Mln	1.440	1.470
	14:30	USA	Licenze edilizie		ott	1.545	Mln	1.570	1.560
Gio 19/11	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	709	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	6.786	Mln		
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	nov	32.3		22.0	25.0
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		ott	0.7	%	0.6	
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		ott	6.54	Mln	6.45	6.60
Ven 20/11	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	ott	0.0	%		
	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	ott	-0.3	%	-0.7	
	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		nov	48.7			
	02:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	nov	4.7	%		
	08:00	GER	PPI a/a		ott	-1.0	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		ott	4.7	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	ott	1.5	%	0.4	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		set	-3.8	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		set	5.9	%		
	10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		set	6.1	%		
	10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		set	15.1	%		
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	nov	-15.5		-17.4	-17.0

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 (16 – 20 novembre)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>	
Lun	16/11	05:00	GIA	Discorso di Masai (BoJ)
		10:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		10:40	EUR	Discorso di Centero (BCE)
		14:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		14:30	EUR	Discorso di Mersch (BCE)
		18:30	GB	Discorso di Haskel (BoE)
		20:00	USA	Discorso di Clarida (Fed)
Mar	17/11	15:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		18:00	GB	Discorso di Ramsden (BoE)
		21:00	USA	Bostic, Daly e Rosengren (Fed) partecipano a una tavola rotonda su occupazione e razzismo
Mer	18/11	09:15	EUR	Discorso di Enria (BCE)
		11:30	GB	Discorso di Haldane (BoE)
		18:15	USA	Discorso di Williams (Fed)
		19:20	USA	Discorso di Bullard (Fed)
Gio	19/11	00:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)
		01:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		16:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		16:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		17:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		--	UE	* Videoconferenza dei membri del Consiglio europeo
Ven	20/11	09:15	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		14:30	USA	Discorso di Kaplan (Fed)
		19:30	USA	Discorso di George (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

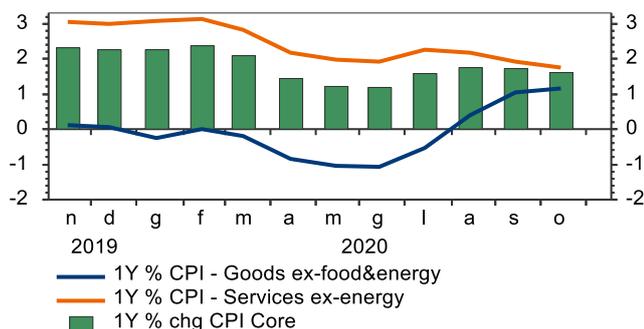
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Richieste di sussidio	settim	757 (754) x1000	735	709
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	7.222 (7.285) Mln	6.900	6.786
CPI m/m	ott	0.2	%	0.1
CPI a/a	ott	1.4	%	1.3
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	ott	1.7	%	1.8
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	ott	0.2	%	0.0
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	ott	0.4	%	0.2
PPI m/m	ott	0.4	%	0.2

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

Il **CPI** a ottobre è stabile su base mensile (1,2% a/a). Anche il **CPI core** è invariato (1,6% a/a), frenato da variazioni contenute nei servizi e correzioni per sanità, abbigliamento e arredamento. L'energia è in rialzo modesto (0,1% m/m, -9,2% a/a), nonostante il calo della benzina (-0,5% m/m), che è più che controbilanciato dal rialzo dei servizi elettrici (gas ed elettricità). I **beni core** correggono di -0,2% m/m, frenati da sanità (-0,8% m/m), abbigliamento (-1,2% m/m, secondo calo consecutivo), arredamento (-0,5% m/m) e auto usate (-0,1% m/m), a fronte di aumenti per auto nuove (0,4% m/m) e articoli sportivi (0,3% m/m). I **servizi ex-energia** registrano un rialzo marginale (0,1% m/m), con contributi negativi da sanità (-0,3% m/m), assicurazioni auto (-2,3% m/m), servizi finanziari (-1,1% m/m), solo parzialmente contrastati da +0,1% m/m per l'abitazione (con rialzo di affitti e affitti figurativi e correzione di altre residenze, come scuole e alberghi), tariffe aeree (6,3% m/m), servizi ricreativi (0,7% m/m), istruzione e comunicazione (0,1% m/m).

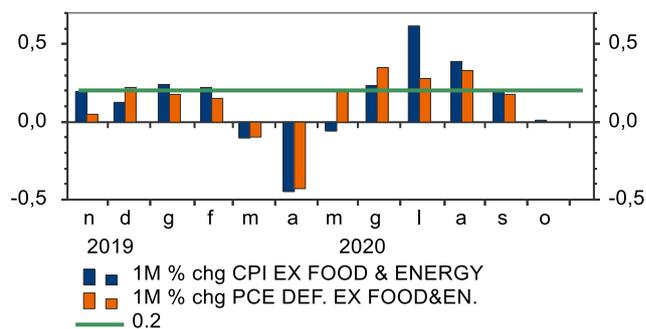
I dati segnalano moderazione dei prezzi non solo nel settore dei beni (che avevano visto solidi rialzi nei mesi scorsi per auto usate e farmaci) ma anche nei servizi (in particolare sanità e ospitalità). Va notato che la definizione del capitolo sanità nel deflatore è differente rispetto a quella che entra nel CPI, pertanto andrà monitorata l'informazione del PPI in uscita domani. La sanità è definita in modo analogo nel deflatore dei consumi e nel PPI. Tuttavia, si riscontra anche una moderata ripresa di pricing power nei comparti della ristorazione e della ricreazione. Il trend dell'inflazione nei prossimi mesi sarà verso il basso, con freni nei servizi collegati alla recrudescenza dei contagi.

#### Il trend del CPI core sarà in rallentamento fino alla primavera



Fonte: Refinitiv Datastream

#### CPI a ottobre stabile, frenato dalla sanità e dai beni core

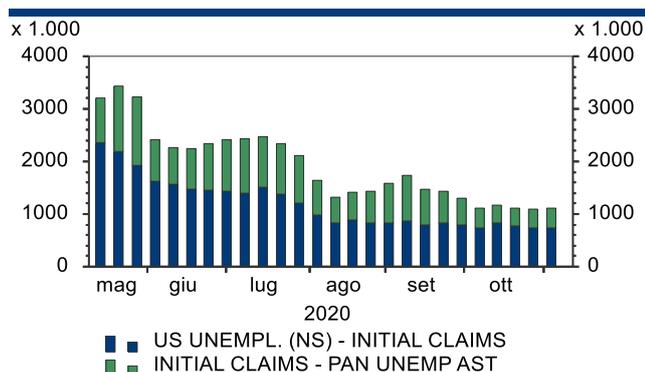


Fonte: Refinitiv Datastream

Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 7 novembre calano a 709 mila, da 757 mila della settimana precedente. Su base non stagionalizzata, le nuove richieste sono pari a 723105 (-20799), mentre le nuove richieste per i sussidi federali per la pandemia sono 298154. I sussidi esistenti nella settimana conclusa il 31 ottobre correggono a 6,786 mln (-436 mila). Il dato non stagionalizzato si attesta a 6,486 mln (-402 mila). Il totale dei

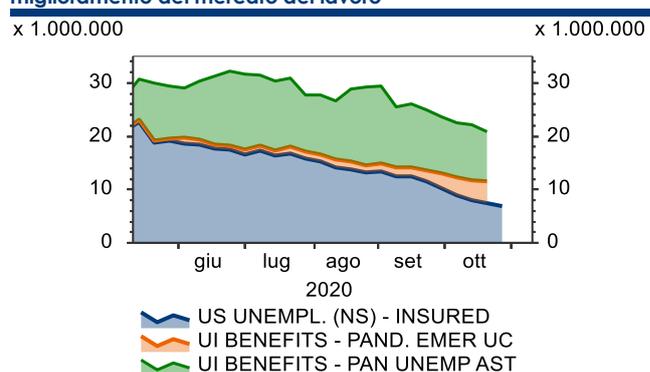
sussidi esistenti al 24 ottobre, includendo tutti i programmi sia statali sia federali, cala a 21,157 mln da 21,531 mln di metà ottobre. I sussidi esistenti in calo e la stabilizzazione dei nuovi sussidi testimoniano il continuo miglioramento del mercato del lavoro e puntano a ulteriori riduzioni del tasso di disoccupazione. Tuttavia, il livello elevato dei sussidi e delle nuove richieste conferma la necessità di ulteriori interventi fiscali a sostegno del reddito delle famiglie.

#### Le nuove richieste di sussidi sono circa stabili a inizio novembre



Fonte: Refinitiv Datastream

#### I sussidi esistenti continuano a calare, confermando il sentiero di miglioramento del mercato del lavoro



Fonte: Refinitiv Datastream

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	set	0.2	%	-0.7

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **ordini di macchinari** a settembre calano di -4,4% m/m, dopo +0,2% m/m ad agosto, portando la correzione trimestrale a -0,1% t/t (-12,9% t/t in primavera). Gli ordini dall'estero sono crollati di -16,7% m/m, in parte come correzione dopo il balzo di +49,6% m/m di agosto, mentre gli ordini a livello domestico sono in moderato miglioramento. Il Cabinet Office prevede una flessione di -1,9% t/t in autunno.

#### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	set	0.6 (0.7)	%	0.7
	PIL a/a 2a stima	T3	-4.3	%	-4.3
	PIL t/t 2a stima	T3	12.7	%	12.7
FRA	Tasso di disoccupazione	T3	7.1	%	7.9
	Produzione industriale m/m	set	1.1 (1.3)	%	0.8
	IPCA m/m finale	ott	-0.1	%	-0.1
	IPCA a/a finale	ott	0.0	%	0.0
	CPI m/m Ex Tob	ott	-0.5	%	0.0
GER	Bilancia commerciale destag.	set	15.4 (15.7)	Mld €	15.8
	ZEW (Sit. corrente)	nov	-59.5		-65.0
	ZEW (Sentiment econ.)	nov	56.1		41.7
	CPI (Lander) m/m finale	ott	0.1	%	0.1
	IPCA a/a finale	ott	-0.5	%	-0.5
	CPI (Lander) a/a finale	ott	-0.2	%	-0.2
	IPCA m/m finale	ott	0.0	%	0.0
ITA	Produzione industriale m/m	set	7.4 (7.7)	%	-2.0
SPA	IPCA a/a finale	ott	-1.0	%	-1.0

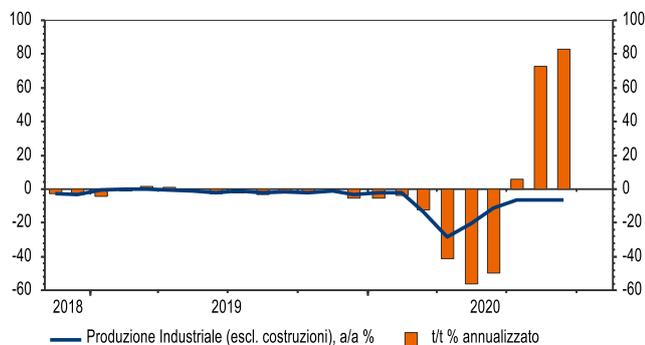
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro.** La **seconda lettura del PIL** del 3° trimestre 2020 mostra una revisione al ribasso di un decimo rispetto al dato preliminare: la crescita è stata del +12,6% t/t e -4,4% a/a, dopo il -11,8% t/t (-14,8% a/a) registrato nei mesi primaverili. Si tratta dell'aumento più ampio da quando esiste la serie storica (1995). Eurostat fornirà dettagli sull'andamento delle componenti in coincidenza con la pubblicazione della stima finale l'8 dicembre. 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. Nel trimestre estivo è cresciuta anche l'**occupazione**, passata a +0,9% t/t da -2,9% t/t precedente.

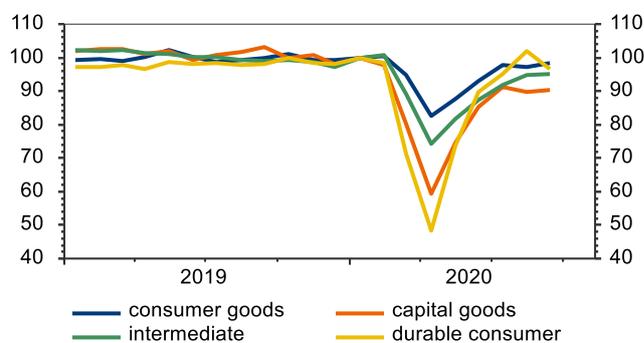
**Area euro.** A settembre la **produzione industriale** torna in territorio negativo dopo quattro mesi di crescita: l'indice cala del -0,4% m/m, dopo il +0,6% di agosto (rivisto al ribasso da +0,7%). A livello settoriale, registrano una flessione i beni durevoli (-5,3% m/m) e i prodotti energetici (-1,0% m/m), mentre crescono i beni di consumo non durevoli (+2,1% m/m) e, in minor misura, i beni di investimento ed i beni intermedi (+0,6% m/m e +0,5% m/m, rispettivamente). Nessun settore manifatturiero mostra un aumento della produzione rispetto a un anno fa. Lo spaccato per Paese vede Germania (+1,7% m/m), Spagna (+0,6% m/m) e Francia (+1,5% m/m) registrare una variazione positiva, mentre l'Italia segna un brusco calo del -5,6% m/m. La variazione annua è passata a -6,8% a/a da -6,7% a/a (rivisto al rialzo di cinque decimi) precedente; l'indice rimane del -5,9% inferiore rispetto al valore di febbraio. L'attività industriale potrebbe rallentare ulteriormente nei mesi autunnali, a causa dell'incertezza derivante dall'aumento dei contagi e dell'introduzione di nuove misure di contenimento. Ciononostante, l'indice dovrebbe collocarsi lontano dai minimi registrati a cavallo tra il 1° e il 2° trimestre. Stimiamo una contrazione media annua intorno al -9,6% nel 2020.

#### Area euro: si ferma la ripresa della produzione industriale



Fonte: Refinitiv Datastream

#### I beni di consumo sono circa in linea con i livelli pre-crisi ma il divario resta del 10-11% per i beni di investimento



Nota: gennaio 2020=100. Fonte: Refinitiv Datastream

**Germania.** Lo **ZEW** cala più delle attese a novembre, con una flessione dell'indice sulle aspettative e dell'indice sulla situazione corrente rispettivamente a 39 da 56,1 e a -64,3 da -59,5. Il rallentamento di novembre riflette i timori per gli effetti economici della "seconda ondata" di COVID-19. Tuttavia, in Germania le condizioni produttive e sanitarie rimangono tra le migliori in Europa.

**Germania.** La seconda lettura ha confermato che a ottobre i **prezzi al consumo** sono saliti di un decimo sull'indice nazionale e rimasti fermi sull'armonizzato. L'inflazione annua è stata quindi anch'essa confermata in rallentamento rispettivamente a -0,2% sull'indice nazionale e a -0,5% sull'indice armonizzato. L'inflazione tedesca è vista in calo a 0,5% nel 2020 da 1,4% del 2019.

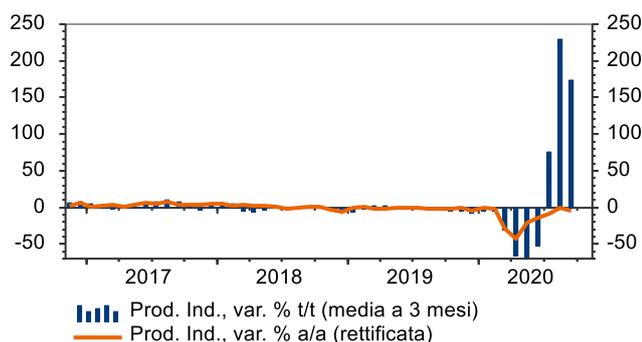
**Francia.** La **produzione industriale** è salita circa in linea con le nostre stime a settembre, di 1,4% m/m dopo l'1,1% m/m di agosto (dato rivisto al ribasso da 1,3% m/m). La produzione manifatturiera ha fatto segnare un +2,2% m/m (da 0,8% precedente), mentre la produzione energetica è calata di -2,1% m/m (da +2,2% di agosto). La variazione annua è risalita a -6% da

-6,4% precedente. Nel terzo trimestre l'output è cresciuto di +20,1% t/t, dopo il crollo di -17% t/t visto nel secondo.

**Francia.** La **disoccupazione** è balzata dal 7,1 al **9,0%** nel terzo trimestre 2020. Il brusco aumento riflette una parziale normalizzazione del mercato del lavoro, dopo che nel secondo trimestre molte persone senza impiego erano state classificate come inattive perché non avevano potuto effettuare ricerca attiva di un lavoro a causa delle misure di confinamento. L'incremento della disoccupazione è stato più marcato nella fascia di età 15-24 anni, considerando la combinazione di secondo e terzo trimestre.

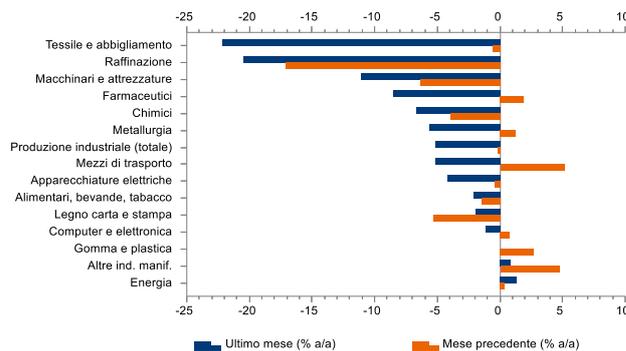
**Italia.** La **produzione industriale** ha corretto più del previsto a settembre, di -5,6% m/m, dopo essere aumentata di +7,4% ad agosto. È il primo calo dopo quattro mesi di recupero. La variazione su base annua (corretta per gli effetti di calendario) è scesa a -5,1% da -0,3% del mese precedente. L'output risulta ora inferiore di circa il 4% rispetto al livello pre-COVID (dello scorso febbraio). Nel mese il calo è guidato dai beni durevoli (-11,4% m/m, dopo i robusti aumenti registrati nei mesi precedenti); l'unico macro-settore resiliente è stato quello dei prodotti energetici (-0,3% m/m). Su base annua l'energia è poco variata, mentre i durevoli sono l'unico gruppo a registrare un aumento significativo (+2,6% a/a). I beni non durevoli e i beni strumentali risultano in calo di oltre -7% rispetto a un anno prima. Il dettaglio per settore mostra che tre comparti stanno subendo una flessione a due cifre su base annua: tessile (-20,8% a/a), coke e petroliferi raffinati (-20,4%) e macchinari e attrezzature (-11,9%). Nessun settore manifatturiero mostra un aumento della produzione rispetto a un anno fa. I dati confermano ciò che sospettavamo il mese scorso, ovvero che l'aumento di agosto fosse "distorto" al rialzo dall'insolita stagionalità di quest'anno (ad agosto sono rimaste aperte più fabbriche del solito, a causa della necessità di recuperare i livelli di attività dopo la chiusura della scorsa primavera). La correzione di settembre della produzione industriale rende solo di poco meno ampio il rimbalzo del terzo trimestre (+28,6% t/t), ma è un segnale negativo per il quarto trimestre, che sarà fortemente influenzato dalle nuove misure governative per combattere la "seconda ondata" di COVID-19. Sebbene tali misure colpiscano i servizi anziché il manifatturiero, potrebbero derivarne effetti retroattivi anche per alcuni comparti industriali. Stimiamo una contrazione del PIL di -3,6% t/t nel trimestre in corso. Ciò impatterà anche sul PIL medio annuo previsto per il 2021, che a nostro avviso, in uno scenario relativamente ottimistico, potrebbe scendere al di sotto del 5% (stimiamo che il PIL in media nel 2021 possa risultare inferiore del 4,7% rispetto al livello medio del 2019).

**Si affenna il recupero della produzione industriale**



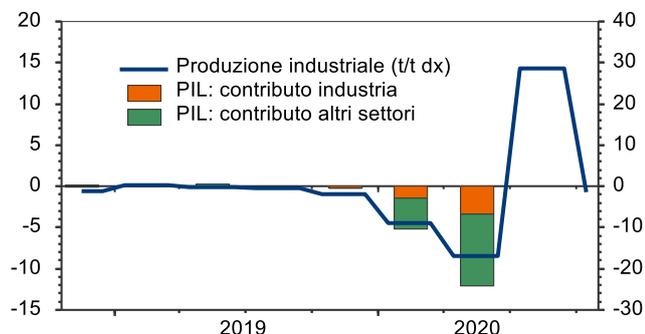
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

**Nessun settore manifatturiero si salva dal calo su base annua**



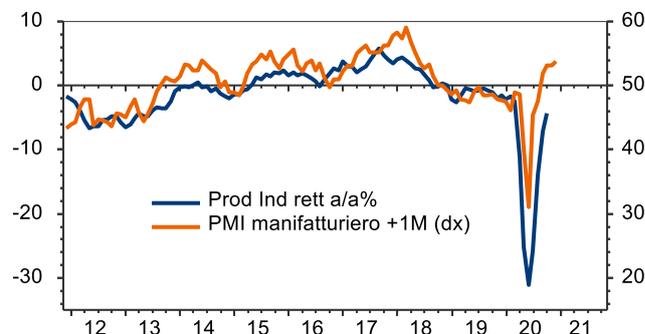
Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

**L'industria, dopo aver spinto il rimbalzo del PIL nei mesi estivi, potrebbe tornare a calare nel trimestre in corso**



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

**Le indagini nel manifatturiero non segnalano per ora un'inversione di rotta (ma i servizi risentiranno delle nuove misure restrittive per combattere la "seconda ondata")**



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

**Paesi Bassi.** La prima stima indica che nel terzo trimestre il **PIL** è cresciuto più del previsto, registrando un +7,7% t/t (-2,5% a/a) da -8,5% t/t (-9,2% a/a). Lo spaccato indica un contributo della domanda interna di 6,9 da -8,1 con i consumi privati che sono rimbalzati del 9,4% t/t e gli investimenti fissi del +6,3% t/t. Anche l'export ha contribuito positivamente per 2,2 da -1,7, con le esportazioni a +8,6% t/t da -10,53% t/t e le importazioni a +6,8% t/t da -9,5% t/t.

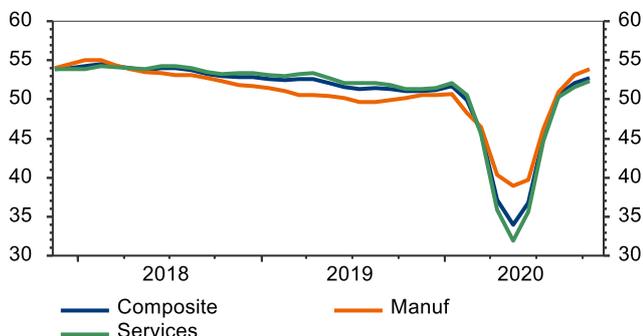
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
CPI m/m	ott	0.2	%	0.2 -0.3
CPI a/a	ott	1.7	%	0.8 0.5
PPI a/a	ott	-2.1	%	-2.0 -2.1
Finanza sociale aggregata (flusso)	ott	3480.00	Mld ¥ CN	1400.00 1420.00
M2 a/a	ott	10.9	%	10.9 10.5
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ott	1900.0	Mld ¥ CN	800.0 689.8

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

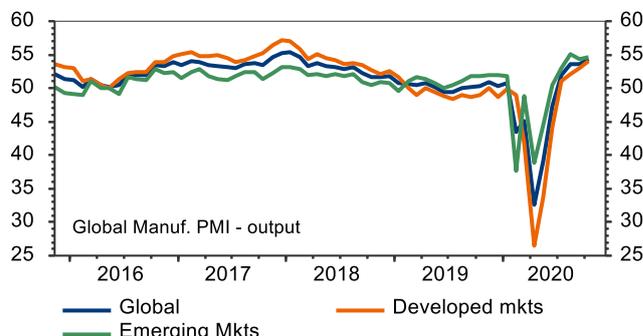
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



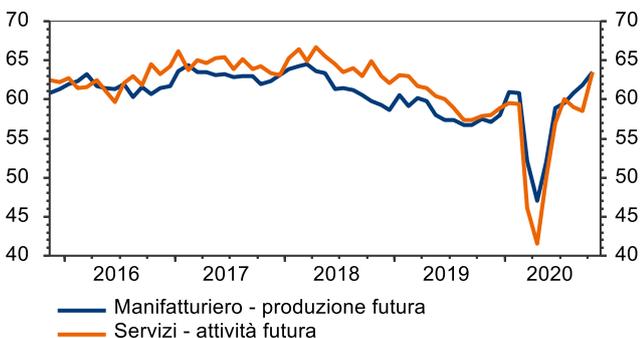
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



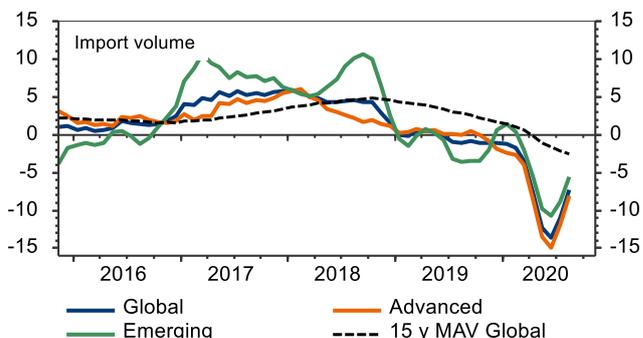
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



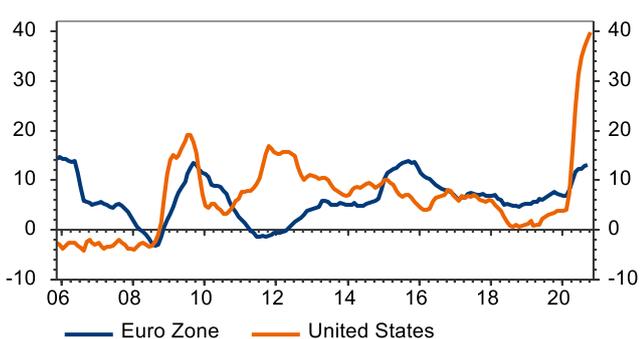
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



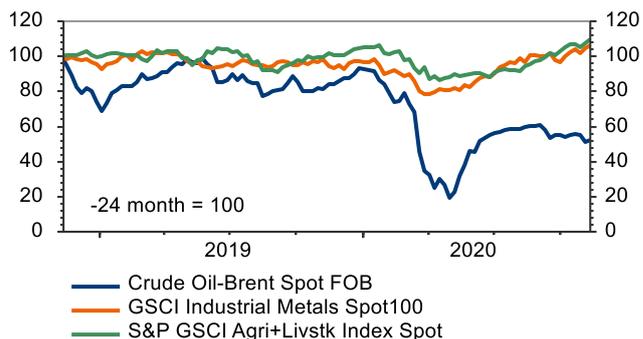
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

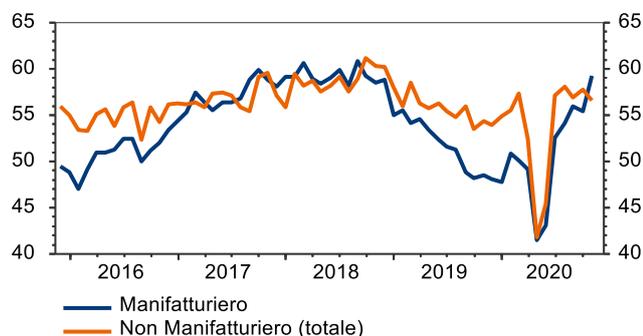
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

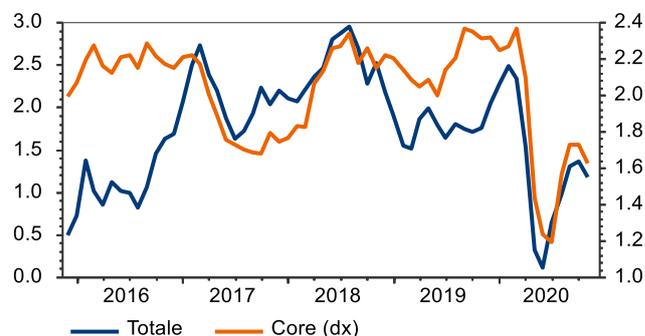
## Stati Uniti

## Indagini ISM



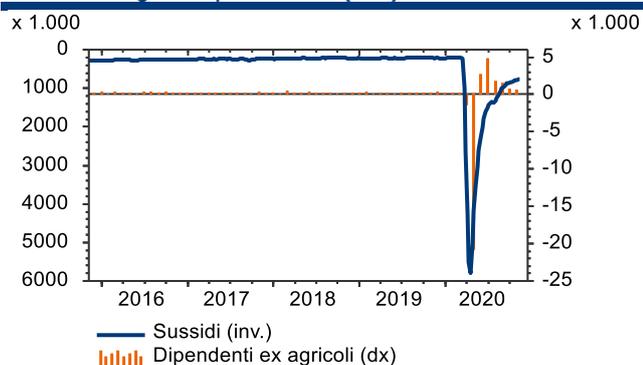
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



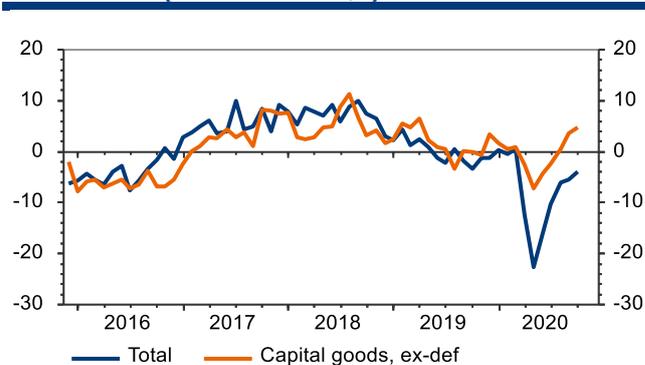
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

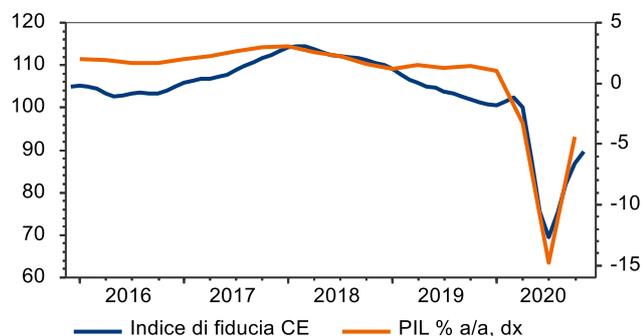
## Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020				2021		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti,a/a)	2.2	-3.5	3.9	2.1	2.3	0.3	-9.0	-2.9	-2.5	-0.4	10.2
- trim./trim. annualizzato				2.6	2.4	-5.0	-31.4	33.1	4.0	3.5	3.1
Consumi privati	2.4	-3.7	5.1	2.7	1.6	-6.9	-33.2	40.7	6.4	4.2	3.2
IFL - privati non residenziali	2.9	-4.5	4.8	1.9	-0.3	-6.7	-27.2	20.3	8.5	5.5	4.6
IFL - privati residenziali	-1.7	4.4	6.8	4.6	5.8	19.0	-35.6	59.3	12.0	3.5	1.5
Consumi e inv. pubblici	2.3	1.3	0.3	2.1	2.4	1.3	2.5	-4.5	1.5	1.2	0.4
Esportazioni	-0.1	-13.6	4.4	0.8	3.4	-9.5	-64.4	59.7	8.2	4.5	7.2
Importazioni	1.1	-10.5	8.2	0.5	-7.5	-15.0	-54.1	91.1	7.3	5.5	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.8	0.3	-0.1	-0.9	-1.7	-4.3	6.6	-1.5	0.0	0.2
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-3.2	-3.1								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.6	-16.0	-7.9								
Debito pubblico (% PIL)	135.9	163.9	163.0								
CPI (a/a)	1.8	1.2	2.1	1.8	2.0	2.1	0.4	1.2	1.0	1.1	2.9
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.

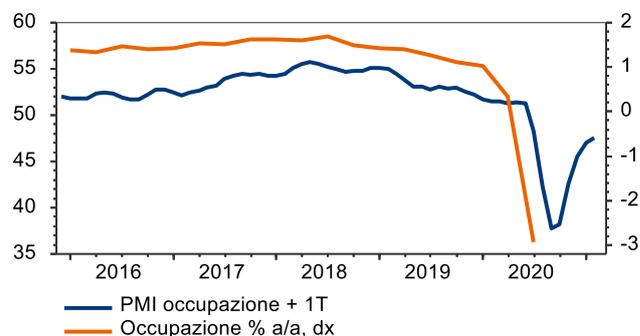
## Area euro

## PIL



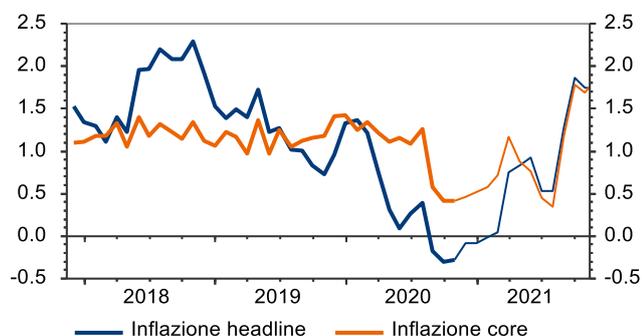
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	-7.0	3.2	1.4	-3.3	-2.1
- t/t				0.3	-11.8	0.0
Consumi privati	1.4	-8.3	2.8	0.3	-12.4	-0.2
Investimenti fissi	5.7	-11.0	0.5	-5.0	-17.1	0.0
Consumi pubblici	1.8	-0.5	2.2	0.6	-2.5	0.3
Esportazioni	2.5	-11.3	4.6	0.6	-18.8	0.5
Importazioni	3.9	-9.8	4.2	-2.4	-18.3	-0.2
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	1.0	0.8	-0.3	-0.1	-0.3
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	0.3
Produzione industriale (a/a)	-1.3	-9.6	3.7	-1.6	-20.1	-1.8
Disoccupazione (%)	7.6	8.0	8.5	7.5	7.6	8.8
Euribor 3 mesi	-0.36	-0.42	-0.49	-0.40	-0.30	-0.50

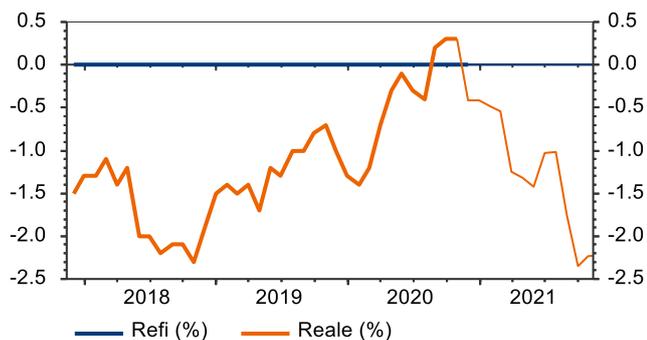
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	mar	giu	set	12/11	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.42	-0.51	-0.53	<b>-0.54</b>	-0.52	-0.51	-0.51	-0.50
Euribor 3m	-0.36	-0.42	-0.50	<b>-0.51</b>	-0.50	-0.50	-0.50	-0.48

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

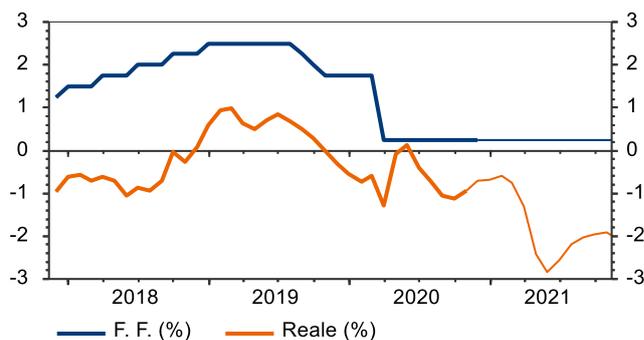


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	12/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	1.45	0.30	0.23	<b>0.22</b>	0.22	0.23	0.22	0.22

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

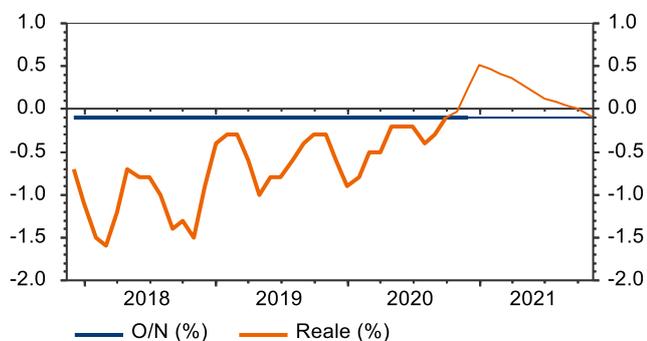


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	12/11	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.05	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

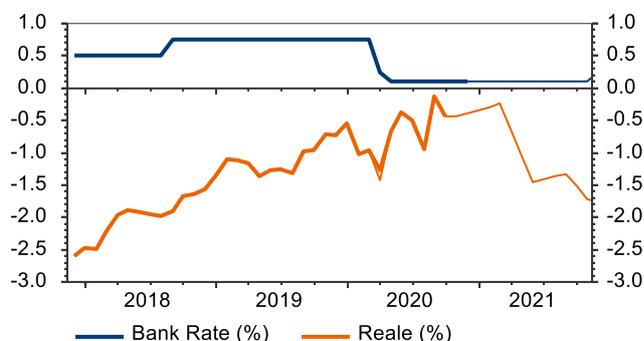


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	12/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.60	0.14	0.06	<b>0.04</b>	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	13/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.10	1.09	1.18	1.18	<b>1.1819</b>	1.16	1.17	1.18	1.16	1.18
USD/JPY	114	109	107	107	106	<b>105.04</b>	104	106	108	110	112
GBP/USD	1.30	1.28	1.22	1.31	1.30	<b>1.3175</b>	1.27	1.31	1.33	1.35	1.38
EUR/CHF	1.14	1.09	1.05	1.08	1.07	<b>1.0808</b>	1.07	1.08	1.09	1.10	1.15
EUR/JPY	128	120	116	127	124	<b>124.16</b>	121	124	127	128	132
EUR/GBP	0.87	0.86	0.88	0.90	0.91	<b>0.8969</b>	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
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
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
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com