

Weekly Economic Monitor

Il punto

**FOMC** - In arrivo a breve una nuova *forward guidance* per il programma di acquisto titoli, "ben coordinata" con quella sui tassi, mentre eventuali modifiche in direzione espansiva per ora possono attendere.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, l'inflazione di novembre è attesa poco variata nell'Eurozona (a -0,2% da -0,3% precedente), in Italia (stabile a -0,6%) e in Germania (a -0,4% da -0,5%). La stima finale delle indagini PMI relative al mese di novembre confermerà la brusca frenata vista nella prima lettura, che lascia il manifatturiero ancora in espansione e i servizi, fortemente colpiti dalle nuove restrizioni, ampiamente in territorio recessivo. La disoccupazione è attesa in deciso aumento sia in Italia che nella media dell'Eurozona e la salita potrebbe continuare nei prossimi mesi. Le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero mostrare un recupero a ottobre, che però non durerà nel mese corrente. Infine, la seconda lettura dei dati di contabilità nazionale relativi al 3° trimestre in Italia confermerà l'ampio recupero del PIL nei mesi estivi, destinato però a tramutarsi in una nuova contrazione dell'attività nel trimestre autunnale.

I dati in arrivo negli **Stati Uniti** riguardano il mese di novembre, con il focus sull'employment report. La dinamica occupazionale dovrebbe rimanere solida con un aumento mensile intorno a 540 mila, frenato da riduzioni nel settore pubblico. Il tasso di disoccupazione dovrebbe calare ancora, scendendo a 6,8%. Gli indici ISM sono previsti ancora in territorio ampiamente espansivo, nonostante la crescita dei nuovi contagi e l'introduzione di (limitate) misure di contenimento. La bilancia commerciale dovrebbe registrare un ampliamento del deficit a ottobre, e dare supporto alla previsione di un contributo negativo del canale estero alla crescita del 4° trimestre.

27 novembre 2020

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

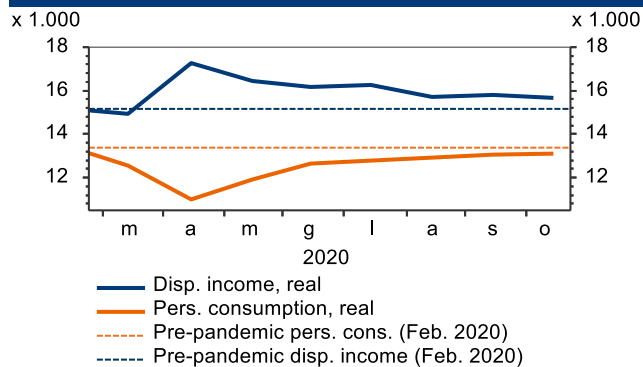
**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

**Guido Valerio Ceoloni**  
Economista - Area euro

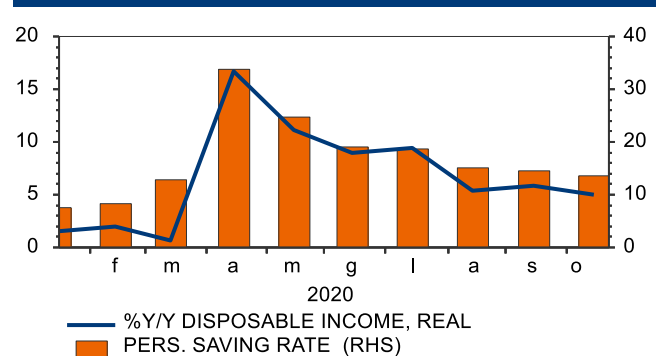
**Aniello Dell'Anno**  
Economista - Area euro

Stati Uniti: i consumi si avvicinano ai livelli pre-pandemia, mentre il reddito disponibile rimane al di sopra del livello di febbraio...



Fonte: Refinitiv Datastream

... e il tasso di risparmio è circa il doppio rispetto alla media storica



Fonte: Refinitiv Datastream

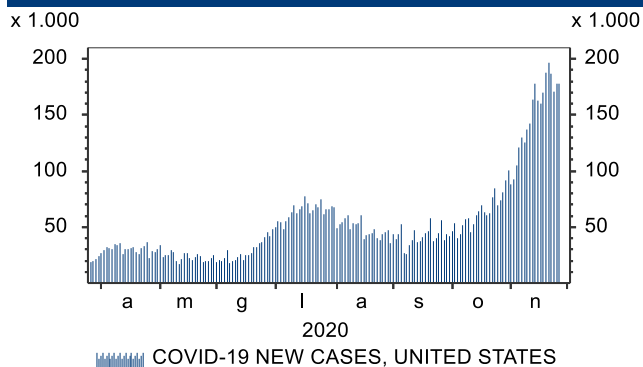
## Il punto

**FOMC** - In arrivo a breve una nuova *forward guidance* per il programma di acquisto titoli, "ben coordinata" con quella sui tassi, mentre eventuali modifiche in direzione espansiva per ora possono attendere.

I **verbali della riunione del FOMC** di novembre, come atteso, hanno fornito informazioni su due temi relativi al **programma di acquisti della Fed**: una nuova *forward guidance* e possibili modalità di espansione del programma, in caso si rendessero necessarie.

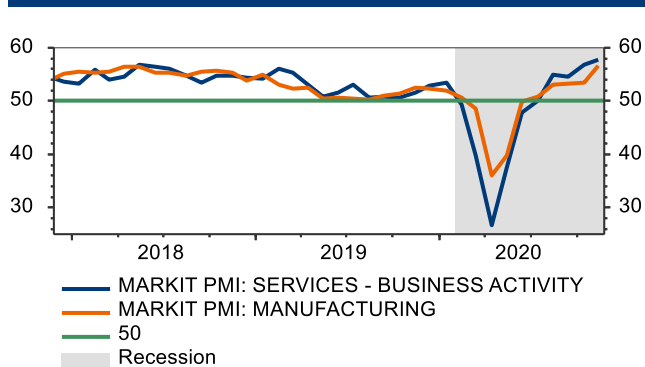
■ La discussione su come fornire **maggiori informazioni per il programma di acquisto di titoli in relazione all'andamento dell'economia** segnala la volontà di allineare la *forward guidance* sui due strumenti attualmente in uso (tassi e acquisti). Il dibattito potrebbe essere interpretato come modestamente "hawkish", nel senso che discute le modalità per incanalare un futuro ridimensionamento del programma di acquisti. "Molti partecipanti" ritengono che il Comitato potrebbe volere rafforzare la *guidance* per gli acquisti di titoli "piuttosto presto", indicando che probabilmente modifiche in tal senso potrebbero arrivare già alla riunione di dicembre e che la *guidance* sui due strumenti dovrà essere "ben coordinata". "Alcuni" partecipanti invece erano più dubbiosi sull'introduzione di novità, in una fase ancora molto incerta per l'economia e la pandemia. La nuova *guidance* potrebbe collegare il ritmo di acquisti all'evoluzione della pandemia e/o all'avvicinamento alle condizioni del mercato del lavoro e dell'inflazione delineate nella *guidance* sui tassi.

### La curva dei nuovi contagi non si piega...



Fonte: Refinitiv Datastream

### ... ma quella dell'attività economica continua a crescere



Fonte: Refinitiv Datastream

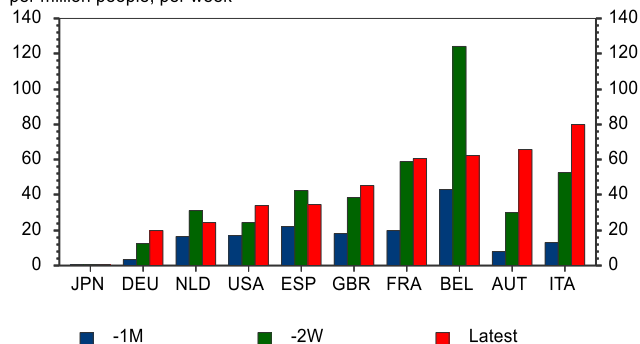
■ Il secondo tema collegato agli acquisti discusso a novembre riguarda **la possibile espansione dell'attuale ritmo di incremento** del bilancio, che ora è sostenuto da acquisti mensili di Treasury per 80 mld e MBS e CMBS per 40 mld. Lo staff ha presentato diverse opzioni per aumentare lo stimolo monetario attraverso il programma di acquisti, fra cui l'allungamento della durata dei Treasury acquistati, l'aumento delle quantità in acquisto e l'estensione della vita del programma alle condizioni attuali di quantità e composizione. Un'altra alternativa proposta riguarda la possibilità di aumentare la quantità di acquisti sul tratto lungo delle scadenze, riducendo al tempo stesso le quantità totali acquistate, ma i partecipanti non l'hanno considerata interessante dato che potrebbe confondere il pubblico, facendo prevalere il messaggio della riduzione degli acquisti su quello dell'allungamento delle scadenze. Il Comitato a novembre non ha espresso una visione chiara su quale di queste alternative potrebbe essere adottata in caso di necessità di maggiore stimolo. I partecipanti, pur non ritenendo necessari aggiustamenti immediati, concordavano sul fatto che "le circostanze potrebbero cambiare in modo da giustificare tali aggiustamenti". In ogni caso, **un cambiamento del programma in direzione espansiva non sembra imminente**: "molti" partecipanti ritengono che una modifica in tal senso non sia necessaria "immediatamente", "alcuni" sono preoccupati che gli acquisti di MBS stiano spingendo eccessivamente al rialzo i prezzi delle case e diversi pensano che l'efficacia degli acquisti possa essere limitata nell'attuale contesto di rendimenti già molto bassi.

In conclusione, sembra probabile che **alla riunione di dicembre il FOMC annunci una forward guidance per gli acquisti in linea con quella per i tassi**, cioè collegata all'evoluzione delle condizioni economiche per il mercato del lavoro e l'inflazione. Al momento, appare altrettanto probabile che **non venga modificato il programma di acquisti in senso espansivo**, anche se il Comitato rimane pronto a intervenire in caso di necessità. Nonostante il forte aumento dei nuovi contagi, per ora **tutti gli indicatori di attività restano in territorio ampiamente espansivo**: un eventuale rallentamento della crescita, collegato alla pandemia, potrebbe arrivare fra dicembre e inizio 2021, quando però potrebbe essere annunciato anche un nuovo pacchetto fiscale.

## Monitor dell'impatto COVID

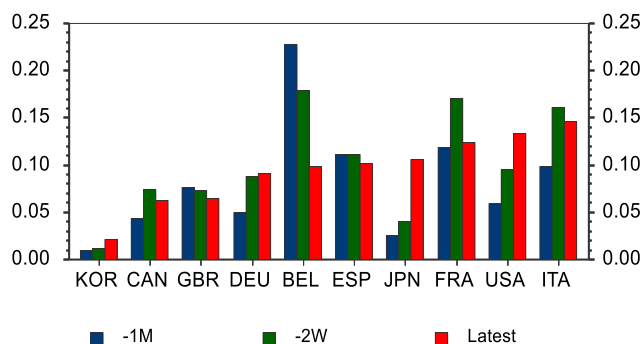
### Mortalità da COVID-19

per million people, per week



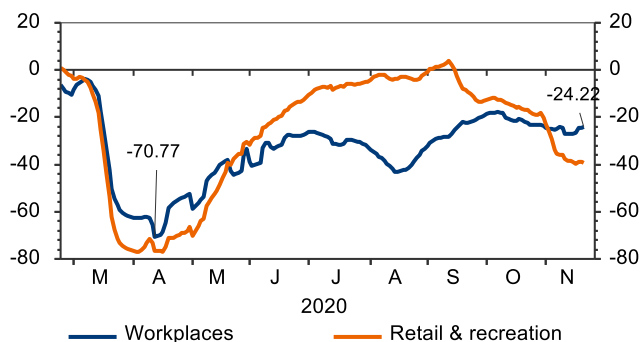
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



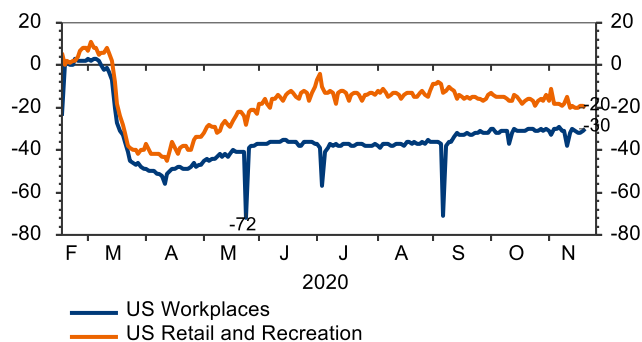
Fonte: OurWorldInData

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



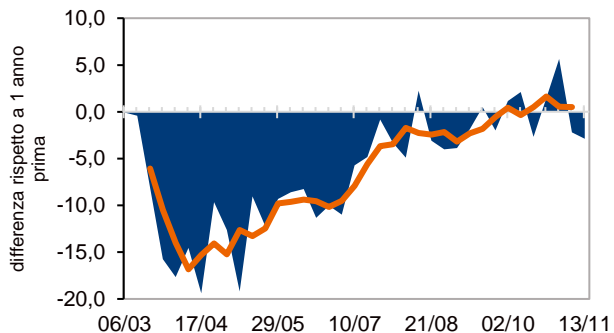
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



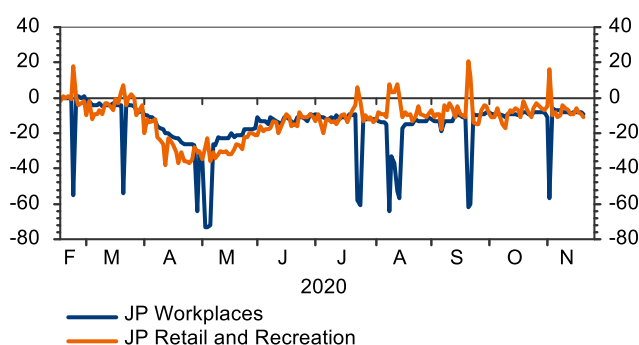
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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**, l'inflazione di novembre è attesa poco variata nell'Eurozona (a -0,2% da -0,3% precedente), in Italia (stabile a -0,6%) e in Germania (a -0,4% da -0,5%). La stima finale delle indagini PMI relative al mese di novembre confermerà la brusca frenata vista nella prima lettura, che lascia il manifatturiero ancora in espansione e i servizi, fortemente colpiti dalle nuove restrizioni, ampiamente in territorio recessivo. La disoccupazione è attesa in deciso aumento sia in Italia che nella media dell'Eurozona e la salita potrebbe continuare nei prossimi mesi. Le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero mostrare un recupero a ottobre, che però non durerà nel mese corrente. Infine, la seconda lettura dei dati di contabilità nazionale relativi al 3° trimestre in Italia confermerà l'ampio recupero del PIL nei mesi estivi, destinato però a tramutarsi in una nuova contrazione dell'attività nel trimestre autunnale.

I dati in arrivo negli **Stati Uniti** riguardano il mese di novembre, con il focus sull'employment report. La dinamica occupazionale dovrebbe rimanere solida con un aumento mensile intorno a 540 mila, frenato da riduzioni nel settore pubblico. Il tasso di disoccupazione dovrebbe calare ancora, scendendo a 6,8%. Gli indici ISM sono previsti ancora in territorio ampiamente espansivo, nonostante la crescita dei nuovi contagi e l'introduzione di (limitate) misure di contenimento. La bilancia commerciale dovrebbe registrare un ampliamento del deficit a ottobre, e dare supporto alla previsione di un contributo negativo del canale estero alla crescita del 4° trimestre.

### Lunedì 30 novembre

#### Area euro

- **Italia.** Vediamo **prezzi al consumo** in calo di tre decimi su entrambi gli indici a novembre, per un'inflazione annua in diminuzione da -0,3% a -0,4% sul NIC e stabile a -0,6% sulla misura armonizzata UE. La risalita di ottobre è stata a nostro avviso temporanea e dovuta agli ampi rincari delle tariffe. Vediamo un'inflazione in territorio negativo sino alla prossima primavera, e una media annua nel 2021 ancora non significativamente diversa da zero (a +0,2% da -0,2% nel 2020).
- **Germania.** La stima flash dai *Länder* dovrebbe indicare che a novembre i **prezzi al consumo** sono calati di -0,7% m/m sull'indice nazionale e di -0,8% m/m sulla misura armonizzata UE. L'inflazione è vista stabile a -0,2% sull'indice nazionale e a -0,4% da -0,5% precedente sull'IPCA. L'inflazione è vista in risalita nel 2021, sulla scia del venir meno del taglio dell'IVA.

### Martedì 1 dicembre

#### Area euro

- **Area euro.** La **stima finale del PMI manifatturiero** è attesa confermare il calo del dato flash, a 53,6 da 54,8 precedente. Ci attendiamo in particolare un rallentamento dei nuovi ordini; i prezzi sono visti in lieve crescita. Lo spaccato per Paese dovrebbe vedere la Germania confermare il dato della stima preliminare (57,9 punti), come anche il PMI manifatturiero francese (49,1 punti). La prima lettura del PMI manifatturiero per l'Italia è attesa mostrare un peggioramento a 51,8 da 53,8 di ottobre.
- **Area euro.** La **stima flash** di novembre dovrebbe indicare un'**inflazione** a -0,2% a/a, dopo il -0,3% a/a registrato ad ottobre. L'indice core BCE (al netto di alimentari ed energia) è visto stabile a 0,4% a/a (-0,4% m/m). Sul mese, i prezzi sono attesi in calo di -0,2% m/m dopo il +0,2% m/m precedente, nonostante un rincaro dei listini energetici (+0,2% m/m e -8,1% a/a). L'inflazione è attesa risalire solo molto gradualmente nel corso del 2021.
- **Italia.** La **seconda stima** potrebbe confermare l'ampio rimbalzo del **PIL** nel trimestre estivo (+16,1% t/t), dopo il crollo dei mesi primaverili (-13% t/t). L'apporto principale dovrebbe venire dalla domanda interna e in particolare dai consumi (specie di durevoli), ma anche gli investimenti dovrebbero aver messo a segno un recupero a due cifre, trainati dalle costruzioni. Il commercio estero dovrebbe aver anch'esso contribuito, grazie a un rimbalzo

più marcato per l'export che per l'import. Per il 4° trimestre, ci aspettiamo una nuova contrazione dell'attività, la cui entità dipenderà dall'ampiezza e dalla durata delle nuove restrizioni; ci aspettiamo ad oggi un calo dell'ordine di almeno tre punti percentuali.

### Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a novembre è previsto in modesto calo a 58,8 da 59,3 di ottobre. Le indagini preliminari di novembre hanno dato segnali misti: a livello regionale (NY Fed, Philadelphia Fed, Richmond Fed) i dati hanno mostrato moderati ripiegamenti, pur rimanendo in territorio espansivo. Il PMI Markit preliminare invece ha segnato un netto (e sorprendente) rialzo, a 56,7 da 53,4, con indicazioni positive da produzione e ordini. La previsione è che l'ISM, che recentemente era stato più positivo del PMI, si stabilizzi su livelli elevati, senza ulteriori incrementi, con conferme di attività in espansione solida nel 4° trimestre. Gli indicatori settimanali (produzione di acciaio e traffico merci) restano su trend in rialzo e danno segnali di continua crescita nel manifatturiero.
- La **spesa in costruzioni** a novembre dovrebbe aumentare di 1% m/m, dopo 0,3% m/m di ottobre, sostenuta ancora dal forte rialzo nel comparto residenziale e da una ripresa in quello non residenziale.

## Mercoledì 2 dicembre

### Area euro

- **Area euro.** La **disoccupazione** è attesa in aumento all'8,6% a ottobre, dall'8,3% di settembre. Ciononostante, il dato resterebbe ben al di sotto delle aspettative di inizio pandemia. Prevediamo una salita del tasso dei senza-lavoro verso il 9,1% medio nel 2021, dopo l'8% atteso per quest'anno, ma i rischi sulla previsione sono chiaramente orientati al rialzo.
- **Italia.** Il tasso di **disoccupazione** potrebbe tornare a salire a ottobre, stimiamo al 10% dopo il calo a sorpresa registrato nei due mesi precedenti. La proroga del blocco dei licenziamenti e del ricorso alla CIG dovrebbero attenuare gli effetti della "seconda ondata" di COVID-19 sull'occupazione. Tuttavia, non ci attendiamo il balzo del tasso di inattività che aveva caratterizzato il primo confinamento, spingendo al ribasso la disoccupazione. Pensiamo che il tasso dei senza-lavoro possa salire significativamente nel 2021, sopra l'11%, dal 9,5% atteso nel 2020.

### Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** a novembre è vista dal consenso a 500 mila, dopo 365 mila di ottobre.

## Giovedì 3 dicembre

### Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono attese in recupero a ottobre (+1,2% m/m), dopo il calo di -2% m/m registrato a settembre. La crescita tendenziale è vista passare a +3,4% a/a da +2,2% a/a di settembre. Da novembre, le vendite torneranno a calare vista la chiusura degli esercizi commerciali in diversi Paesi dell'area.
- **Area euro.** Il **dato finale del PMI servizi** dovrebbe confermare il calo registrato nella stima flash, a 41,3 da 46,9 di ottobre. La flessione dovrebbe riguardare più i nuovi affari che le aspettative di *business*. Lo **spaccato per Paese** dovrebbe evidenziare una leggera revisione al rialzo dell'indice francese a 38,3 da 38,0 della stima flash, mentre quello tedesco dovrebbe confermare il dato preliminare (46,2). La prima lettura del PMI servizi per l'Italia è vista evidenziare un calo a 39,8 da 46,7 di ottobre. Il **PMI composito** è atteso in linea con la stima flash, a 45,1 da 50,0 di ottobre.

## Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a novembre è previsto in marginale rialzo a 56,9, da 56,6 di ottobre. Come per il settore manifatturiero, le indagini regionali di novembre nei servizi hanno dato indicazioni di moderazione, mentre il PMI flash ha segnato un ulteriore aumento da livelli già espansivi e nonostante l'adozione di misure di contenimento a fronte del rialzo dei contagi. Gli interventi introdotti a livello statale di fronte alla terza ondata di COVID-19 per ora sono modesti anche nel settore dei servizi e probabilmente riducono solo marginalmente i livelli di attività, ancora compressi rispetto alla norma pre-COVID.

## Venerdì 4 dicembre

### Stati Uniti

- L'**employment report** di novembre dovrebbe registrare ancora un solido aumento di occupati e un calo del tasso di disoccupazione. Gli **occupati non agricoli** sono previsti in rialzo di 540 mila, dopo 638 mila di ottobre, con un dato più solido nel settore privato frenato dal calo di occupati temporanei per il censimento e dai dipendenti a livello statale e locale. Il calo dei sussidi esistenti, anche al netto dei sussidi erogati con i programmi federali, è intorno a -600 mila a novembre ed è in linea con il proseguimento della crescita delle nuove assunzioni, che sono anche segnalate dagli indici di occupazione delle indagini di settore. Le nuove richieste di sussidi hanno segnato un marginale rialzo a metà novembre e probabilmente risentono dell'aumento di misure restrittive anti-contagio, ma per ora non danno indicazioni di svolta nella dinamica occupazionale, anche se potrebbero rallentarla a dicembre. Il **tasso di disoccupazione** è atteso in flessione a 6,8%, da 6,9%, con un modesto aumento della **partecipazione** a 61,8%. I **salari orari** dovrebbero rimanere su un trend di modesto aumento, con una variazione di 0,1% m/m come a ottobre, sulla scia dell'incremento di occupazione nei settori con salari più bassi. Il rialzo dei contagi e le restrizioni attuate a livello statale dovrebbero influenzare principalmente il settore della ristorazione, ma nel complesso non dovrebbero modificare le tendenze positive, sostenute per ora dalla domanda finale in rialzo e dalla ripresa di attività collegata a Thanksgiving.
- La **bilancia commerciale** di ottobre dovrebbe registrare un ampliamento del deficit a -64,8 mld, dopo -63,9 mld di settembre, sulla base delle informazioni della bilancia commerciale dei beni che ha registrato incrementi delle esportazioni e delle importazioni di 2,8% m/m e 2,2% m/m, rispettivamente. Le esportazioni dovrebbero restare in rialzo, ma la dinamica delle importazioni dovrebbe più che controbilanciare i flussi verso l'estero.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (30 novembre – 4 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 30/11	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		ott	-8.7	%	
	00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		ott	3.9	%	
	02:00	CN	PMI non manifatturiero - NBS		nov	56.2		
	02:00	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	nov	51.4	51.5	
	02:00	CN	PMI composito - Caixin		nov	55.3		
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		nov	-0.9	%	
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	nov	-0.3	%	-0.4
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	nov	0.6	%	-0.3
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	nov	-0.6	%	-0.6
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	nov	0.2	%	-0.3
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	nov	-0.5	%	-0.4
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	nov	0.0	%	-0.8
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	nov	-0.2	%	-0.2
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	nov	0.1	%	-0.7
	15:00	BEL	PIL t/t finale		T3	prel 10.7	%	10.7
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	nov	61.1		
Mar 1/12	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		ott	3.0	%	
	00:30	GIA	Job to applicant ratio		ott	1.0		
	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		nov	prel 48.3		
	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	nov	53.6	53.5	
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	nov	53.8		51.8
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		nov	prel 49.1		49.1
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	nov	prel 57.9		57.9
	10:00	ITA	PIL t/t finale	*	T3	prel 16.1	%	16.1
	10:00	ITA	PIL a/a finale		T3	prel -4.7	%	-4.7
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	nov	prel 53.6		53.6
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	nov	55.2	55.2	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	nov	0.4	%	0.4
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	nov	-0.3	%	-0.2
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		nov	56.7		
16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	nov	59.3	58.0	58.8	
16:00	USA	Spesa in costruzioni		ott	0.3	%	0.8	1.0
Mer 2/12	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		nov	33.6		
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	ott	-2.2	%	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		ott	6.5	%	
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	ott	9.6	%	10.0
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	ott	8.3	%	8.4
	11:00	EUR	PPI a/a		ott	-2.4	%	
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		nov	365 x1000	500	
Gio 3/12	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	nov	56.8		
	09:45	ITA	PMI servizi	*	nov	46.7		39.8
	09:50	FRA	PMI servizi finale		nov	prel 38.0		38.3
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	nov	prel 46.2		46.2
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	nov	prel 45.1		45.1
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	nov	prel 41.3		41.3
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	nov	45.8	45.8	
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ott	-2.0	%	0.3
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	778 x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	6.071 Mln		
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		nov	57.9		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		nov	57.7		
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	nov	56.6	56.2	56.9

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 dei dati macroeconomici (30 novembre – 4 dicembre) – continua**

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Ven	4/12	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ott	0.5 %	0.8
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ott	1.3 %	
	14:30	USA	Bilancia commerciale		ott	-63.9 Mld \$	-65.2	-64.8
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	nov	638 x1000	520	540
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	nov	6.9 %	6.8	6.8
	14:30	USA	Salari orari m/m		nov	0.1 %	0.1	0.1
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ott	prel 1.3 %		
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ott	prel 1.3 %		
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ott	1.1 %		

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 (30 novembre – 4 dicembre)**

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	30/11	11:00	EUR	Discorso di Lagarde (BCE) allo Thought Leadership Forum di EPR
		15:30	GB	Discorso di Tenreiro (BoE)
	--	UE	* Videoconferenza dell'Eurogruppo	
Mar	1/12	11:00		L'OCSE pubblica l'Economic Outlook
		16:00	USA	* Audizione di Powell (Fed) alla commissione bancaria del Senato
		18:00	EUR	Lagarde (BCE) intervistata all'Atlantic Council's GeoEconomics Center
		18:00	USA	Discorso di Brainard (Fed)
		19:15	USA	Discorso di Daly (Fed)
		21:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
--	UE	Videoconferenza dell'Ecofin		
Mer	2/12	15:00	EUR	* Intervento informale di Lane (BCE) all'Investment Summit di Thomson Reuters
		16:00	USA	Audizione di Powell di fronte alla Commissione Affari Finanziari della Camera
		19:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Ven	4/12	10:30	GB	Discorso di Tenreiro (BoE)
		16:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		--	ITA	* Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		--	GER	DBRS si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

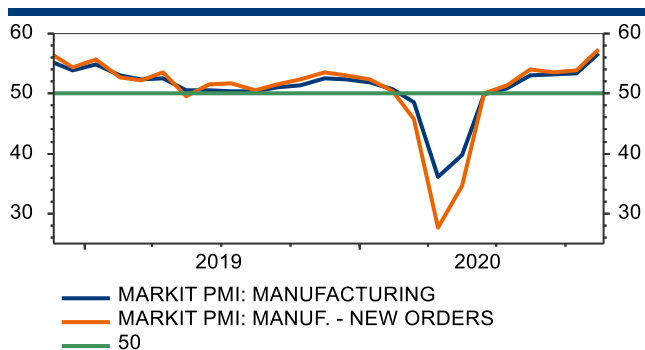
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice dei prezzi delle case m/m	set	1.5	%	+1.7
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	set	+5.3 (5.2)	%	5.1 +6.6
Fiducia consumatori (CB)	nov	101.4 (100.9)		98.0 96.1
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	set	2.1 (0.5)	%	0.9 1.3
Richieste di sussidio	settim	748 (742)	x1000	730 778
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	6.370 (6.372)	Mln	6.020 6.071
Deflatore consumi core t/t prelim	T3	3.5	%	3.5 3.5
PII t/t ann. prelim	T3	33.1	%	33.2 33.1
PII, deflatore t/t ann. prelim.	T3	3.7	%	3.7 3.7
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	ott	1.5 (0.9)	%	0.5 1.3
Bilancia commerciale prelim	ott	-79.36	Mld \$	-80.29
Deflatore consumi (core) a/a	ott	1.6 (1.5)	%	1.4 1.4
Deflatore consumi a/a	ott	1.4	%	1.2 1.2
Spesa per consumi (nominale) m/m	ott	1.2 (1.4)	%	0.4 +0.5
Redditi delle famiglie m/m	ott	0.7 (0.9)	%	0.0 -0.7
Deflatore consumi (core) m/m	ott	0.2	%	0.0 0.0
Vendite di nuove case (mln ann.)	ott	1.002 (0.959)	Mln	0.970 0.999
Fiducia famiglie (Michigan) finale	nov	77.0		77.0 76.9

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

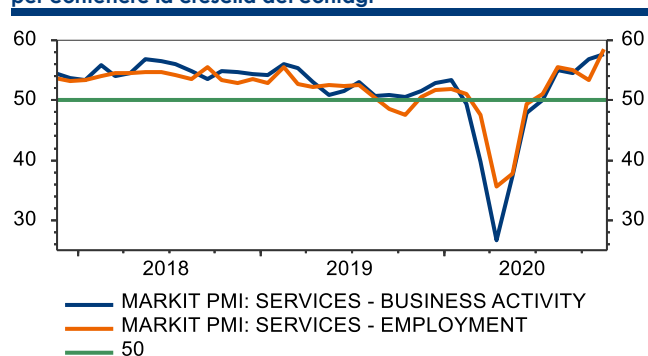
Il **PMI flash manifatturiero** a novembre sorprende verso l'alto, con un aumento a 56,7 da 53,4. Lo spaccato dell'indagine è positivo, con incrementi per i nuovi ordini (a 57,4 da 54,2), la produzione (a 58,7 da 52,3), gli ordini dall'estero (a 51,1 da 49,1) e l'occupazione (a 51,6 da 51,3), i prezzi di vendita (a 56,6 da 52,6). Anche l'**indice dei servizi** migliora, nonostante l'imposizione di misure restrittive nel settore in seguito alla ripresa dei contagi. L'indice di attività composito sale a 57,7 da 56,9, l'occupazione aumenta a 58,6 da 53,1, raggiungendo il massimo da quando esiste la serie, l'attività tocca 57,5 da 56. L'indice **composito** aumenta a 57,9 da 56,3, con la produzione a 57,9 da 55,5, l'occupazione a 57,4 da 52,8 e i nuovi ordini a 56,6 da 54,3. I dati sono sorprendentemente positivi e segnalano che per ora le modeste restrizioni attuate per contrastare l'esplosione dei contagi non stanno intaccando l'attività né nel manifatturiero né nei servizi, e non modificano il quadro di espansione dell'economia USA.

#### Il PMI manifatturiero flash sorprende verso l'alto a novembre



Fonte: Refinitiv Datastream

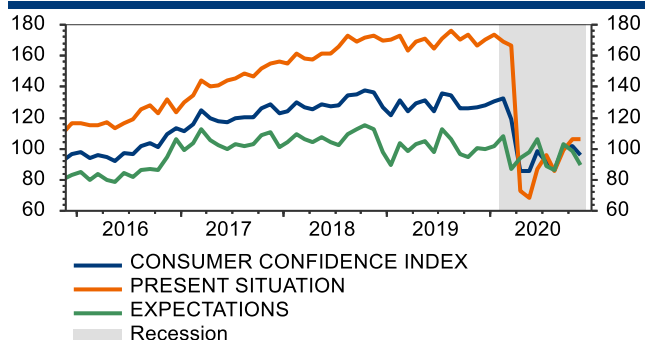
#### Anche il PMI dei servizi aumenta, nonostante le restrizioni attuate per contenere la crescita dei contagi



Fonte: Refinitiv Datastream

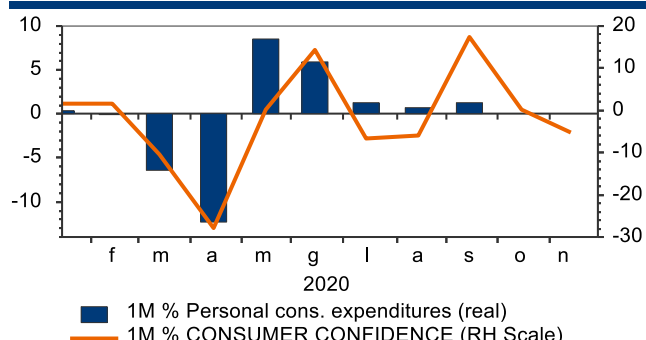
La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a novembre cala a 96,1 da 101,4 di ottobre. La situazione corrente aumenta a 106,2 da 105,9, mentre le aspettative sono in flessione marcata a 89,5 da 98,2. La valutazione del mercato del lavoro corrente è pressoché stabile rispetto a ottobre. Le famiglie non prevedono miglioramenti per l'economia e il mercato del lavoro a inizio 2021, e restano preoccupate per l'evoluzione della pandemia. L'andamento dei contagi e lo stallo politico su un nuovo pacchetto fiscale saranno un freno alla ripresa della fiducia delle famiglie nei prossimi mesi, ma l'arrivo dei vaccini e un probabile rinnovo dello stimolo fiscale dovrebbero migliorare il quadro nel 2021.

**La fiducia dei consumatori corregge a novembre sulla scia del calo delle aspettative...**



Fonte: Refinitiv Datastream

**... e punta a un rallentamento della dinamica dei consumi nel resto dell'autunno**



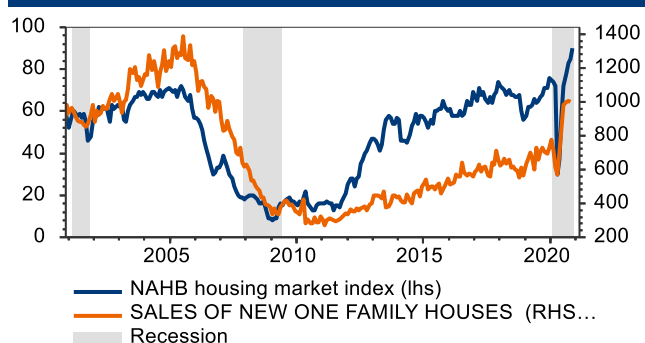
Fonte: Refinitiv Datastream

La seconda stima del **PIL del 3° trimestre** è immutata, con una variazione di 33,1% t/t ann., con rialzi di 40,6% t/t ann. per i consumi (con revisione verso il basso dei servizi e verso l'alto dei beni) di 21,8% t/t ann. per gli investimenti non residenziali, di 62,3% t/t ann. e un calo di -4,9% t/t ann. per la spesa pubblica. Gli utili sono in rialzo di 3,1% a/a e tornano sui livelli pre-COVID, con indicazioni positive per lo scenario economico. La previsione per il 4° trimestre rimane positiva, nonostante l'aumento dei contagi, con l'aspettativa di una variazione vicina a 4% t/t ann.

La **spesa personale** a ottobre aumenta di 0,5% m/m, con i consumi di beni invariati, in linea con le indicazioni deboli delle vendite al dettaglio, e quelli di servizi in rialzo di 0,7% m/m. Il **reddito personale** corregge di -0,7% m/m: l'aumento del reddito da lavoro (+0,7% m/m, +1,8% a/a) non è stato sufficiente a contrastare il massiccio calo dei trasferimenti pubblici (-6,2% m/m), determinato dalla fine dell'integrazione federale dei sussidi di disoccupazione. Il **tasso di risparmio** cala a 13,6%, e resta su livelli quasi doppi rispetto alla media storica, fornendo un ammortizzatore a sostegno dei consumi in questa fase di correzione del reddito disponibile. I **deflatori dei consumi** headline e core sono stabili su base mensile e lasciano l'inflazione ancora lontana dall'obiettivo della Fed, anche se nella prima parte del 2021 si registrerà una svolta verso l'alto spinta dal confronto statistico con un 2020 debole. I dati dei consumi e del risparmio fanno prevedere una variazione ancora positiva e solida della spesa nel 4° trimestre, con un possibile rallentamento nella parte finale del trimestre e a inizio 2021, sulla scia della ripresa dei contagi e dell'adozione di misure di moderato contenimento.

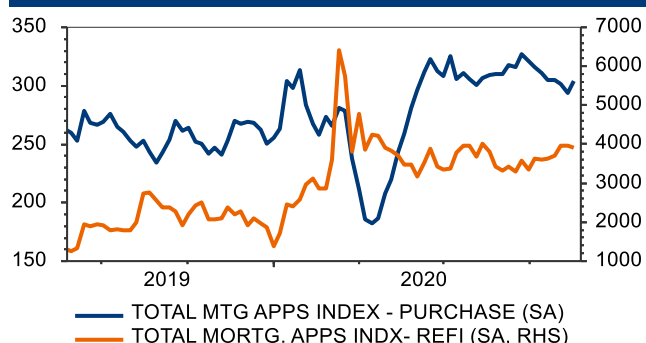
**Le vendite di case nuove** sorprendono ancora verso l'alto, toccando 999 mila a ottobre, dopo un dato di settembre rivisto verso l'alto, poco sopra 1 mln (1,002 mln da 959 mila). La variazione tendenziale delle vendite schizza a 41,5% a/a. Le scorte di case invendute continuano a scendere e sono pari a 3,3 mesi di vendite a ottobre, con indicazioni ancora estremamente positive per l'attività immobiliare residenziale nei prossimi mesi.

**Il boom immobiliare prosegue, con le vendite di case nuove sui massimi dal 2006 e la fiducia dei costruttori sui massimi storici**



Fonte: Refinitiv Datastream

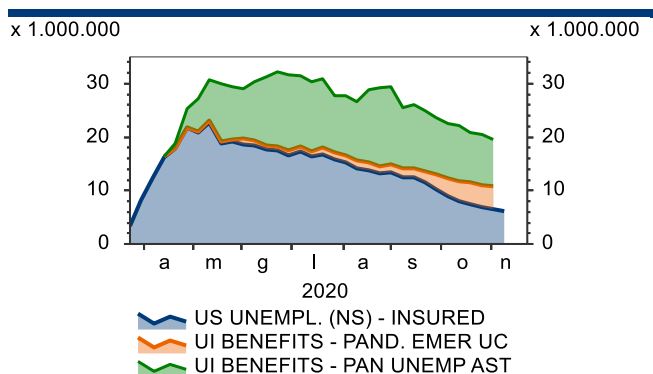
**Le domande di nuovi mutui per l'acquisto di case rimangono elevate**



Fonte: Refinitiv Datastream

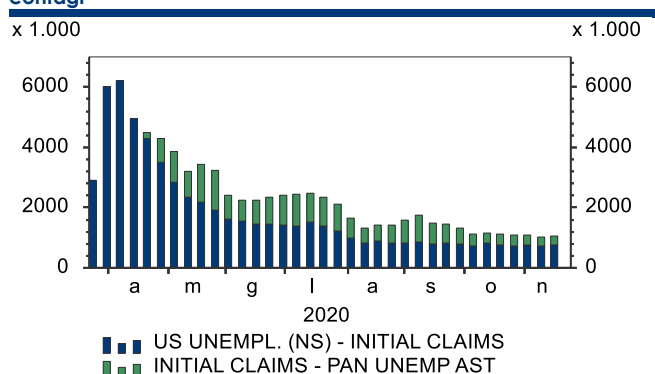
Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 21 novembre aumentano per la seconda settimana consecutiva, salendo a 778 mila da 748 mila del periodo precedente. I dati segnalano che l'adozione di restrizioni alle attività ricreative e di ristorazione in molti stati, insieme all'introduzione di coprifuochi nelle ore notturne, stanno avendo moderate ripercussioni sul mercato del lavoro. I dati non destagionalizzati mostrano un aumento di 78372 a 827710 e si aggiungono a 311675 sussidi erogati con il programma federale di Pandemic Unemployment Assistance. I **sussidi esistenti** nella settimana conclusa il 14 novembre (periodo di rilevazione dell'employment report di novembre) calano a 6,071 mln (-299 mila dalla settimana precedente). In termini non destagionalizzati i sussidi statali esistenti correggono a 5,911 mln (-167617) dalla settimana precedente. I sussidi esistenti erogati nella prima settimana di novembre con programmi statali e federali ammontano a 20,452 mln, in rialzo di circa 130 mila rispetto a fine ottobre.

**Sussidi esistenti sempre in calo, con indicazioni di aumento degli occupati a novembre**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Nuovi sussidi di disoccupazione in marginale rialzo per la seconda settimana consecutiva, in risposta alle misure di contenimento dei contagi**

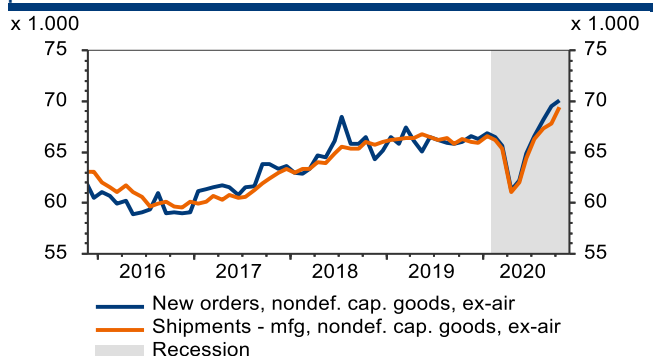


Fonte: Refinitiv Datastream

Il **deficit della bilancia commerciale dei beni** a ottobre aumenta a -80,3 mld da -79,4 mld di settembre. Le esportazioni sono in rialzo di 2,8% m/m, spinte dai beni di consumo, e le importazioni crescono di 2,2% m/m. Il canale estero dovrebbe dare un ampio contributo negativo alla crescita del PIL del 4° trimestre.

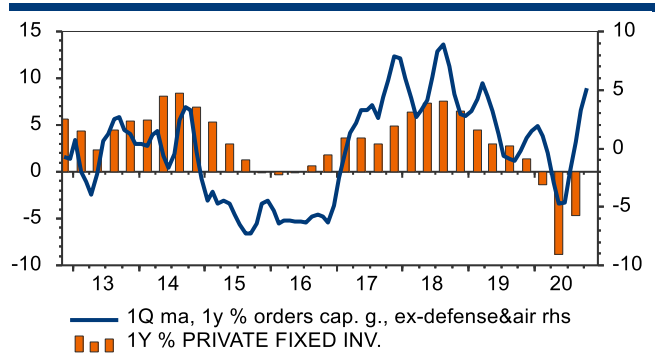
Gli **ordini di beni durevoli** a ottobre sorprendono verso l'alto, con una variazione di 1,3% m/m sia per l'aggregato totale (con una revisione verso l'alto del dato di settembre da 0,5% m/m a 2,1% m/m) sia per quello ex-trasporti. A ottobre i dati sono stati sostenuti da rimbalzi nei comparti volatili della difesa e degli aerei, e frenati da una correzione nel segmento auto. Gli **ordini di beni capitali ex-difesa e aerei** crescono di 0,7% m/m, dopo 0,5% m/m a settembre, mantenendosi ampiamente sopra i livelli pre-COVID e indicando che la crescita degli investimenti non residenziali nel 4° trimestre dovrebbe mantenersi solida.

**Ordini e consegne di beni capitali sempre più lontani dai livelli pre-COVID**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Gli ordini di beni capitali puntano a un rialzo solido per gli investimenti non residenziali in autunno**



Fonte: Refinitiv Datastream

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo		
BEL	Indice ciclico BNB	nov	-8.5		-12.1		
EUR	M3 dest. a/a	ott	10.4	%	10.4	10.5	
EUR	Fiducia consumatori finale	nov	-15.5	(-17.6)	-17.6	-17.6	
EUR	Fiducia servizi	nov	-12.1	(-11.8)	-15.5	-17.3	
EUR	Fiducia industria	nov	-9.2	(-9.6)	-10.5	-10.1	
EUR	Indice di fiducia economica	nov	91.1	(90.9)	86.5	87.6	
FRA	Fiducia consumatori	nov	94		92	90	
FRA	Spese per consumi m/m	ott	-4.4	(-5.1)	%	2.9	+3.7
FRA	IPCA a/a prelim	nov	0.1		%	0.0	0.2
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T3	-4.3		%	-4.3	-4.0
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T3	8.2		%	8.2	8.5
GER	Fiducia consumatori	dic	-3.2	(-3.1)		-5.0	-6.7
GER	Prezzi import a/a	ott	-4.3		%	-4.1	-3.9
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	ott	5.32	Mld €			7.09
ITA	Fiducia consumatori	nov	101.7	(102.0)		99.0	98.1
ITA	Indice di fiducia delle imprese	nov	94.7	(95.6)		93.5	90.2
ITA	PPI a/a	ott	-3.1		%		-2.5
ITA	PPI m/m	ott	0.1		%		0.6

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

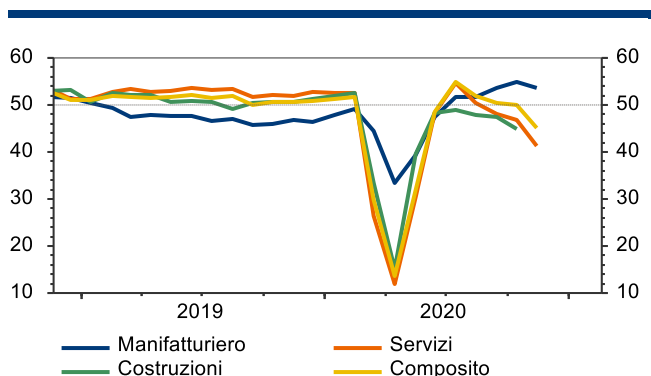
#### Area euro. La stima flash del PMI manifatturiero ha segnato una flessione a 53,6 da 54,8 di ottobre.

L'indice rimane in territorio espansivo per il quinto mese consecutivo, dopo il crollo dei mesi primaverili. Cala il ritmo di espansione dei nuovi ordini e della produzione (rispettivamente a 54,0 e 55,5); l'occupazione, in lieve ripresa, resta su valori coerenti con una contrazione degli organici (48,5 da 47,2 precedente). I prezzi sono visti in leggera crescita.

L'espansione nel manifatturiero è più che spazzata dal nuovo peggioramento nel settore dei servizi, per via delle nuove misure di confinamento adottate nella maggior parte dei Paesi dell'Eurozona: l'indice è sceso a **41,3 da 46,9**. Il calo è guidato dai nuovi affari (40,0), mentre l'indice delle aspettative indica un forte miglioramento (a 58,3 da 54,2) sulla scia delle notizie incoraggianti sull'efficacia dei vaccini; l'occupazione mostra un'accelerazione nel ritmo di contrazione. Non vi è alcuna evidenza di pressioni inflattive: aggregando manifatturiero e servizi emerge una lieve tendenza all'aumento dei prezzi pagati (52,4) ed un calo dei prezzi ricevuti (48,2). **Il PMI composito** è passato a 45,1 da 50,0 precedente, indicando che a novembre l'attività economica nell'Eurozona si è ridotta notevolmente rispetto ai mesi precedenti.

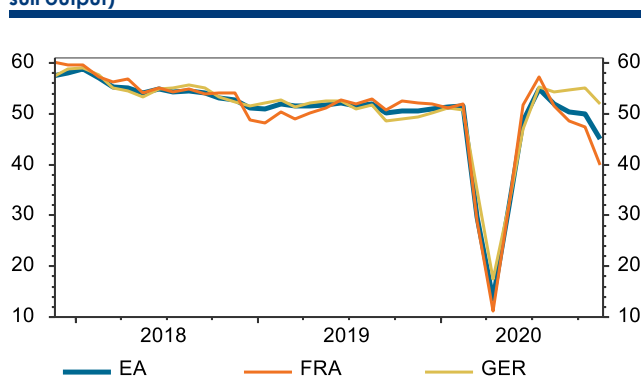
Lo **spaccato per Paese** ha visto il PMI manifatturiero della **Francia** passare in territorio recessivo (a 49,1 da 51,3), mentre i servizi registrano un nuovo aumento nel ritmo di contrazione (a 38,0 da 46,5). L'indice composito, a 39,9 da 47,5 precedente, è stabile in territorio recessivo: le indicazioni riflettono l'effetto delle nuove misure di contrasto all'aumento dei contagi. In **Germania**, il PMI manifatturiero mostra una flessione marginale, a 57,9 da 58,2 precedente. Rimangono su valori alti sia l'indice dei nuovi ordini totali (62,2), che della produzione (62,7), e la riduzione delle scorte indica che la crescita della produzione è sostenibile; l'occupazione (47,9) continua a segnare una contrazione, ma la meno marcata dal giugno 2019. Nei servizi, l'indice di attività è sceso di 2,7 punti a 46,2; tuttavia, le imprese ritengono il calo transitorio: l'indice di aspettative è balzato da 53,4 a 58,8, e l'occupazione è salito di appena 2 decimi, da 51,5 a 51,7. L'indice composito è passato a 52,0 in novembre da 55,0 di ottobre.

**PMI – Eurozona: indici per settore**



Fonte: IHS Markit

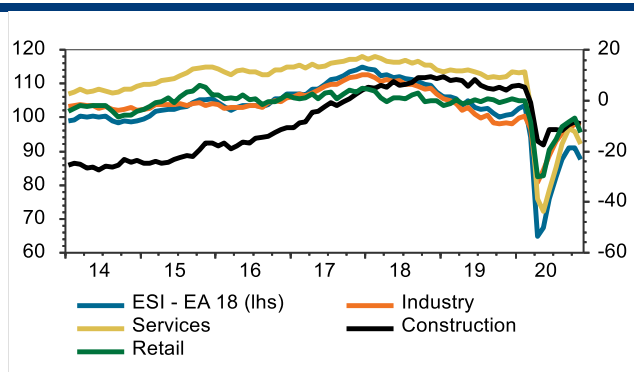
**PMI composto nei paesi dell'Eurozona (valutazioni delle imprese sull'output)**



Fonte: IHS Markit

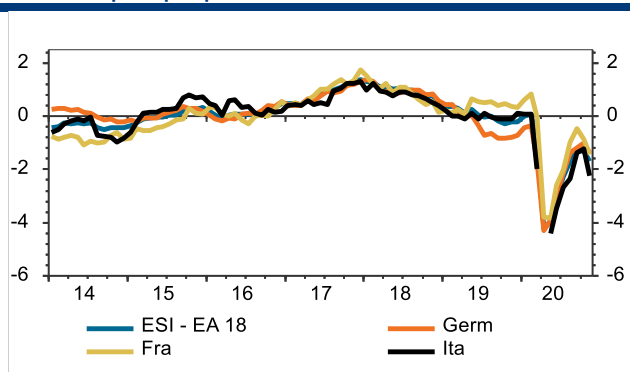
**Area euro.** L'indice composto di **fiducia economica** della Commissione UE (ESI) ha interrotto il trend di recupero, calando a 87,6 a novembre, da 90,9 di ottobre. Non sorprendentemente, la flessione più ampia, dal lato delle imprese, si registra per i settori direttamente colpiti dalle nuove misure restrittive decise dai governi, ovvero i **servizi** (a -17,3 da -12,1 di ottobre) e il **commercio al dettaglio** (a -12,7 da -6,9). Più contenuto (pari a circa un punto percentuale) il calo nell'**industria** (a -10,1 da -9,2) e nelle **costruzioni** (a -9,3 da -8,3). Le aspettative di inflazione restano più basse rispetto ai livelli pre-COVID. Il **dato finale della fiducia dei consumatori** del mese di novembre conferma il valore della stima flash a -17,6 da -15,5 a ottobre. Il livello delle indagini rimane ben al di sopra dei minimi visti in primavera, ma segnala una probabile contrazione del PIL nel trimestre in corso.

**Area euro – In calo la fiducia a novembre in tutti i macro-settori...**



Fonte: Commissione Europea

**... e in tutti i principali paesi dell'Eurozona**



Fonte: Commissione Europea

**Area euro.** La crescita di **M3** è marginalmente accelerata al 10,5% a/a in ottobre. Il rapporto mostra che l'incremento trova contropartita sempre più nella crescita dei crediti verso il settore pubblico, riflesso dei programmi di acquisto PSPP e PEPP, mentre il contributo del credito al settore privato sta rallentando.

**Germania.** L'**IFO** a novembre è arretrato a 90,7 da 92,5 (dato precedente rivisto al ribasso di due decimi), trascinato in basso da un peggioramento delle attese (91,5 da 94,7); l'indice sulla situazione corrente è sceso solo marginalmente, a 90,0 da 90,4. L'indice rimane di una deviazione standard inferiore alla media storica. A livello settoriale, la fiducia è migliorata nell'industria e peggiorata significativamente nel commercio e nei servizi; nelle costruzioni, il calo della fiducia è modesto, da +0,3 a -0,1, perciò il livello resta di una deviazione standard sopra la media storica.

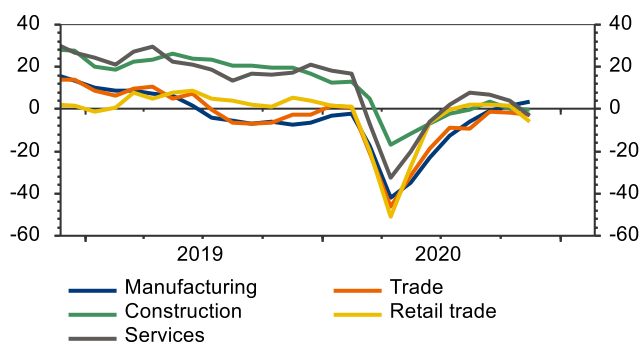
L'annuncio dei vaccini e l'allentamento delle restrizioni potrebbero migliorare le aspettative in dicembre, anche se il giudizio sulla situazione corrente rischia di peggiorare ulteriormente.

**Germania.** La seconda stima ha rivisto il rimbalzo del **PIL** nel 3° trimestre 2020 da 8,2% t/t (-4,2% a/a) a **8,5% t/t** (-4,0% a/a). Il 2° trimestre resta a -9,8% t/t (-11,2% a/a). Il dettaglio mostra un rimbalzo di 10,8% t/t per i consumi privati e del 16% per gli investimenti in macchinari, e un incremento di 0,8% t/t dei consumi pubblici. Si registra un netto rimbalzo dell'export (+18,1% t/t), decisamente più ampio rispetto a quello dell'import (+9,1% t/t), per un contributo della bilancia commerciale di ben +3,9%, ma parzialmente compensato da un apporto negativo dalle scorte (-2%). Dal punto di vista settoriale, DeStatis ha rilevato un recupero del 14% per il manifatturiero, del 13,8% per i servizi privati e del 9,5% per quelli pubblici; in calo le costruzioni (-4,7%). Nel 4° trimestre si prevede una flessione del PIL di circa un punto percentuale, inferiore a quanto si dovrebbe vedere negli altri grandi paesi dell'Eurozona.

**Francia.** L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere diffuso dall'**INSEE** a novembre è sceso di due punti, a 92 da 94. Lo spaccato mostra un nuovo miglioramento degli ordini, sia domestici sia esteri, che peraltro restano su livelli molto negativi. A pesare sul morale è un brusco peggioramento delle attese sull'attività futura (a -10 da +5), e una revisione al ribasso delle prospettive occupazionali. Il livello rimane ben al di sotto della media storica. Il calo della fiducia è molto più intenso nei servizi (a 78 da 89). Nelle costruzioni, si registra una netta flessione delle aspettative, da -4 a -17, oltre a un giudizio meno positivo sull'attività recente (a 0 da +9). In ogni caso, il peggioramento di morale, anche nei servizi, è decisamente meno accentuato rispetto a quanto osservato in primavera.

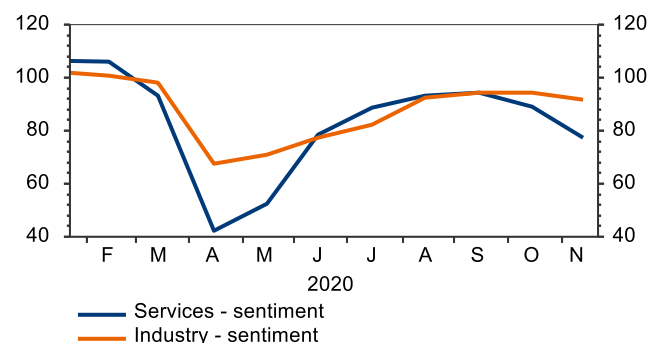
**Francia.** Le **spese in consumi** delle famiglie sono rimbaltate di 3,7% m/m, dopo il -4,4% di settembre, innalzando la variazione tendenziale a 2,7% a/a. La crescita riflette l'andamento positivo di alimentari (7,1% m/m, 2,8% a/a) ed energia (6,4% m/m, 5,6% a/a), a fronte di una flessione marginale per i manufatti (-0,1% m/m +1,4% a/a).

**Germania: tiene la fiducia nell'industria; la flessione negli altri settori è più contenuta rispetto a quella vista la scorsa primavera**



Fonte: Ifo

**Francia: fiducia delle imprese in calo, soprattutto nei servizi (ma la flessione è meno drammatica di quella vista durante il primo lockdown)**



Fonte: Insee

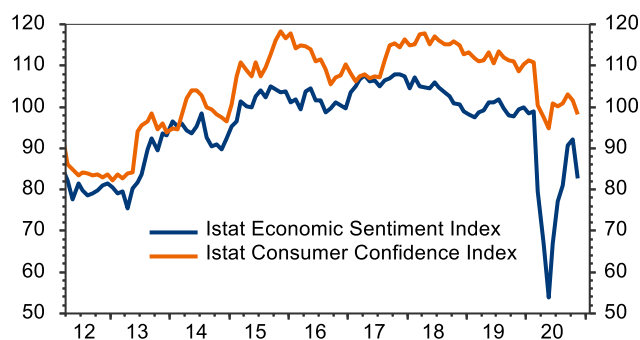
**Italia.** Gli indici di fiducia a novembre sono peggiorati ben più del previsto, sia tra le imprese che tra le famiglie. **L'indice composito Istat sul morale delle aziende è sceso a 82,8 da 92,2** di ottobre: è il primo calo dallo scorso marzo (l'indagine non è stata condotta ad aprile). **Il peggioramento è diffuso a tutti i macrosettori, ma, non a caso, è stato particolarmente drammatico nei servizi**, che sono colpiti dalle nuove restrizioni decise dal Governo: l'indice di fiducia nel comparto è sceso per il secondo mese, a 74,7 da 87,5 precedente. Le aspettative sugli ordini sono crollate da -7,7 a -25,8, gli ordini correnti da -9,3 a -19,3; le valutazioni delle imprese sull'andamento corrente degli affari sono calate da -10,8 a -22,7. **Nel settore manifatturiero, l'indice di fiducia è sceso per la prima volta dallo scorso marzo, a 90,2 a novembre dal 94,7** di ottobre. Il calo è stato



guidato dalle aspettative su ordini e produzione; sono peggiorate considerevolmente anche le attese su economia e occupazione. L'unica nota positiva è venuta da un moderato rimbalzo delle scorte (che, a parità di condizioni, è un indicatore positivo per la produzione futura). **Il morale delle famiglie è sceso per il secondo mese consecutivo a novembre, a 98,1 contro 101,7 il mese scorso.** Tutte le componenti sono peggiorate, ma il calo è stato più marcato per il clima economico nazionale che per la situazione personale delle famiglie, e per le aspettative più che per la situazione corrente. I timori occupazionali delle famiglie sono aumentati ulteriormente, a 105,5 da 93,4 precedente, toccando il secondo livello più alto mai registrato (il picco è stato raggiunto a 119,9 lo scorso maggio).

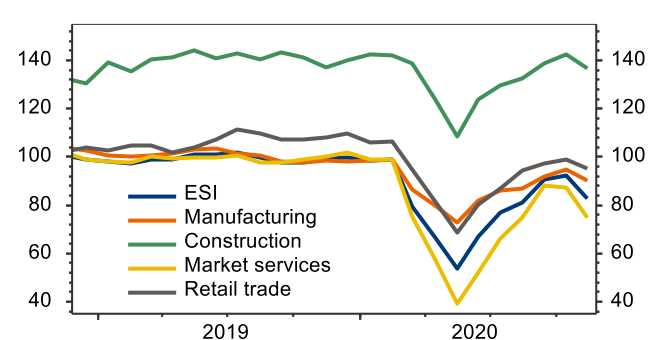
**In conclusione, le indagini sono risultate significativamente peggiori del previsto. Inoltre, in questa fase, gli indici di fiducia potrebbero sottostimare l'entità della contrazione economica** in corso, che, come la primavera scorsa, può essere meglio valutata utilizzando indicatori ad alta frequenza. Poiché l'effetto principale delle nuove restrizioni è sui servizi, probabilmente l'indicatore più affidabile per valutare l'entità del calo di attività è la mobilità verso i luoghi ricreativi e gli esercizi al dettaglio, che risultava al 20 novembre inferiore alla norma del -41% per l'intero territorio nazionale (contro una media di oltre -80% registrata tra metà marzo e inizio maggio, durante il precedente periodo di chiusura degli esercizi commerciali). In pratica, **l'entità della contrazione del PIL nel quarto trimestre sarà meno pronunciata rispetto a quanto visto la primavera scorsa**, ma è ancora difficile da quantificare, poiché dipenderà dalla durata e dall'entità delle restrizioni alla mobilità e alle attività economiche (su cui dovrebbe esserci maggiore chiarezza con il DPCM atteso il 4 dicembre). Al momento, escludendo un rilascio completo delle misure restrittive, **ci aspettiamo un calo del PIL dell'ordine di tre punti percentuali e mezzo**, che ci ha indotto a rivedere al ribasso il nostro profilo previsivo sul PIL italiano (**per il 2021 ci aspettiamo ora un rimbalzo limitato a +4,7%** dopo il -9% del 2020). Continuiamo a ritenere che **i rischi sull'orizzonte di crescita siano ancora al ribasso per i prossimi sei mesi. Al contrario, vediamo rischi al rialzo nel medio periodo** (a partire da metà 2021), legati sia alla possibilità di una più rapida distribuzione dei vaccini rispetto a quanto ci si poteva aspettare solo poche settimane fa, sia agli effetti espansivi del "Recovery Plan" europeo (che a nostro avviso potrebbe avere un impatto maggiore sul 2022 che sul 2021).

#### La fiducia sia delle imprese che delle famiglie torna a peggiorare dopo il recupero dei mesi scorsi



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

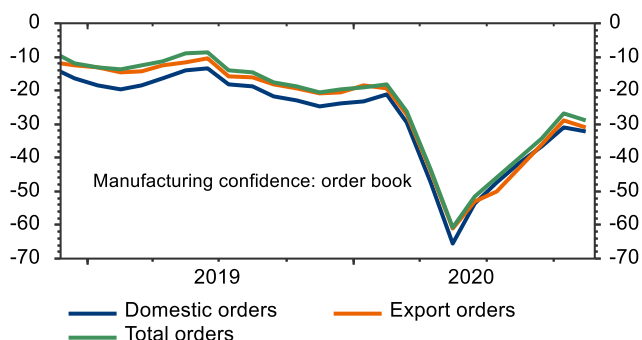
#### Non sorprendentemente, i servizi sono il settore più colpito dalle nuove restrizioni



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

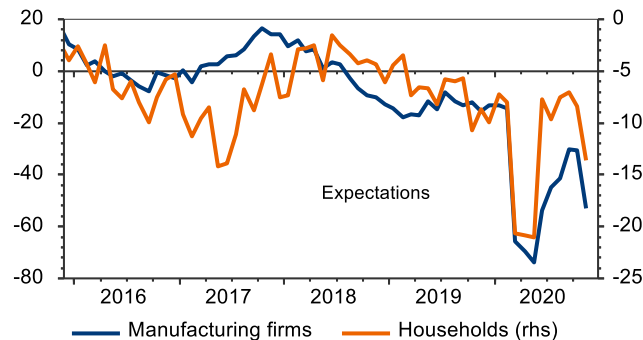


**Tornano a calare anche le valutazioni delle imprese manifatturiere sugli ordini correnti**



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

**Peggiorano significativamente le attese di famiglie e imprese sull'attività economica generale**

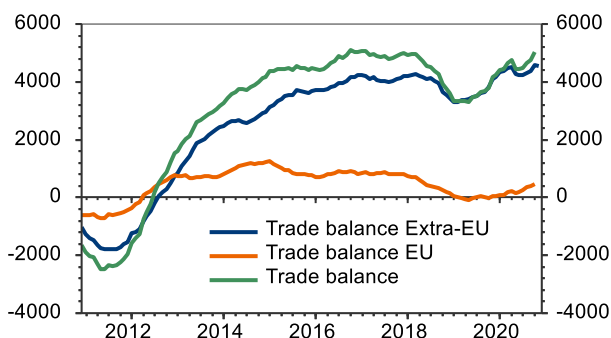


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv Datastream

**Italia.** Nel terzo trimestre, il **fatturato dei servizi** ha fatto segnare un rimbalzo del 26,7% t/t, pur restando in diminuzione su base annua (-6,9%). Spicca in particolare il balzo dei servizi di alloggio e ristorazione (+161,9%), ma tutti i settori registrano variazioni positive: attività professionali, scientifiche e tecniche (+27,4%), commercio all'ingrosso, commercio e riparazione di autoveicoli e motocicli (+26,0%), trasporto e magazzinaggio (+20,9%) e agenzie di viaggio e servizi di supporto alle imprese (+16,7%); l'aumento più contenuto riguarda i servizi di informazione e comunicazione (+9,4%). Peraltro, tutti i comparti si mantengono in ampio calo sull'anno (si va dal -25,2% per alloggio e ristorazione al -0,2% dei servizi di informazione e comunicazione). Il fatturato dei servizi tornerà a calare nell'ultima parte dell'anno.

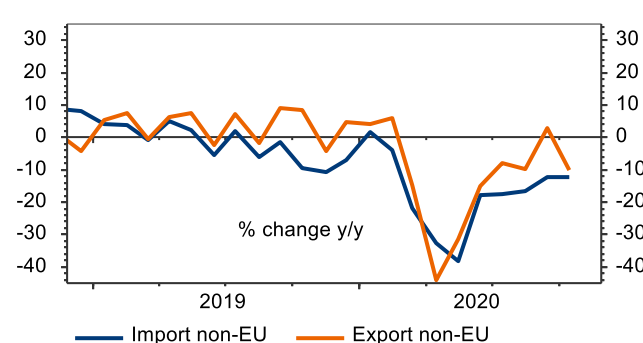
**Italia.** I dati sul **commercio estero extra-UE** di ottobre hanno mostrato una diminuzione delle esportazioni (-2,6% m/m) a fronte di un incremento per le importazioni (+1,7% m/m). Nel mese, il calo dell'export è dovuto soprattutto ai beni intermedi (-6,1%). Su base annua, l'export torna in territorio negativo, a -10%, da +2,8% di settembre, trascinato al ribasso da energia (-47,6%), beni strumentali (-12,3%) e beni di consumo non durevoli (-10,0%); l'import resta in ampio calo ma sostanzialmente stabile rispetto al mese precedente (-12,4%), per via soprattutto del forte calo dell'energia (-43,3%), mentre risultano in aumento gli acquisti di beni intermedi (+11,4%). Si registrano ampie flessioni tendenziali per l'export verso Paesi ASEAN (-25,5%), Stati Uniti (-20,1%), Russia (-18,4%), Giappone (-15,5%) e Regno Unito (-14,6%), mentre sono in crescita le vendite verso Paesi MERCOSUR (+16,6%), Svizzera (+6%) e Cina (+2%). Dal lato dell'import, il calo più significativo riguarda gli acquisti da Russia (-49,6%), Regno Unito (-19,6%) e Stati Uniti (-17,9%), mentre risulta in deciso recupero l'import dai Paesi OPEC (+27,5%). Il commercio estero dovrebbe tornare a dare un contributo positivo al PIL nella parte finale del 2020 e in media nel 2021.

**Si mantiene positivo il saldo commerciale degli ultimi 12 mesi**



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

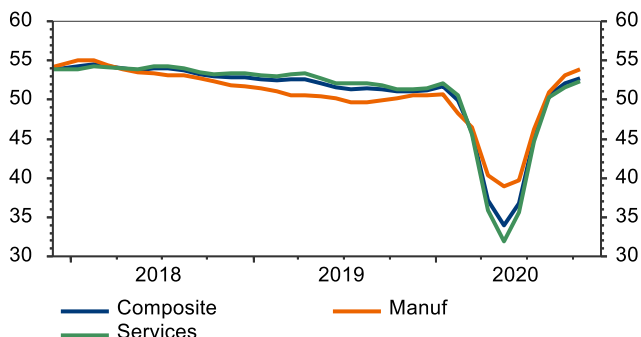
**Ma a ottobre torna a calare l'export verso i Paesi extra-UE**



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

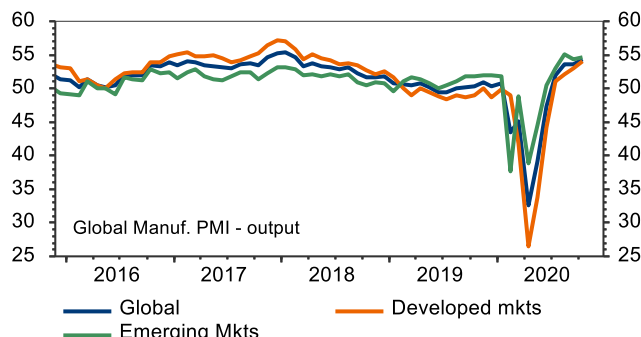
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



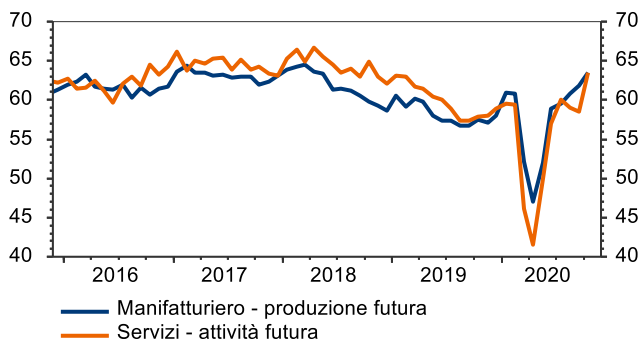
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



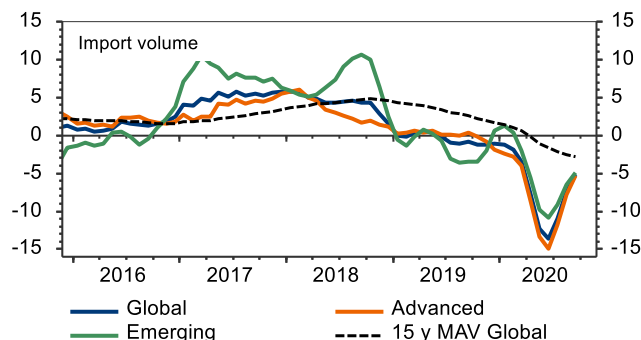
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



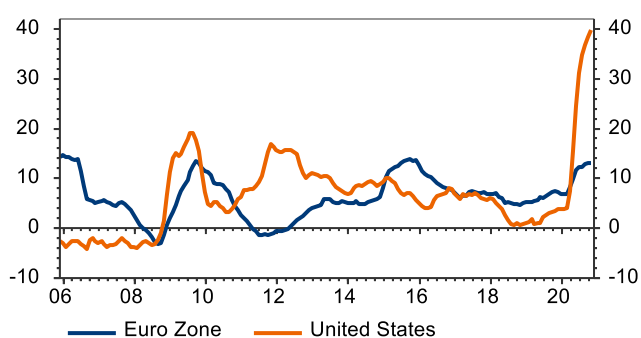
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



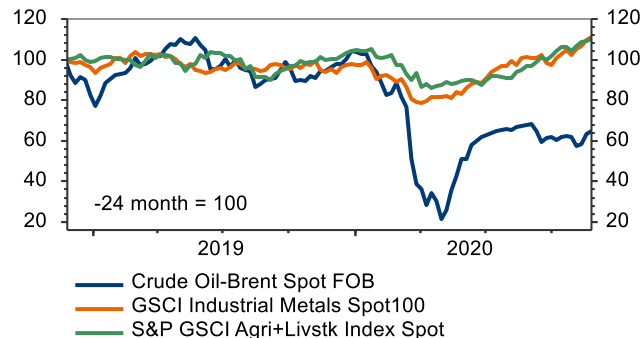
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

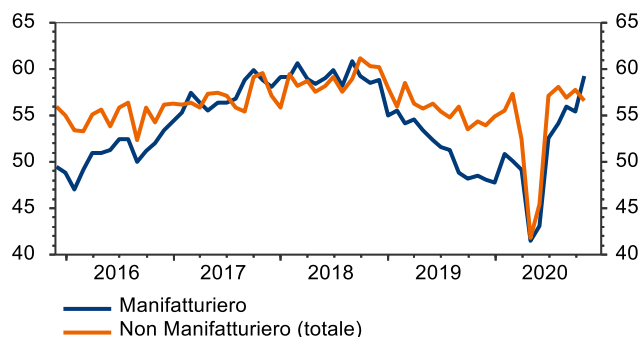
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

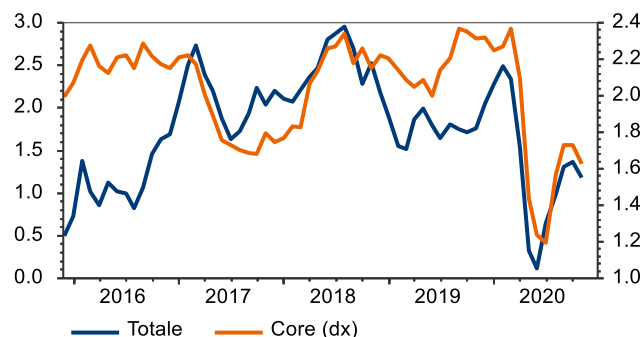
## Stati Uniti

## Indagini ISM



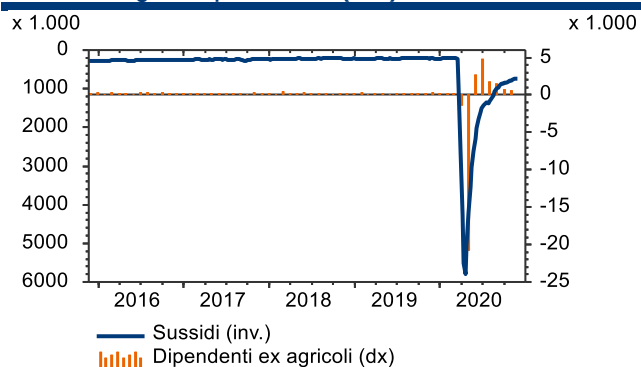
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



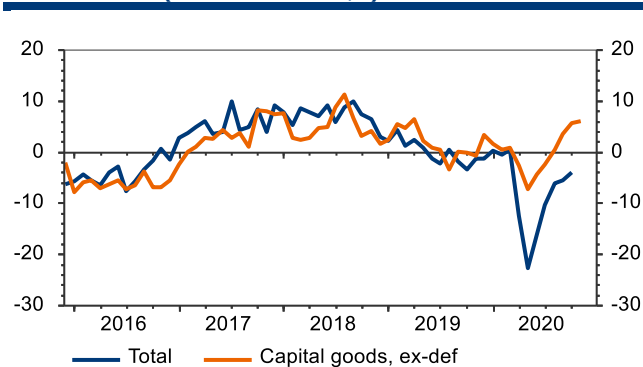
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

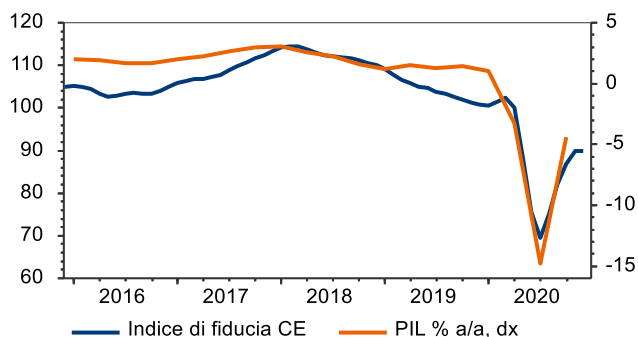
## Previsioni

	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	3.9	4.1	3.6
Consumi privati	2.4	-3.8	4.8	2.7	1.6	-6.9	-33.2	40.6	3.8	4.2	3.7
IFL - privati non residenziali	2.9	-4.6	4.3	1.9	-0.3	-6.7	-27.2	21.8	4.5	5.5	4.6
IFL - privati residenziali	-1.7	4.6	7.0	4.6	5.8	19.0	-35.6	62.3	12.0	3.5	1.5
Consumi e inv. pubblici	2.3	1.2	1.0	2.1	2.4	1.3	2.5	-4.9	1.2	3.2	2.1
Esportazioni	-0.1	-13.8	3.4	0.8	3.4	-9.5	-64.4	60.5	2.7	4.5	7.2
Importazioni	1.1	-10.5	8.1	0.5	-7.5	-15.0	-54.1	93.1	6.5	5.5	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.7	0.8	-0.1	-0.9	-1.7	-4.3	6.5	1.3	0.3	0.1
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-3.1	-3.0								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.6	-15.9	-7.7								
Debito pubblico (% PIL)	135.9	163.9	162.9								
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 Refinitiv-Datastream.

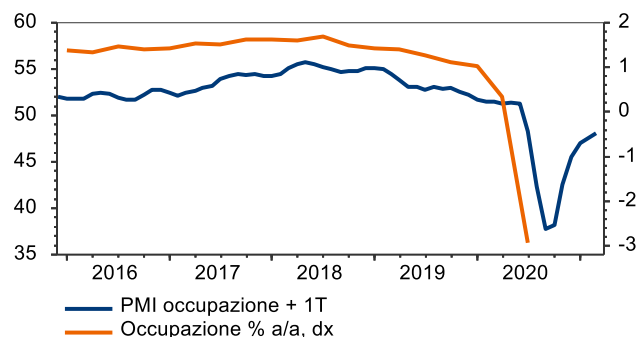
## Area euro

## PIL



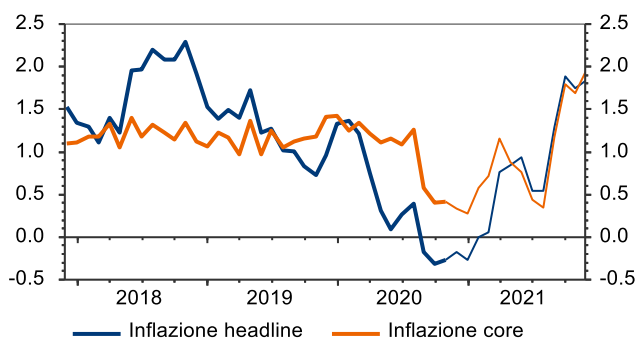
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	0.1
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	-0.2	1.8
dicembre	1.3	-0.3	1.9

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	-3.7	1.2
Consumi privati	1.4	-8.8	3.5	0.3	-4.5	1.8
Investimenti fissi	5.7	-9.9	3.8	-5.0	-5.1	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)	85.9	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	-6.1	-1.6
Disoccupazione (%)	7.6	8.0	9.1	7.5	7.6	9.3
Euribor 3 mesi	-0.36	-0.42	-0.53	-0.40	-0.41	-0.53

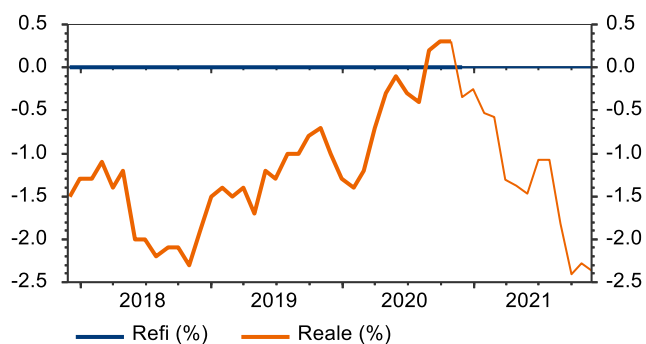
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	mar	giu	set	26/11	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>	-0.55	-0.54	-0.53	-0.53
Euribor 3m	-0.36	-0.42	-0.50	<b>-0.53</b>	-0.53	-0.54	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

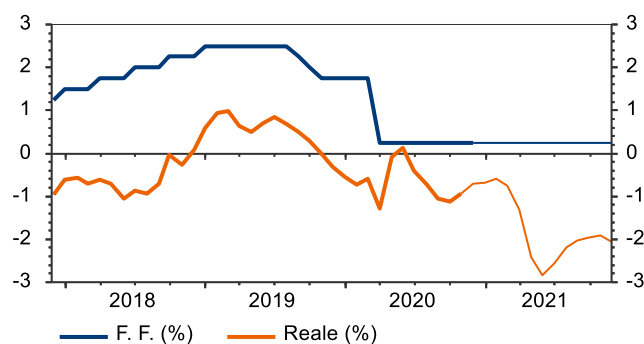


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	26/11	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>0.23</b>	0.23	0.31	0.36	0.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

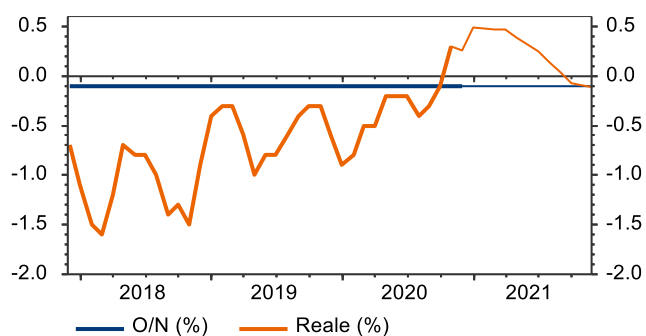


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	26/11	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

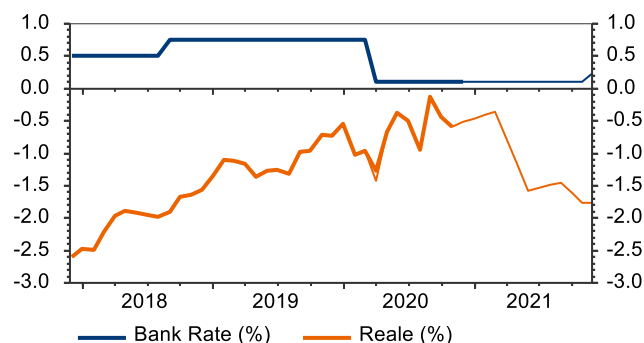


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	26/11	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	27/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.10	1.10	1.18	1.18	<b>1.1922</b>	1.16	1.17	1.18	1.16	1.18
USD/JPY	114	109	108	106	104	<b>104.13</b>	104	106	108	110	112
GBP/USD	1.27	1.29	1.22	1.32	1.31	<b>1.3318</b>	1.27	1.31	1.33	1.35	1.38
EUR/CHF	1.13	1.10	1.07	1.08	1.07	<b>1.0820</b>	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	129	120	119	125	124	<b>124.15</b>	121	124	127	128	132
EUR/GBP	0.89	0.85	0.90	0.90	0.91	<b>0.8949</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