

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro – Per ora, i dati confermano la previsione che il calo del 4° trimestre sarà largamente inferiore a quello del 2° trimestre. Per quanto riguarda il 2021, ci sono notizie buone (i vaccini rendono molto più probabile una ripresa sostenuta nel 2° semestre) e cattive (NGEU resta ancora bloccato dal veto di Polonia e Ungheria).

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la tornata di indagini di fiducia relativa al mese di novembre (indici PMI e survey Commissione UE per l'Eurozona, Ifo tedesco, INSEE francese e indagini Istat in Italia) dovrebbe mostrare un'ampia correzione specie nei servizi, il settore più colpito dalle misure restrittive adottate nella maggior parte dei Paesi dell'area. La seconda lettura dei dati di contabilità nazionale relativi al 3° trimestre in Germania e Francia confermerà l'ampio rimbalzo dei mesi estivi, ma le indagini (nonché gli indicatori ad alta frequenza) segnalano una possibile nuova contrazione in tutti i principali Paesi nello scorcio finale dell'anno.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sugli indici PMI flash che dovrebbero restare in territorio espansivo, ma correggere da ottobre, soprattutto nel comparto dei servizi. La fiducia dei consumatori a novembre è prevista in calo, per via del peggioramento del quadro sanitario e della delusione elettorale con riflessi negativi sull'ottimismo dei repubblicani. La spesa personale, il reddito personale, gli ordini di beni durevoli e le vendite di case nuove sono previste in aumento, con indicazioni moderatamente positive per il PIL del 4° trimestre. I verbali della riunione di novembre dovrebbero dare informazioni su possibili modifiche al programma di acquisto titoli.

20 novembre 2020

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Economista

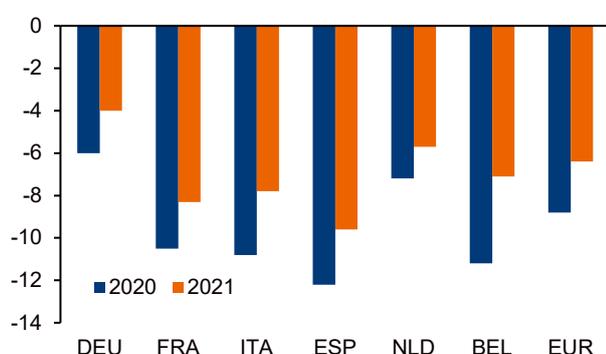
Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area euro

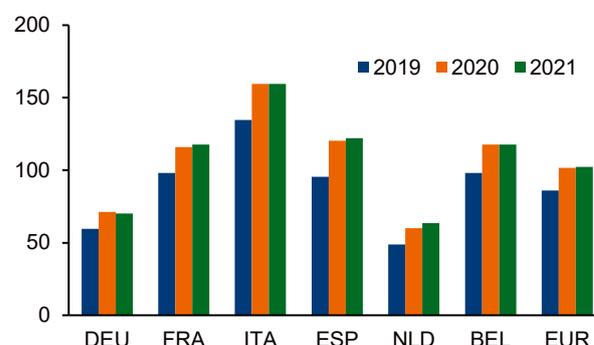
Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Stime del deficit pubblico in % del PIL della Commissione Europea



Fonte: Commissione Europea, opinioni sulle proposte di budget 2021

... e proiezioni sul rapporto debito pubblico/PIL



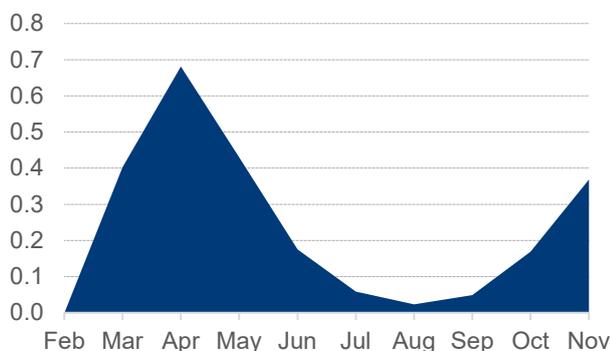
Fonte: Commissione Europea, opinioni sulle proposte di budget 2021 ed AMECO

Il punto

Area euro – Per ora, i dati confermano la previsione che il calo del 4° trimestre sarà largamente inferiore a quello del 2° trimestre. Per quanto riguarda il 2021, ci sono notizie buone (i vaccini rendono molto più probabile una ripresa sostenuta nel 2° semestre) e cattive (NGEU resta ancora bloccato dal veto di Polonia e Ungheria).

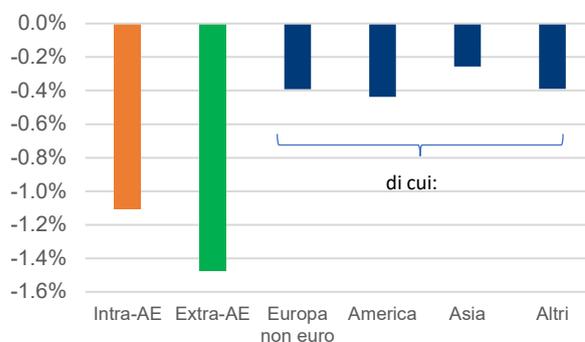
- I dati ad alta frequenza sulla mobilità mostrano che l'**effetto delle misure restrittive**, ancora modesto in ottobre, è diventato molto significativo nella prima quindicina di novembre. La media del gap di mobilità legata a commercio e intrattenimento, calcolata come media ponderata per i consumi nominali sui 9 maggiori paesi dell'Eurozona, è salita in novembre a livelli paragonabili al marzo 2020 (37% contro il 40% di marzo). Ciò sarebbe compatibile con un calo di almeno 4 punti percentuali della produzione nei servizi nel mese di novembre, con un ritorno a livelli inferiori a quelli di luglio. In realtà, la media di novembre del gap potrebbe salire ulteriormente, per quanto sia improbabile che raggiunga il picco di aprile (68%), e quindi la flessione dei servizi in novembre potrà risultare maggiore. D'altro canto, è probabile che la media di dicembre sia inferiore, in quanto diversi paesi potrebbero allentare almeno le restrizioni sul commercio nel periodo prenatalizio.
- Si aggiunga che la **tenuta della produzione manifatturiera e delle costruzioni**, finora confermata dalle indagini congiunturali, ha ripercussioni positive per tutti i servizi non impattati dalle chiusure, come trasporti, logistica, servizi professionali e servizi amministrativi. Un calo del 10% della produzione manifatturiera ridurrebbe il valore aggiunto di 1,2 punti nei trasporti, di 1,4 nei servizi amministrativi e di 1,2 nei servizi professionali. Se lo shock interessasse anche le costruzioni, l'impatto salirebbe a oltre 2 punti, sfiorando i 3 punti percentuali nel caso dei servizi amministrativi. Per il momento, quindi, resta valida la nostra considerazione di due settimane fa che la contrazione del 4° trimestre sarà largamente inferiore a quella del 2°, anche nel terziario.

Area euro – intensità della restrizione nel commercio e nell'intrattenimento



Nota: l'indice è calcolato come media degli indici per i 9 maggiori paesi dell'Eurozona, ponderati in base al valore dei consumi nel 2019. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Area euro – variazione dell'export nel 2° trimestre rispetto all'anno prima in rapporto al PIL



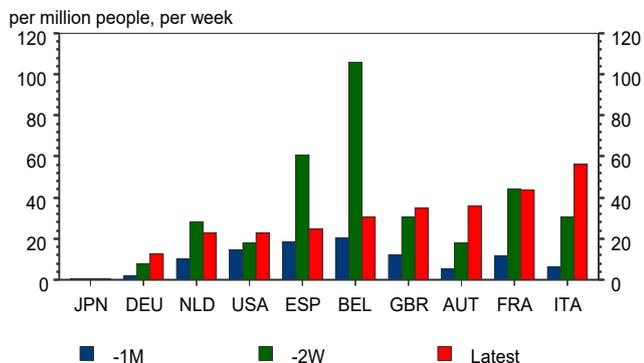
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

- Un'altra differenza che vale la pena di rimarcare riguarda il **commercio estero**. La prima ondata aveva generato un impatto sull'export intra-euro del 2° trimestre pari a circa 1,1 punti del PIL, a cui se ne era aggiunto uno di 1,5% del PIL sui flussi extra-euro. Di questa seconda parte, 0,6 punti riguardavano paesi europei, il resto paesi extra-europei. Poiché Asia e America godono attualmente di una situazione economica ancora dinamica, e l'intensità del calo della domanda in Europa è oggi inferiore, il calo dell'export dell'area euro sarà modesto rispetto a quanto osservato nel 2° trimestre. In settembre, i flussi di export verso Asia e paesi europei non membri dell'UE erano tornati ai livelli pre-crisi, mentre il calo dell'export verso le Americhe era stato recuperato al 75%.

- Sulla base delle informazioni disponibili, **stimiamo a -2,4% t/t il calo del PIL dell'area euro nel 4° trimestre 2020**, senza escludere ritocchi in caso di nuova estensione delle restrizioni. Rispetto a due settimane fa lo **scenario 2021** è diventato più favorevole, anche se ancora caratterizzato da elevata incertezza. Il successo delle sperimentazioni di due vaccini rende più probabile che dal 2° semestre non siano più necessarie nuove fasi di confinamento per controllare la pandemia. Ciò getterà le basi per una ripresa più duratura nei settori oggi più penalizzati. Poco cambia, invece, per il 1° semestre 2021: il rischio di nuove fasi di forte volatilità della crescita resta pressoché immutato, sia perché le disponibilità di vaccino saranno ancora troppo limitate per fare la differenza, sia perché l'economia europea dovrà assorbire gli effetti della Brexit sull'interscambio commerciale.
- Dal lato delle notizie negative, resta ancora in forse il sostegno che dovrebbe arrivare da **Next Generation EU**. Per ora, Ungheria e Polonia stanno dando corso alla minaccia di bloccare l'approvazione del budget pluriennale dell'Unione e della Recovery & Resilience Facility (RRF), dopo che la condizione dello stato di diritto per l'accesso ai fondi è stata approvata da una vasta maggioranza di stati. Una serie di opzioni sono state ipotizzate per superare l'*impasse*, inclusa la minaccia di procedere con uno strumento giuridico diverso e con i soli 19 paesi membri dell'Eurozona. Tuttavia, il Governo tedesco procede nel tentativo di convincere Polonia e Ungheria prima del vertice europeo del 10-11 dicembre, che rimane la strada principale. Anche se Polonia e Ungheria alla fine togliessero il veto, il rischio è ora che NGEU parta più tardi del previsto, e che l'UE inizi il 2021 con un budget provvisorio basato sui tetti di spesa 2020, ripartiti su base mensile.

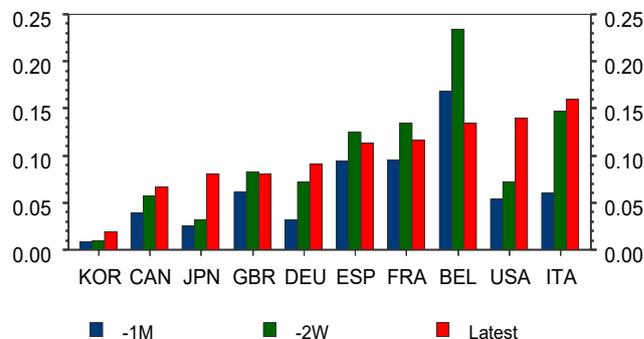
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da covid-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



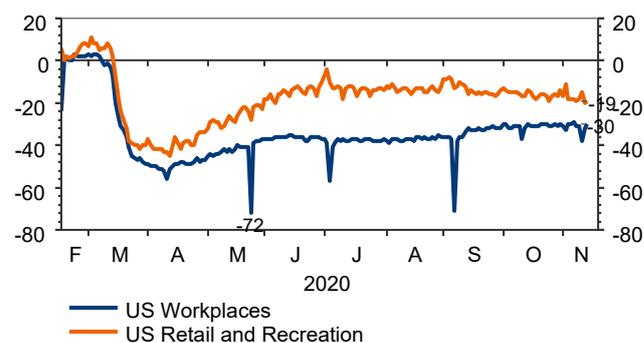
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



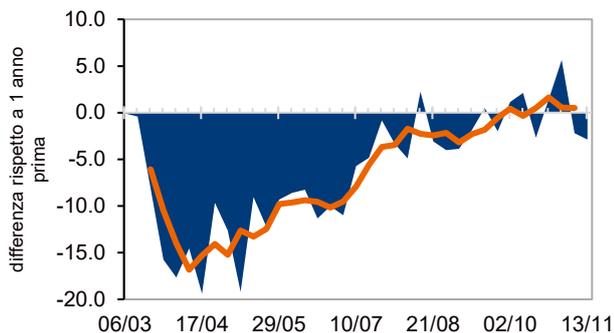
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



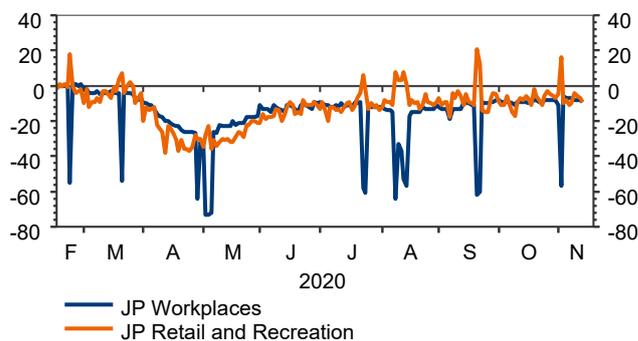
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Area Euro – consumi elettrici



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



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la tornata di indagini di fiducia relativa al mese di novembre (indici PMI e survey Commissione UE per l'Eurozona, Ifo tedesco, INSEE francese e indagini Istat in Italia) dovrebbe mostrare un'ampia correzione specie nei servizi, il settore più colpito dalle misure restrittive adottate nella maggior parte dei Paesi dell'area. La seconda lettura dei dati di contabilità nazionale relativi al 3° trimestre in Germania e Francia confermerà l'ampio rimbalzo dei mesi estivi, ma le indagini (nonché gli indicatori ad alta frequenza) segnalano una possibile nuova contrazione in tutti i principali Paesi nello scorcio finale dell'anno.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sugli indici PMI flash che dovrebbero restare in territorio espansivo, ma correggere da ottobre, soprattutto nel comparto dei servizi. La fiducia dei consumatori a novembre è prevista in calo, per via del peggioramento del quadro sanitario e della delusione elettorale con riflessi negativi sull'ottimismo dei repubblicani. La spesa personale, il reddito personale, gli ordini di beni durevoli e le vendite di case nuove sono previste in aumento, con indicazioni moderatamente positive per il PIL del 4° trimestre. I verbali della riunione di novembre dovrebbero dare informazioni su possibili modifiche al programma di acquisto titoli.

Lunedì 23 novembre

Area euro

■ **Area euro.** Ci attendiamo che la **stima flash** del **PMI manifatturiero** registri un calo in novembre, a 53,2 da 54,8 di ottobre. Il **PMI servizi** dovrebbe segnare una nuova accelerazione nel ritmo di contrazione, a 45,0 da 46,9 precedente. Di conseguenza, il **PMI composito** è visto tornare in territorio recessivo, a 48,9 da 50,0. In sostanza, il manifatturiero resterebbe in espansione, ma evidenzerebbe un rallentamento, mentre i servizi dovrebbero essere fortemente impattati dalle nuove misure di contenimento adottate nella maggior parte dei Paesi dell'eurozona.

Stati Uniti

■ Il **PMI manifatturiero** flash a novembre è previsto in calo a 52,5 da 53,4 di ottobre. L'indagine Empire della NY Fed ha corretto a novembre, pur restando in territorio modestamente espansivo, e gli indicatori settimanali di attività (produzione di acciaio, movimentazione merci) restano su trend marginalmente positivi. Nei prossimi mesi l'attività nel manifatturiero dovrebbe continuare ad espandersi, anche se su ritmi potenzialmente più contenuti. Il **PMI dei servizi** a novembre dovrebbe segnare una correzione più marcata, alla luce delle restrizioni introdotte in molti stati sulle attività aggregative, scendendo a 53,2 da 56,9 di ottobre. La Business Leaders Survey della NY Fed a novembre è scesa a -15,8 (-11 punti), sui minimi da agosto, sulla scia degli interventi restrittivi attuati negli Stati del distretto della Fed di NY. Le imprese non prevedono miglioramenti nei prossimi 6 mesi. L'attività nei servizi a livello nazionale dovrebbe rimanere in territorio espansivo in autunno, ma essere caratterizzata da rallentamento della crescita.

Martedì 24 novembre

Area euro

- **Francia.** L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** elaborato dall'**INSEE** è atteso in ulteriore flessione a novembre (dopo quella già vista a ottobre), stimiamo a 92,0 da 93,4 precedente. Si tratterebbe di un minimo dallo scorso luglio.
- **Germania.** La stima finale dovrebbe confermare il rimbalzo del **PIL** dell'8,2% t/t (-4,2% a/a) nel terzo trimestre, dopo il -9,8% t/t (-11,2% a/a) del secondo. I dettagli dovrebbero mostrare un deciso recupero sia per i consumi che per gli investimenti; decisamente più ridotto dovrebbe essere il contributo del canale estero. Vediamo una contrazione dell'attività economica nella parte finale dell'anno, pur di entità inferiore a quello che ci aspettiamo negli altri grandi Paesi dell'area euro.

- **Germania.** L'IFO è atteso in ulteriore correzione a novembre (dopo quella già vista a ottobre), a 91,4 da 92,7. L'indice sulla condizione corrente è visto a 89,5 da 90,3; la flessione potrebbe essere più marcata sulle attese, a 93,3 da 95,0.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a novembre dovrebbe segnare una correzione a 92,5, da 100,9 di ottobre, seguendo il sentiero della fiducia rilevata da Univ. of Michigan. Come per l'altra indagine di fiducia, anche quella del Board dovrebbe registrare gli effetti di due fattori: le elezioni e i nuovi contagi. I risultati elettorali dovrebbero influenzare negativamente la fiducia dei repubblicani, mentre i democratici dovrebbero risentire dei timori collegati al peggioramento del quadro sanitario. Su tutti dovrebbe pesare anche la mancata approvazione di un nuovo pacchetto fiscale. Il calo della fiducia dovrebbe riflettersi in un rallentamento della dinamica dei consumi.

Mercoledì 25 novembre

Area euro

- **Area euro.** La crescita di **M3** in ottobre è stimata a 10,5% a/a, sostanzialmente invariata rispetto al mese prima. L'espansione degli aggregati monetari continua a essere trainata dalla componente più liquida: M1 è prevista infatti a 13,8% a/a, contro l'1,4% di M2-M1. Tuttavia, la crescita di M3-M2 si confermerà a due cifre su base annua, anche grazie a un effetto base favorevole. Dal lato delle contropartite, il contributo maggiore arriverà probabilmente ancora dagli acquisti di titoli di stato da parte dell'Eurosistema.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** (prel.) a ottobre sono previsti in rialzo di 0,2% m/m, dopo 1,9% m/m a settembre. Gli ordini al netto dei trasporti dovrebbero aumentare di 0,4% m/m, dopo 0,9% m/m di settembre. Le consegne dovrebbero essere in rialzo per via di attività significativa nel comparto dell'aeronautica civile. I dati finora puntano a un'espansione moderata degli investimenti fissi non residenziali nel 4° trimestre.
- La **spesa personale** a ottobre è attesa in aumento di 0,5% m/m, dopo 1,4% m/m a settembre, ancora sostenuta dai servizi e dai beni durevoli. Il dato di settembre dovrebbe essere rivisto verso l'alto, sulla scia della revisione già osservata per le vendite al dettaglio. Nel resto del trimestre il mancato rinnovo dello stimolo fiscale e l'introduzione di misure di contenimento sociale dovrebbero portare a un rallentamento della dinamica della spesa, che comunque dovrebbe restare relativamente solida nel 4° trimestre. Il **reddito personale** dovrebbe segnare un incremento di 0,4% m/m, dopo 0,9% m/m di settembre, sostenuto dal reddito da lavoro ma frenato dal calo dei trasferimenti pubblici. Il **deflatore dei consumi** dovrebbe aumentare di 0,1% m/m (1,2% a/a), con il deflatore core invariato su base mensile (1,5% a/a).
- Le **vendite di case nuove** a ottobre sono previste a 980 mila da 959 mila di settembre. L'indice di fiducia dei costruttori di case continua a rompere nuovi record, ed è salito a 85 a ottobre e a 90 a novembre, mantenendosi su un trend verso l'alto dall'autunno 2019. Le richieste di nuovi mutui per l'acquisto di case stanno però rallentando da ottobre e indicano che probabilmente anche le vendite siano in una fase di stabilizzazione su livelli storicamente elevati, in parte per via di vincoli all'offerta e di aumenti dei prezzi.
- La Fed pubblica i **verbali della riunione di novembre**, che dovrebbe riportare ancora preoccupazione per la fragilità della ripresa a fronte del mancato controllo dei contagi. In termini di nuove informazioni, il focus sarà sulla discussione relativa al programma di acquisti che preparerà a eventuali modifiche da adottare a dicembre. Come indicato da molti esponenti del FOMC, i partecipanti hanno discusso una possibile *forward guidance* sul programma di acquisti con indicazioni future che potrebbero assumere due formulazioni: impegno ad acquistare per un certo periodo o fino al raggiungimento di obiettivi, oppure ad allungare le scadenze dei titoli in caso di necessità di sostegno da parte dell'economia. Dai discorsi recenti appare esserci un consenso diffuso per ulteriore stimolo monetario,

probabilmente rafforzato dall'evoluzione negativa della pandemia e dalla mancata attuazione di un nuovo pacchetto fiscale.

Giovedì 26 novembre

Area euro

- **Francia.** L'indice di **fiducia dei consumatori** a novembre è atteso in calo a 92 da 94 sulla scia delle nuove restrizioni imposte dal Governo (la Francia è ad oggi il Paese dell'eurozona con le maggiori limitazioni alla mobilità). L'indice si riallineerebbe al precedente minimo dell'anno toccato lo scorso maggio.

Stati Uniti

- Mercati chiusi per la festività del Thanksgiving.

Venerdì 27 novembre

Area euro

- **Francia.** La seconda stima dovrebbe confermare che il **PIL** nel terzo trimestre è rimbalzato del 18,2% t/t (-4,3% a/a), dopo il -13,7% t/t (-18,9% a/a) dei mesi primaverili. Dai dettagli dovrebbe essere confermato che il contributo principale è venuto dalla domanda interna, mentre il canale estero ha contribuito in modo trascurabile. Nella parte finale dell'anno è prevista una nuova contrazione, che stimiamo dell'ordine di oltre tre punti percentuali.
- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** è attesa in diminuzione a novembre. Il morale dei consumatori è visto a 100,5 da 102 di ottobre (sarebbe il secondo calo consecutivo). L'indice composito di fiducia delle aziende elaborato dall'Istat (IESI), dopo il recupero degli ultimi 5 mesi, dovrebbe correggere a 91 da 92,9 precedente, spinto al ribasso soprattutto dai servizi, che sono colpiti dalle misure progressivamente più restrittive emanate a partire da metà ottobre. Nel manifatturiero, che non è direttamente coinvolto dalle sospensioni di attività, e che è ancora sostenuto dal commercio internazionale, la correzione dovrebbe essere decisamente più contenuta, a 95 da 95,6 precedente.
- **Area euro.** L'**indice ESI** di fiducia economica elaborato dalla **Commissione Europea** è atteso in discesa a novembre, a 89,5 da 90,9 precedente. L'indice per l'industria è visto circa stabile a -9,7, mentre i servizi dovrebbero subire una nuova flessione (a -13,0 da -11,8). L'indagine congiunturale di novembre dovrebbe riflettere gli effetti negativi delle nuove misure di confinamento adottate per far fronte all'accelerazione dei contagi. Il dato finale dell'indice di fiducia dei consumatori è atteso in calo a -18 a novembre, da -15,5 a ottobre.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (23-27 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo			
Lun	23/11	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	nov	46.5				
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	nov	51.3				
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	nov	49.5	47.0	47.1			
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	nov	58.2	57.2	57.0			
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	nov	54.8	53.8	53.2			
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	nov	50.0		48.9			
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	nov	46.9	44.0	45.0			
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	nov	53.7	50.0				
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	nov	51.4	42.5				
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		nov	56.3					
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	nov	53.4		52.5			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	nov	56.9		53.2			
Mar	24/11	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T3	8.2	%	8.2	8.2	
		08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T3	-4.3	%	-4.3	-4.2	
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	nov	93			92	
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		nov	90.3			89.5	
		10:00	GER	IFO (attese)		nov	95.0			93.3	
		10:00	GER	IFO	**	nov	92.7	90.9		91.4	
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		set	1.5	%			
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		set	5.2	%			
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		nov	-8.5				
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	nov	100.9	98.0		92.5	
		Mer	25/11	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	742	x1000	
				14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	6,372	Mln	
14:30	USA			PIL t/t ann. prelim		T3	33.1	%	33.2	33.1	
14:30	USA			Deflatore consumi core t/t 2a stima		T3	prel 3.5	%			
14:30	USA			PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T3	prel 3.7	%			
14:30	USA			Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	ott	0.9	%	0.4	0.4	
14:30	USA			Bilancia commerciale dei beni prelim		ott	-79.4	Mld \$			
14:30	USA			Deflatore consumi (core) a/a	*	ott	1.5	%	1.5	1.5	
14:30	USA			Deflatore consumi a/a	*	ott	1.4	%		1.2	
14:30	USA			Deflatore consumi (core) m/m	*	ott	0.2	%	0.1	0.0	
14:30	USA			Redditi delle famiglie m/m		ott	0.9	%	0.4	0.4	
14:30	USA			Spesa per consumi (nominale) m/m	*	ott	1.4	%	0.7	0.5	
16:00	USA			Vendite di nuove case (mln ann.)	*	ott	0.959	Mln	0.970	0.980	
16:00	USA			Fiducia famiglie (Michigan) finale		nov	prel 77.0		78.0	78.5	
Gio	26/11	08:00	GER	Fiducia consumatori		dic	-3.1				
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		nov	94		92		
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	ott	10.4	%	10.5		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		ott	5.3	Mld €			
Ven	27/11	08:45	FRA	PIL t/t finale	*	T3	prel 18.2	%	18.2	18.2	
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	nov	0.1	%			
		08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	ott	-5.1	%			
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		nov	102.0			100.5	
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	nov	95.6			95.0	
		11:00	ITA	PPI a/a		ott	-3.1	%			
		11:00	ITA	PPI m/m		ott	0.1	%			
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		nov	-15.5			-18.0	
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	nov	90.9	87.0		89.5	
		11:00	EUR	Fiducia industria		nov	-9.6			-9.7	
		11:00	EUR	Fiducia servizi		nov	-11.8			-13.0	

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 (23-27 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	23/11 10:30	GB	Discorso di Haldane (BoE)
		EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
	16:30	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
	20:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
	21:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
Mar	24/11 12:00	GB	Discorso di Haskel (BoE)
		GIA	Discorso di Kuroda (BoJ)
	14:15	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
	17:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
Mer	25/11 10:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
	20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	26/11 --	USA	Mercati chiusi per Thanksgiving

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	nov	10.50		12.75 +6.3
Prezzi all'import m/m	ott	0.2 (-0.3)	%	0.2 -0.1
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ott	1.2 (-1.5)	%	0.6 0.2
Vendite al dettaglio m/m	ott	1.6 (-1.9)	%	0.5 0.3
Produzione industriale m/m	ott	-0.4 (-0.6)	%	1.0 1.1
Impiego capacità produttiva	ott	72.0 (71.5)	%	72.3 72.8
Scorte delle imprese m/m	set	0.3	%	0.6 +0.7
Indice Mercato Immobiliare NAHB	nov	85		85 90
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	set	27.8	Mld \$	+108.9
Licenze edilizie	ott	1.545	Mln	1.560 1.545
Nuovi cantieri residenziali	ott	1.459 (-1.415)	Mln	1.460 1.530
Richieste di sussidio	settim	711 (-709)	x1000	707 742
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	6.801 (-6.786)	Mln	6.470 6.372
Indice Philadelphia Fed	nov	32.3		22.0 +26.3
Indice anticipatore m/m	ott	0.7	%	0.7 +0.7
Vendite di case esistenti (mln ann.)	ott	6.57 (-6.54)	Mln	6.45 6.85

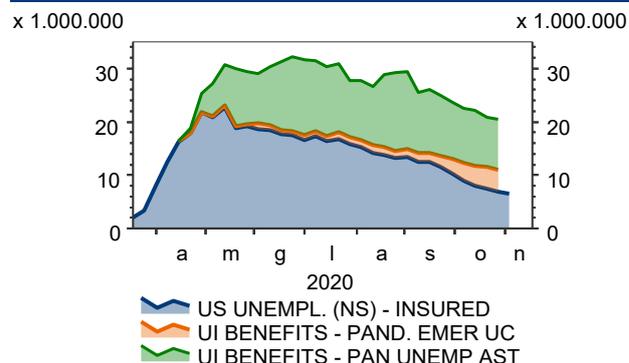
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **richieste di nuovi sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 14 novembre aumentano a 742 mila da 711 mila della settimana precedente (+31 mila). In termini non destagionalizzati, le richieste sono in rialzo di 18344, a 743460, che si aggiungono ai 320237 **nuovi sussidi erogati con il programma federale** di Pandemic Unemployment Assistance. I **sussidi esistenti** nella settimana conclusa il 7 novembre calano a 6,372 mln da 6,801 mln della settimana precedente (-429 mila). I dati non destagionalizzati mostrano un calo di 419670 sussidi esistenti, a 6,081 mln. **Nell'ultima settimana di ottobre, i sussidi esistenti (non destagionalizzati) erogati con tutti i programmi**, sia federali sia statali, **erano pari a 20,319 mln**, in calo da 21,160 mln della settimana precedente. Il rialzo delle nuove richieste di sussidi andrà monitorato nelle prossime settimane, come possibile segnale di tensione sul mercato del lavoro in seguito alle nuove restrizioni adottate in molti Stati con effetti prevalentemente sulla ristorazione. Tuttavia, è importante sottolineare il continuo calo dei sussidi esistenti. Depurando i numeri dall'effetto del passaggio ai programmi federali dei disoccupati che hanno esaurito le settimane disponibili con i programmi statali, **i sussidi restano in calo costante**: nelle ultime due settimane di ottobre, i sussidi totali sono in flessione di 596 mila, segno che il mercato del lavoro continua a migliorare.

Nuove richieste di sussidi di disoccupazione in modesto rialzo nella seconda settimana di novembre



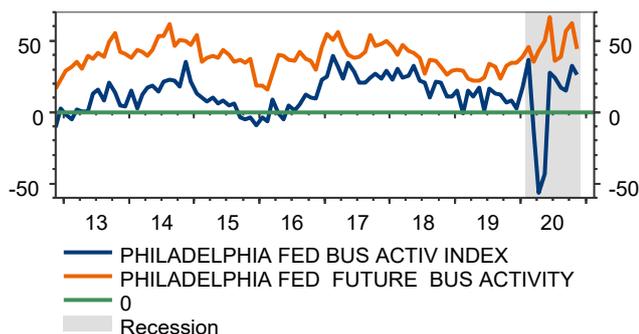
Sussidi esistenti in continuo calo



L'indice della **Philadelphia Fed** a novembre (dati raccolti fra il 9 e il 16 novembre) corregge a 26,3 da 32,3 di ottobre, restando in territorio espansivo per il sesto mese consecutivo. I nuovi ordini

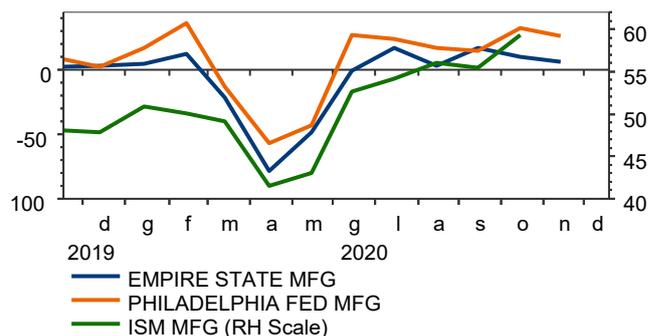
e le consegne sono in flessione, ma rimangono coerenti con espansione dell'attività: nuovi ordini a 37,9 (-5 punti), consegne a 24,9 (-22 punti). L'indice occupazione è in rialzo a 27,2 (+15 punti), mentre la settimana lavorativa è pressoché stabile, a 25,7. Gli indici di prezzi pagati e ricevuti sono in rialzo, a 38,9 e 25,4, rispettivamente, l'indice di attività a 6 mesi è in calo a 44,3 (-18 punti), ma rimane su livelli storicamente elevati. L'indagine è generalmente positiva per le prospettive del manifatturiero nei prossimi trimestri.

Indici della Philadelphia Fed in calo a novembre, ma sempre in territorio espansivo



Fonte: Refinitiv Datastream

Le indagini regionali di novembre puntano a una correzione dell'ISM manifatturiero

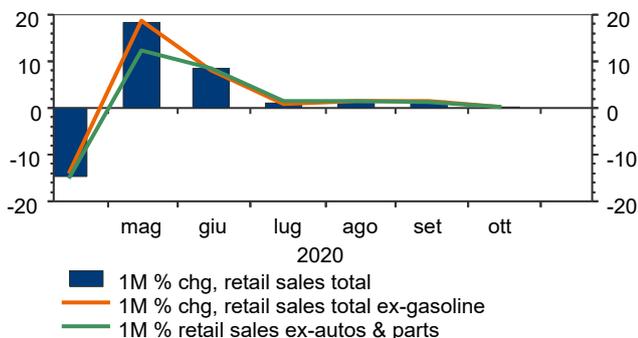


Fonte: Refinitiv Datastream

L'indagine **Empire della NY Fed** a novembre riporta una modesta espansione dell'attività, con un calo dell'indice a 6,3 da 10,5 di ottobre, ma un continuo ottimismo riguardo alle condizioni future. L'indice coincidente registra la seconda correzione consecutiva, indicando un rallentamento della crescita, ma si mantiene all'interno dell'intervallo di fluttuazione degli ultimi 6 mesi; i nuovi ordini e le consegne sono in calo, ma restano marginalmente positivi. L'occupazione è in rialzo a 9,4, sui massimi da un anno, con la settimana lavorativa in calo di 11 punti a 4,8. Sul fronte dei prezzi si registra un rialzo dei prezzi ricevuti, a 11,3. Le imprese restano ottimiste sul futuro, con l'indice di aspettative poco variato a 33,9 e tutte le componenti in area espansiva. Il settore manifatturiero dovrebbe restare in crescita nel trimestre in corso, nonostante l'aggravarsi della situazione sanitaria.

Le **vendite al dettaglio** a ottobre sono in rialzo di 0,3% m/m (5,7% a/a), dopo 1,6% m/m di settembre (rivisto da 1,9% /m). Le vendite di auto sono in crescita di 0,4% m/m, probabilmente in parte sulla scia di incrementi di prezzo, visti i dati deboli dei concessionari. Nel commercio al dettaglio le vendite aumentano di 0,3% m/m, e le vendite online sono in ulteriore espansione (3,1% m/m, 29,1% a/a); positivi anche i materiali da costruzione (0,9% m/m, dopo 19,5% m/m) e l'elettronica (1,2% m/m, dopo -3,9% m/m). Alcune voci sono però deboli e segnalano un ritracciamento della dinamica della spesa: abbigliamento (-4,2% m/m, dopo -12,6% m/m), articoli sportivi (-4,2% m/m dopo +12,4% m/m), servizi alimentari (bar e ristoranti, -0,1% m/m, dopo -14,2% m/m). I dati confermano gli effetti delle misure di contenimento imposte in diversi stati di fronte alla ripresa dei contagi, ma restano in linea con una variazione positiva dei consumi nel 4° trimestre, in parte grazie all'effetto trascinarsi derivante dal rialzo di 40% t/t ann. del 3° trimestre.

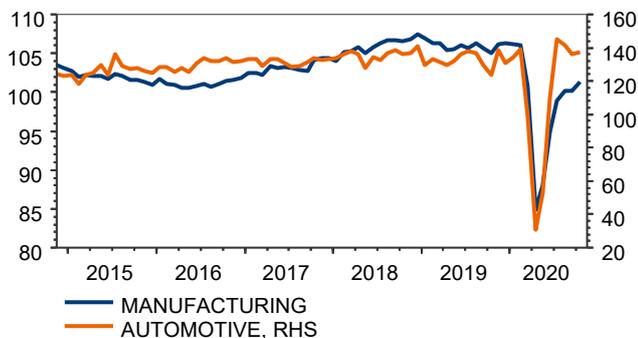
Il sentiero delle vendite al dettaglio si appiattisce



Fonte: Refinitiv Datastream

La **produzione industriale** a ottobre aumenta di 1,2% m/m, spinta da una crescita solida del manifatturiero (1% m/m) e delle utility (3,9% m/m, dopo -5,2% mm), mentre l'estrattivo ha contribuito negativamente (-0,6% m/m). Il manifatturiero, oltre a registrare un incremento solido a ottobre, beneficia anche di revisioni verso l'alto dei mesi precedenti (per settembre, la variazione passa da -0,3% m/m a +0,1% m/m). Il rialzo è diffuso sia ai beni durevoli (nonostante un modesto calo nel segmento auto) sia a quelli non durevoli. Il livello della produzione rimane al di sotto di quello pre-pandemia, ma il differenziale è in continua chiusura. In autunno, le misure di contenimento in via di adozione per fare fronte all'accelerazione dei contagi riguardano i servizi e il manifatturiero dovrebbe rimanere in crescita nei prossimi mesi, come indicato anche dalle indagini di settore.

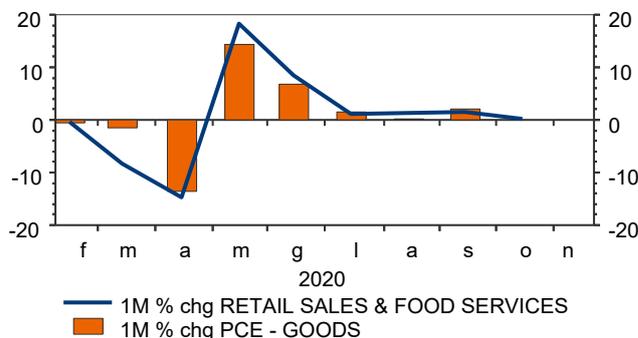
Produzione in rialzo nel manifatturiero a ottobre, anche se il livello resta inferiore del 5% rispetto a febbraio



Fonte: Refinitiv Datastream

Le **vendite di case esistenti** sorpremono verso l'alto a ottobre, salendo a 6,85 mln (4,3% m/m, 26,6% a/a) da 6,54 mln di settembre e segnando il quinto rialzo consecutivo. Le scorte continuano a calare: a ottobre le case invendute, a 1,42 mln, erano pari a 2,5 mesi di vendite, sui minimi storici per la serie. Il prezzo mediano, a 313 mila USD, è in rialzo di 15,5% a/a. Il mercato immobiliare residenziale è in fase di boom, vincolato da limiti di offerta, nonostante la fase recessiva e il tasso di disoccupazione ancora elevato. Gli investimenti residenziali dovrebbero dare un contributo positivo nel trimestre in corso, ma iniziare a rallentare nel 2021.

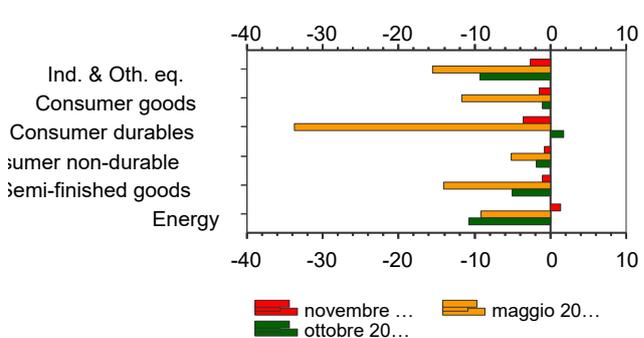
In arrivo un rallentamento della crescita dei consumi nel 4° trimestre



Fonte: Refinitiv Datastream

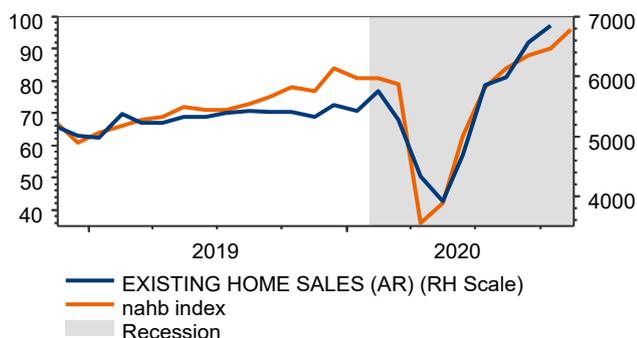
La **produzione rimane in territorio negativo per tutti i comparti, con l'eccezione dei beni di consumo durevoli (prod. per tipo di prodotto, var. 3m a/a)**

La produzione rimane in territorio negativo per tutti i comparti, con l'eccezione dei beni di consumo durevoli (prod. per tipo di prodotto, var. 3m a/a)



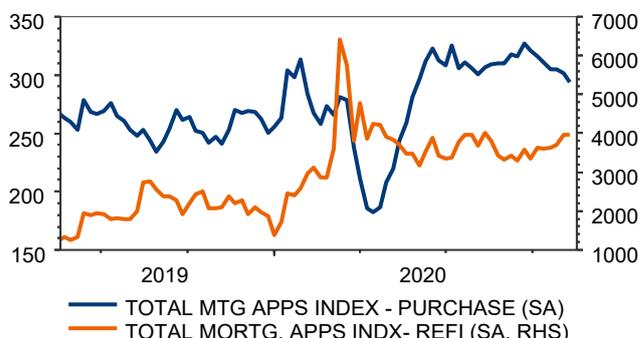
Fonte: Refinitiv Datastream

Vendite di case esistenti sui massimi dal 2006



Fonte: Refinitiv Datastream

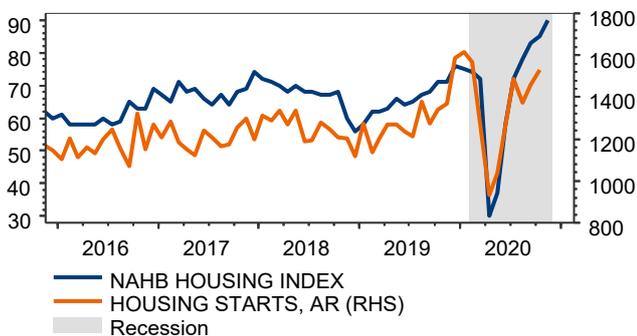
Richieste di mutui per l'acquisto in via di normalizzazione dopo il boom del 1° semestre 2020



Fonte: Refinitiv Datastream

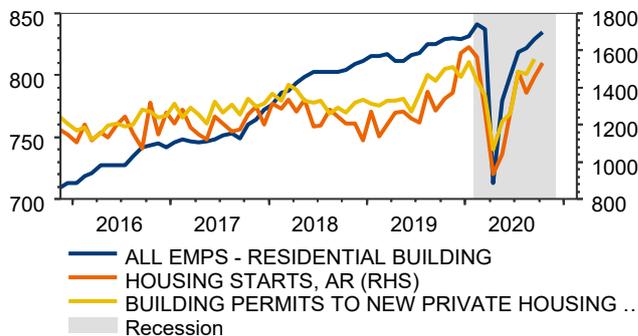
I **cantieri residenziali** a ottobre sorprendono verso l'alto, salendo a 1,530 mln, spinti dal segmento unifamiliare, mentre le unità multifamiliari sono stabili. Le **licenze** sono poco variare, a 1,545 mln. Cantieri e licenze sono in rialzo negli stati meridionali e occidentali, e circa stabili nelle altre aree. Tutti gli indicatori del mercato immobiliare residenziale restano positivi, e puntano a un'ulteriore crescita solida del settore nel 4° trimestre e nella parte iniziale del 2021. I cantieri hanno superato i livelli del 2019 e si stanno avvicinando al picco di inizio 2020.

Cantieri residenziali in continuo aumento



Fonte: Refinitiv Datastream

Cantieri e occupati nell'edilizia residenziale vicini ai livelli pre-pandemia



Fonte: Refinitiv Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
PIL t/t prelim	T3	-8.2	(-7.9)	%	4.4	5.0
PIL t/t, ann. prelim	T3	-28.8	(-28.1)	%	18.9	21.4
Produzione industriale m/m finale	set	4.0		%		3.9
Bilancia commerciale	ott	687.8	(675.0)	Mld ¥ JP	250.0	+872.9
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	ott	-0.3		%	-0.7	-0.7
CPI (naz.) a/a	ott	0.0		%		-0.4
PMI manifatturiero prelim	nov	48.7				48.3

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

Il **PIL** del 3° trimestre aumenta del 5% t/t (21,4% t/t ann.), dopo -8% t/t della primavera, con una sorpresa positiva rispetto alle aspettative di consenso pari a +4,4% t/t e un ampio contributo positivo dalle esportazioni nette. Nonostante l'ampio rimbalzo estivo, il livello del PIL ha recuperato solo poco più di metà del crollo del 2° trimestre ed è in calo di 5,9% a/a. La crescita

nel 3° trimestre è guidata dai consumi privati (+4,7% t/t dopo -8,1% t/t, -7,2% a/a), in rialzo dopo quattro contrazioni consecutive, spinta da tutte le componenti, inclusi i servizi (in rialzo di 6,6% t/t dopo -12,1% t/t). Un sostegno superiore alle attese alla crescita complessiva è venuto dai consumi pubblici, in rialzo di 2,2% t/t. Gli investimenti fissi non residenziali proseguono sul sentiero negativo, con una correzione di -3,5% t/t, dopo -4,5% t/t in primavera, sulla scia del calo degli utili e dell'incertezza sulle prospettive dell'economia domestica e globale. Gli investimenti pubblici risultano in aumento di 0,4% t/t, dopo 1,2% t/t. Le esportazioni nette contribuiscono per +2,9pp, dopo -3,3pp nel 2° trimestre, sulla scia di una ripresa dell'export (+7% t/t) e di una contrazione significativa delle importazioni (-9,8% t/t dopo +2,2% t/t), diffusa sia ai servizi sia ai beni. Le scorte sottraggono -0,2pp alla crescita. La **previsione per il 4° trimestre** è di prosecuzione della crescita, su ritmi più contenuti, con una variazione attesa di 1,1% t/t. La variazione annua nel 2020 dovrebbe attestarsi a -5,5%. Per il 2021, prevediamo una crescita di 2,7%, guidata dalla ripresa della domanda domestica.

La **bilancia commerciale** a ottobre registra un saldo di 872,9 mld di yen, da 687,8 mld a settembre. In termini destagionalizzati, il saldo è di 314,3 mld, dopo 440 mld. Le esportazioni aumentano di 4,7% m/m, dopo 4,9% m/m a settembre, spinte in particolare dalle auto, portandosi più del 10% al di sopra della media estiva e 0,3% al di sopra dei livelli pre-COVID. Le esportazioni verso gli USA e il resto dell'Asia sono in aumento, mentre calano i flussi verso l'Europa. Le importazioni sono in rialzo di 3,7% m/m a ottobre, ma restano ampiamente al di sotto dei livelli di febbraio e fanno prevedere un contributo positivo per le esportazioni nette nel 4° trimestre.

L'**inflazione** a ottobre cala a -0,4% a/a, da 0 di settembre. L'indice al netto degli alimentari freschi corregge di -0,7% a/a (da -0,3% a/a), mentre l'indice al netto di alimentari freschi ed energia flette a -0,2% a/a da 0. La variazione tendenziale degli indici di prezzo risente del confronto con ottobre 2019, quando sono entrati in vigore l'aumento dell'imposta sui consumi e la riduzione delle tariffe scolastiche. Oltre ai fattori collegati alle misure del 2019, si aggiungono a ottobre pressioni verso il basso dall'energia e dalle tariffe alberghiere. **L'inflazione dovrebbe restare intorno a -1% a/a fino alla primavera, e mantenersi in territorio negativo nei mesi successivi**, con rischi verso il basso collegati a possibili riduzioni delle tariffe telefoniche.

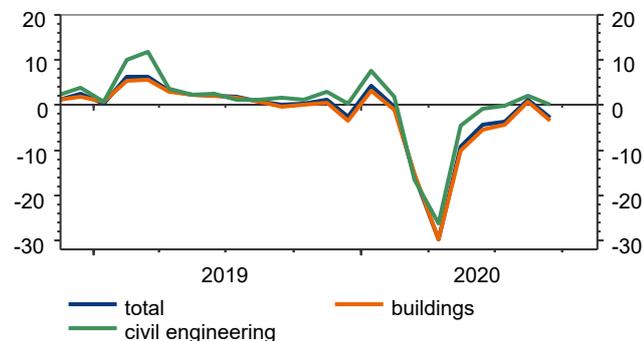
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	CPI a/a finale	ott	-0.3	%	-0.3
EUR	CPI m/m finale	ott	0.1	%	0.2
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	ott	0.4	%	0.4
EUR	Fiducia consumatori flash	nov	-15.5		-17.7
GER	PPI m/m	ott	0.4	%	0.1
GER	PPI a/a	ott	-1.0	%	-0.7
ITA	IPCA a/a finale	ott	-0.6	%	-0.6
ITA	IPCA m/m finale	ott	0.6	%	0.6
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	ott	0.2	%	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	ott	-0.3	%	-0.3
ITA	Bilancia commerciale (EU)	set	0.348	Mld €	+0.576
ITA	Bilancia commerciale (totale)	set	+3.929	(3.928) Mld €	+5.849
ITA	Ordini all'industria a/a	set	+5.8	(6.1) %	+3.2
ITA	Fatturato industriale a/a	set	-3.6	(3.8) %	-4.6
ITA	Ordini all'industria m/m	set	+13.5	(15.1) %	-6.4
ITA	Fatturato industriale m/m	set	+5.6	(5.9) %	-3.2

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

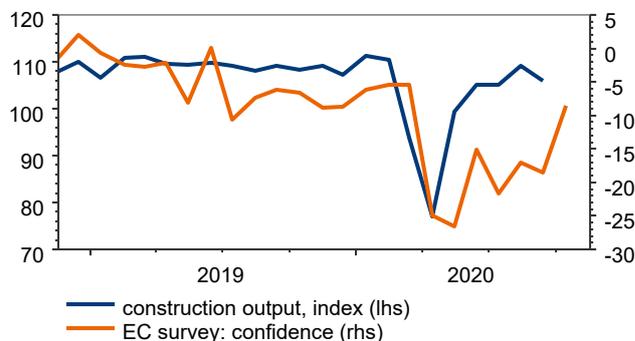
Area euro. La **produzione nelle costruzioni** è calata del -2,9% m/m in settembre, restando più bassa dei livelli di un anno prima (-2,5% a/a). La flessione dell'attività edile è stata più ampia nella costruzione di edifici (-3,2% m/m e -3,0% a/a) che nel campo dell'ingegneria civile (-0,4% m/m, +0,2% a/a). Il clima di fiducia nel settore, sebbene in ripresa, rimane sotto i livelli pre-crisi in tutti i maggiori Paesi dell'area euro.

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



Fonte: Eurostat

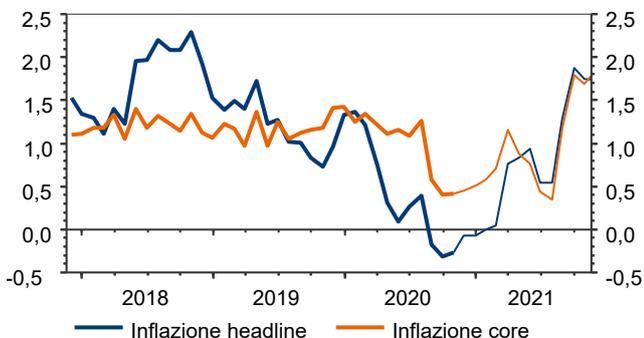
Area euro: il clima di fiducia nelle costruzioni resta al di sotto dei valori pre-crisi



Fonte: Eurostat e Commissione Europea

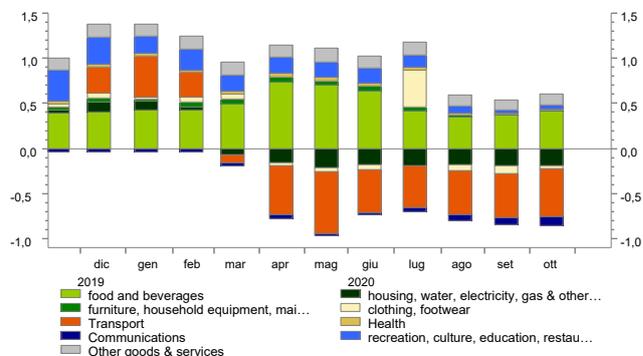
Area euro. Il dato finale di ottobre indica un'inflazione stabile a -0,3% a/a, in linea con il dato preliminare. Anche l'inflazione core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) conferma la stima flash: l'indice è rimasto invariato rispetto a settembre (+0,4% a/a). Sul mese, i prezzi hanno visto un aumento del +0,2% m/m dopo il +0,1% m/m di settembre; crescono i listini alimentari ed i prezzi dell'energia (+0,4% m/m, -8,2% a/a). Nei mesi finali dell'anno l'inflazione dovrebbe rimanere in territorio negativo, anche se l'indice potrebbe subire una distorsione verso l'alto per via della difficoltà nella raccolta dati viste le chiusure di gran parte delle attività commerciali. Prevediamo un rialzo dell'inflazione verso l'1% medio nel 2021, dopo lo 0,3% atteso per quest'anno, in larga misura per il movimento della componente energetica.

Area euro – andamento recente e previsto dell'inflazione



Fonte: Eurostat e proiezioni Intesa Sanpaolo

Area euro – contributi alla variazione annua dell'IPCA

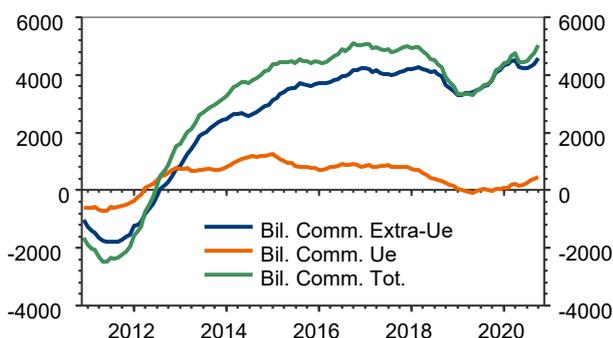


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat

Italia. I dati sul commercio estero a settembre mostrano un ulteriore recupero, dopo quelli dei quattro mesi precedenti, per le esportazioni (+2,7% m/m), a fronte di un calo (il primo da aprile) per le importazioni (-0,6% m/m). Sull'anno, l'export è in crescita (+2,1% da -7% precedente), mentre l'import resta in negativo (-6,4% da -12,6% ad agosto). La dinamica dell'export è influenzata da **movimentazioni occasionali di elevato impatto (cantieristica navale verso gli Stati Uniti)**, al netto delle quali sarebbe più contenuta (+1% m/m, +0,4% a/a). I Paesi extra-UE contribuiscono positivamente alle vendite all'estero (+8,1% m/m, +2,8% a/a), e viceversa frenano gli acquisti (-2,7% m/m, -12,3% a/a). Dal lato dell'export, l'unico macro-gruppo in calo nel mese sono i beni durevoli (-6,5% m/m), mentre sono trainanti i beni strumentali (+5,5% m/m, +6,4% a/a); resta in ampio calo sull'anno l'energia (-47,7%). La crescita tendenziale dell'export è spiegata, oltre che per 1,5 punti percentuali dalle citate movimentazioni di cantieristica navale verso gli Stati Uniti, dalle vendite di metalli verso la Svizzera (per 1,2 punti); viceversa, il calo delle vendite di articoli farmaceutici negli Stati Uniti pesa in negativo per 0,6 punti percentuali. La marcata

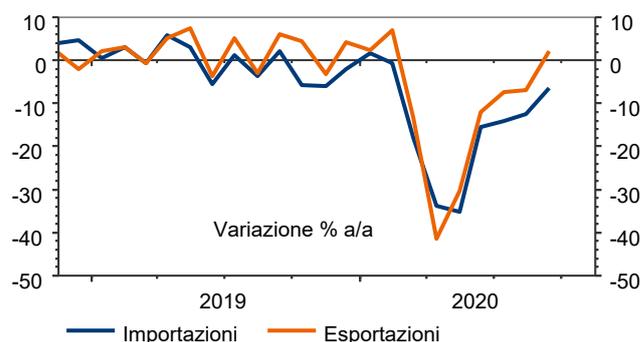
diminuzione degli acquisti di petrolio greggio dai paesi OPEC e dalla Russia e di autoveicoli dalla Germania spiega i due terzi della flessione dell'import, mentre l'aumento degli acquisti di metalli dai paesi OPEC contribuisce positivamente per 3 punti percentuali alla dinamica delle importazioni. In sintesi, il commercio estero prosegue nella sua fase di recupero, che, a differenza di quanto accaduto la primavera scorsa, pensiamo possa proseguire anche durante la cosiddetta "seconda ondata" di COVID-19. **Stimiamo che gli scambi commerciali possano tornare a dare un contributo positivo al PIL nella seconda metà del 2020 e verosimilmente nel 2021**, dopo l'apporto ampiamente negativo visto nel 1° semestre.

Si riavvicina ai massimi l'avanzo commerciale degli ultimi 12 mesi...



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

...grazie a un recupero dell'export più marcato di quello dell'import



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

Italia. A settembre, **fatturato e ordini industriali** hanno fatto segnare un calo su base congiunturale (il primo dopo quattro mesi di recupero), di -3,2% e -6,4% m/m, rispettivamente. La diminuzione nel mese è interamente dovuta al mercato domestico nel caso del fatturato, mentre il calo è più accentuato per gli ordinativi dall'estero che per quelli dall'interno. Nei dati sul fatturato spicca quello sui beni durevoli, in ampia correzione sul mese (-20,2% m/m) ma unico macro-settore in progresso sull'anno (+6,2% a/a). Su base tendenziale, entrambi gli indici rallentano: gli ordini restano in territorio positivo (+3,2%), ma il dato non è corretto per i giorni lavorativi (uno in più dell'anno scorso); il dato tendenziale sul fatturato, al netto degli effetti di calendario, si attesta a -4,6%. Il dettaglio settoriale su base annua mostra un buon recupero per i mezzi di trasporto (+4,6% il fatturato, +17,6% gli ordini) e viceversa un netto calo su entrambi gli indicatori per elettronica e chimica. Due dei comparti più colpiti dalla crisi, come tessile e legno/carta/stampa, mantenevano a settembre un calo del fatturato ma mostravano un'incoraggiante ripresa per gli ordini, che però a nostro avviso potrebbe interrompersi nei mesi autunnali. In generale, il dato conferma come la stagionalità particolare di quest'anno abbia gonfiato i dati relativi all'attività industriale nei mesi estivi, e come già a settembre fosse in corso una correzione; a partire da ottobre, e in maggior misura a novembre, peseranno anche sull'industria (sia pure in misura decisamente minore che sui servizi) le nuove misure di confinamento implementate non solo in Italia ma anche in alcuni dei maggiori partner commerciali del nostro Paese.

Italia. La **produzione nelle costruzioni** è risultata in calo a settembre, per la prima volta dopo 4 mesi di recupero: l'output è diminuito di -8,1% m/m, dopo il +12,6% di agosto. La produzione resta comunque al di sopra dei livelli di un anno prima (+5,1%, pur in rallentamento da +13,4% precedente). Nel 3° trimestre, la produzione ha messo a segno un recupero di oltre il 50% rispetto ai livelli medi del trimestre precedente, quando il settore aveva sofferto per la prolungata chiusura di molte attività a causa dei provvedimenti legati all'emergenza sanitaria. Le nuove restrizioni adottate dal Governo a partire da ottobre peseranno meno sulle costruzioni rispetto sia ai servizi che all'industria. Tuttavia, è possibile una correzione moderata anche nel settore, visto il graduale svanire dell'effetto di rimbalzo successivo al primo lockdown.

Italia. La seconda stima dell'inflazione di ottobre ha confermato 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'aumento congiunturale sul NIC è dovuto ai beni energetici regolamentati** (+10,5%, da una prima stima a +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%). L'"inflazione di fondo" (al netto degli energetici e degli alimentari freschi) è stata rivista al ribasso di un decimo a 0,2% a/a, comunque in lieve aumento dallo 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.**

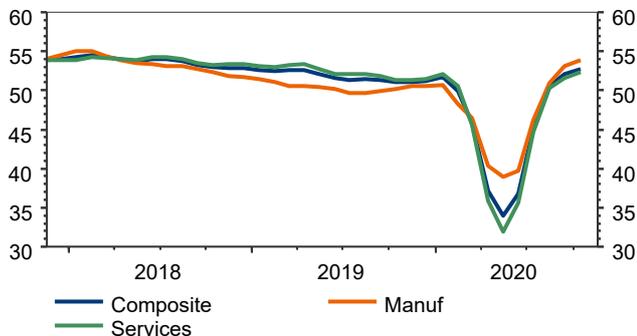
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Produzione industriale a/a	ott	6.9	%	6.5	+6.9
Produzione industriale cumulata a/a	ott	1.2	%		1.8
Vendite al dettaglio cumulate a/a	ott	-7.87	%		-6.83
Vendite al dettaglio a/a	ott	3.3	%	4.9	+4.3
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	ott	0.8	%	1.6	1.8
Tasso prime rate a 1 anno	nov	3.85	%		3.85
Tasso prime rate a 5 anni	nov	4.65	%		4.65

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

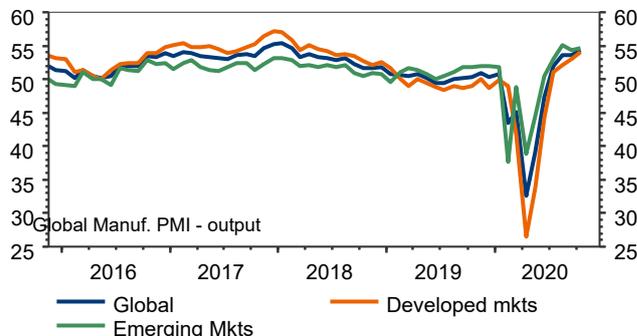
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



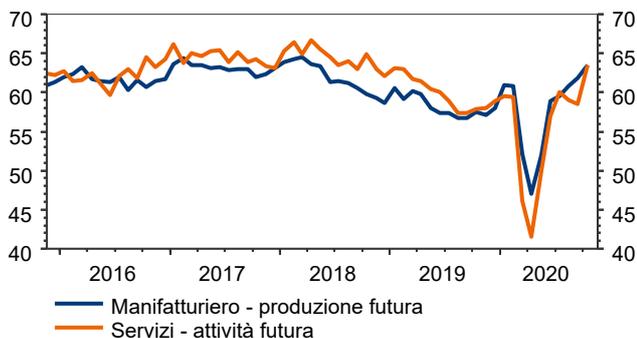
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



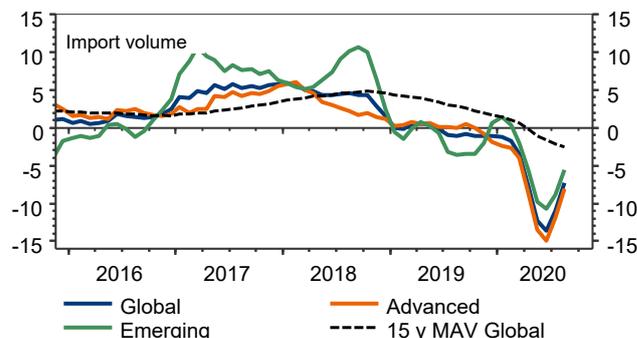
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



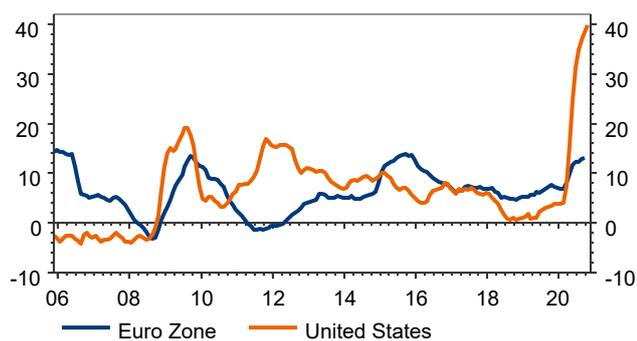
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



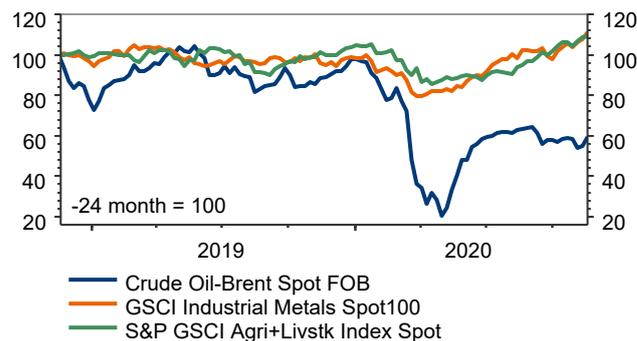
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

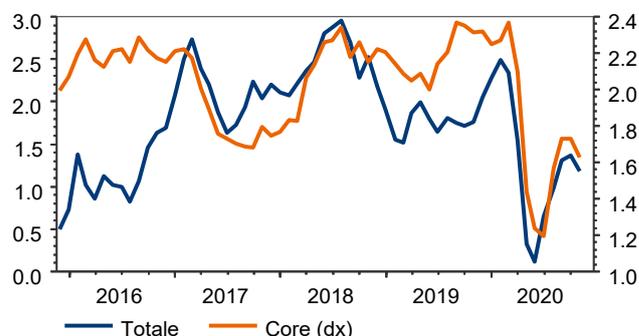
Stati Uniti

Indagini ISM



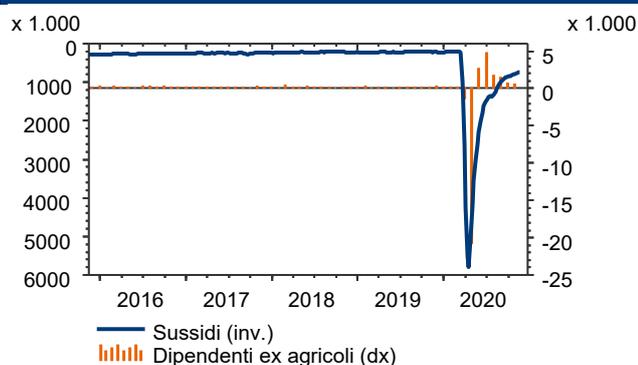
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



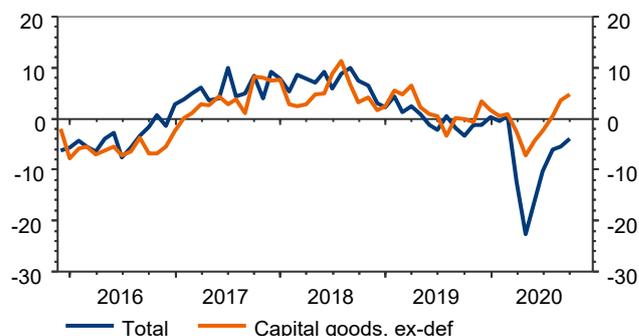
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

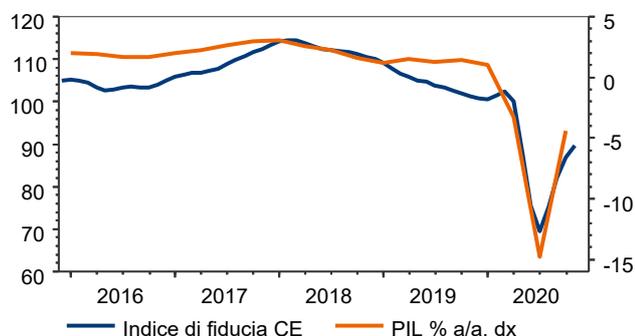
Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020			2021			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	-3.5	4.2	2.1	2.3	0.3	-9.0	-2.9	-2.5	-0.3	10.5
- trim./trim. annualizzato				2.6	2.4	-5.0	-31.4	33.1	4.0	4.1	3.6
Consumi privati	2.4	-3.8	4.8	2.7	1.6	-6.9	-33.2	40.7	3.8	4.2	3.7
IFL - privati non residenziali	2.9	-4.8	4.1	1.9	-0.3	-6.7	-27.2	20.3	4.5	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	1.0	2.1	2.4	1.3	2.5	-4.5	1.2	3.2	2.1
Esportazioni	-0.1	-13.9	3.4	0.8	3.4	-9.5	-64.4	59.7	2.7	4.5	7.2
Importazioni	1.1	-10.6	8.0	0.5	-7.5	-15.0	-54.1	91.1	6.5	5.5	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.7	0.9	-0.1	-0.9	-1.7	-4.3	6.6	1.3	0.3	0.1
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	3.3	0.3	0.1	-1.7	-13.0	9.0	1.1	0.7	0.6
Disoccupazione (%)	3.7	8.2	6.5	3.6	3.5	3.8	13.0	8.8	7.2	6.8	6.6

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.

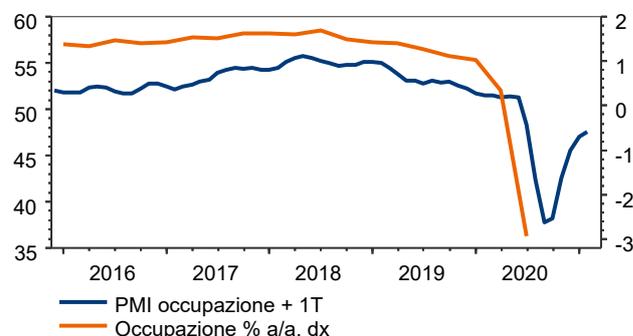
Area euro

PIL



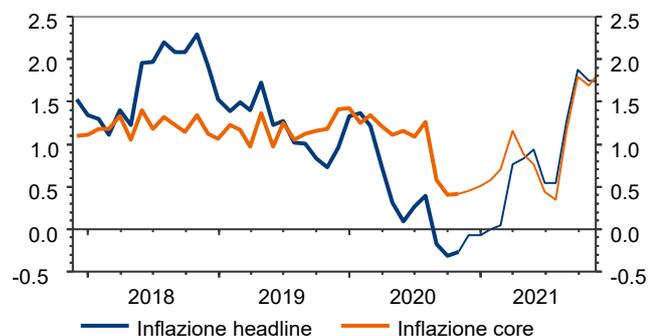
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	-7.3	4.1	1.4	-3.3	-1.9
- t/t				0.3	-11.8	1.2
Consumi privati	1.4	-8.8	3.5	0.3	-12.4	1.8
Investimenti fissi	5.7	-9.9	3.8	-5.0	-17.1	1.9
Consumi pubblici	1.8	0.3	2.5	0.6	-2.5	0.3
Esportazioni	2.5	-9.9	9.0	0.6	-18.8	2.4
Importazioni	3.9	-10.1	5.8	-2.4	-18.3	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.2	-0.9	-0.3	-0.1	-0.5
Partite correnti (% PIL)	3.1	2.0	2.3			
Deficit pubblico (% PIL)	-0.6	-8.8	-6.4			
Debito pubblico (% PIL)	86.0	101.7	102.3			
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	5.2	-1.6	-20.1	-1.6
Disoccupazione (%)	7.6	8.0	8.5	7.5	7.6	8.8
Euribor 3 mesi	-0.36	-0.42	-0.53	-0.40	-0.30	-0.52

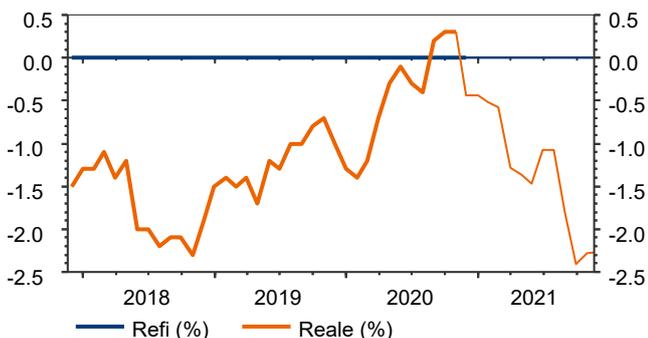
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	19/11	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	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53
Euribor 3m	-0.36	-0.42	-0.50	-0.53	-0.53	-0.53	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

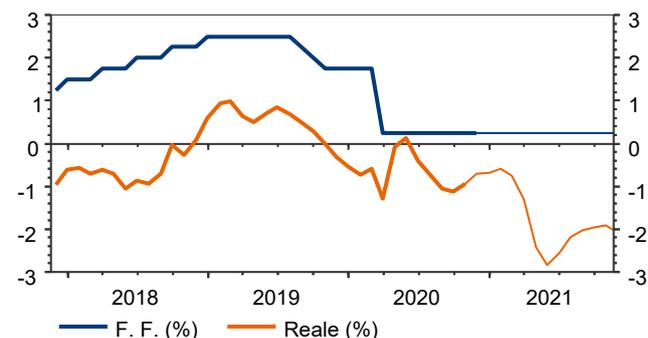


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	19/11	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	0.22	0.22	0.23	0.22	0.22

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

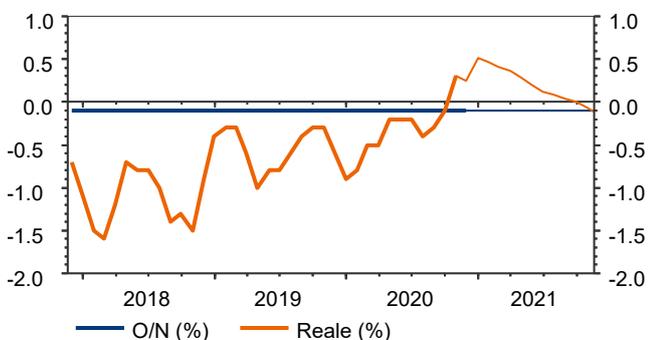


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	19/11	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	-0.10	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

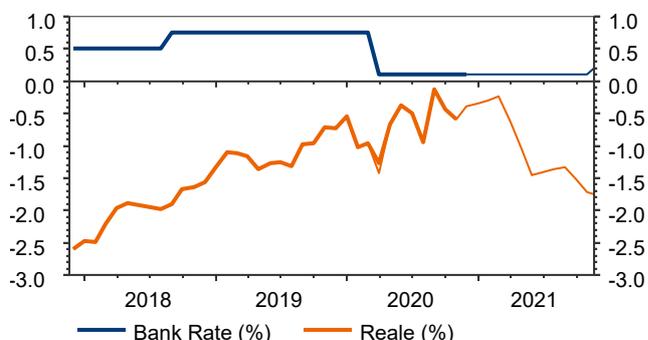


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	19/11	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	20/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.11	1.10	1.19	1.18	1.1867	1.16	1.17	1.18	1.16	1.18
USD/JPY	113	109	107	106	106	103.84	104	106	108	110	112
GBP/USD	1.28	1.29	1.23	1.31	1.30	1.3260	1.27	1.31	1.33	1.35	1.38
EUR/CHF	1.13	1.10	1.06	1.08	1.07	1.0793	1.07	1.08	1.09	1.10	1.15
EUR/JPY	128	120	118	125	125	123.23	121	124	127	128	132
EUR/GBP	0.89	0.86	0.89	0.90	0.91	0.8947	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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com