

Weekly Economic Monitor

Il punto

Banca Centrale Europea: la riunione di politica monetaria del 10 dicembre dovrebbe aumentare ed estendere il PEPP, oltre a incentivare la domanda di fondi alle prossime aste TLTRO III. La previsione di crescita 2021 sarà tagliata, ma quella 2020 (e, forse, quella 2022) saranno riviste al rialzo.

COVID-19: la seconda ondata pandemica è in fase di regresso in Europa, mentre si sta intensificando in Nord America. In Europa, è già stato avviato un cauto allentamento delle misure restrittive, che favorirà una ripresa dell'attività economica fra dicembre e gennaio.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il focus principale sarà sulla riunione della BCE, (v. sopra). L'indice ZEW tedesco (primo indicatore di fiducia relativo al mese di dicembre) dovrebbe mostrare un'ulteriore correzione dopo quella già vista negli ultimi due mesi. Saranno diffusi inoltre i dati sulla produzione industriale di ottobre nei tre maggiori Paesi dell'area: ci aspettiamo un lieve incremento, che tuttavia potrebbe essere temporaneo, visto che da novembre anche l'industria, sia pure in minor misura rispetto ai servizi, dovrebbe risentire delle nuove misure di distanziamento sociale decise nella maggior parte dei Paesi dell'Eurozona.

La settimana ha pochi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sul CPI di novembre, previsto in rialzo modesto, dopo la variazione mensile nulla di ottobre, con la conferma che per ora non ci sono pressioni verso l'alto sui prezzi al consumo. La fiducia dei consumatori a dicembre dovrebbe essere poco variata, con un marginale aumento dell'indice coincidente e una correzione delle aspettative.

4 dicembre 2020

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Economista

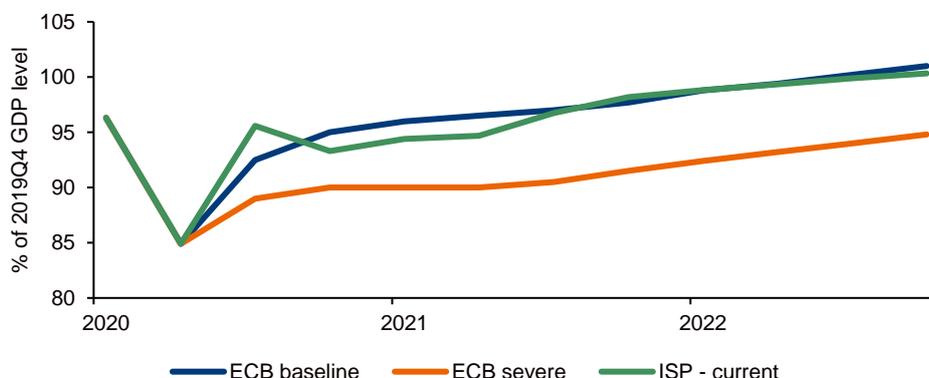
Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

Guido Valerio Ceoloni
Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

La nostra attuale previsione centrale del PIL non si discosta molto dallo scenario centrale BCE di settembre, anche se implica una media 2021 più bassa di 1 punto percentuale



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo e Chart A in ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2020

Il punto

Banca Centrale Europea: la riunione di politica monetaria del 10 dicembre dovrebbe aumentare ed estendere il PEPP, oltre a incentivare la domanda di fondi alle prossime aste TLTRO III. La previsione di crescita 2021 sarà tagliata, ma quella 2020 (e, forse, quella 2022) saranno riviste al rialzo.

- Il 10 dicembre, il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea dovrebbe annunciare nuove misure di stimolo monetario. A ottobre, il Consiglio Direttivo BCE aveva segnalato l'intenzione di procedere questo mese a una "ricalibrazione" della politica monetaria, come riflesso del peggioramento dello scenario pandemico. I 40 giorni di attesa erano giustificati dalla necessità di raccogliere più informazioni su sviluppi allora ancora molto incerti, sia sul fronte interno sia su quello esterno.
- Le stime di crescita 2020 saranno riviste al rialzo verso il 7,0-7,5%. Al contrario, però, le previsioni 2021 dello staff saranno tagliate rispetto a settembre, forse al 3%, e ciò potrebbe implicare una marginale limatura delle stime di inflazione. Non più di tanto, perché al contrario la previsione 2022 potrebbe essere alzata.
- In effetti, le notizie sui vaccini, la vittoria di Biden alle elezioni presidenziali americane e l'atteggiamento nel complesso positivo dei mercati hanno tolto un po' di pressione alla Banca centrale, migliorando lo scenario di medio termine. Però i vertici della BCE non hanno fatto alcuno sforzo per smontare le aspettative di allentamento della politica monetaria – al contrario.
- Le dichiarazioni della presidente Lagarde hanno convalidato lo scenario di consenso, indicando che PEPP e TLTRO III saranno al centro della ricalibrazione. Ci attendiamo che il PEPP venga esteso fino a dicembre 2021, aumentandone il limite a 1.850 miliardi. Se volesse stupire, la BCE potrebbe spingere l'estensione fino a marzo 2022, salvo non utilizzare il margine residuo del programma se si verificasse un miglioramento convincente della situazione economica nel 2° semestre. Riguardo al programma TLTRO III, pensiamo a un aumento degli incentivi (allungamento del periodo di applicazione dello spread negativo da giugno a dicembre 2021) e all'aggiunta di altre aste (operazione che richiederebbe però un aumento della quota di attività qualificabili che può essere rifinanziata). Lane ha suggerito di aspettarsi qualcosa anche sulle garanzie: in aprile, la BCE aveva ridotto i margini di garanzia ed esteso la gamma di attività stanziabili, oltre a proteggerle dal rischio di declassamento.

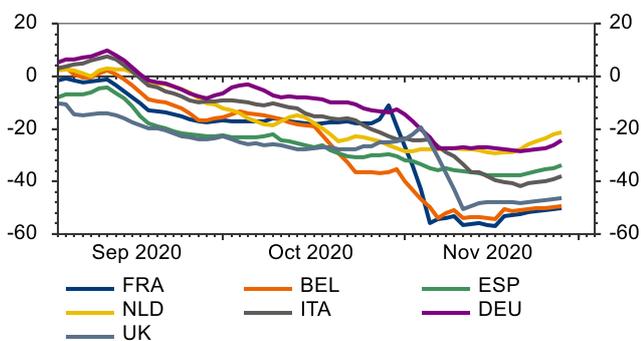
COVID-19: la seconda ondata pandemica è in fase di regresso in Europa, mentre si sta intensificando in Nord America. In Europa, è già stato avviato un cauto allentamento delle misure restrittive, che favorirà una ripresa dell'attività economica fra dicembre e gennaio.

- L'ultimo rapporto settimanale di monitoraggio dell'ECDC mostra un rallentamento della seconda ondata pandemica in Europa, dove dovrebbe aver toccato il picco in novembre. **Il trend dei contagi è stabile o in calo in 23 Paesi**, e in aumento in 7, fra i quali i più popolosi sono Croazia, Danimarca e Finlandia. Il tasso di positività resta elevato (>3% secondo i parametri ECDC) in 24 Paesi, ma soltanto in 4 di questi è in aumento. La pressione sul sistema sanitario resta elevata (>25% del picco) o in crescita in 29 Paesi, sia perché il picco dei contagi è recente, sia perché l'onda dei contagi è ancora attiva nelle fasce di età più anziane. La mortalità si è già stabilizzata nell'aggregato, ma continua a crescere in 11 Paesi, fra i quali i più popolosi sono Germania, Italia e Polonia. Il tasso di riproduzione R_t è in flessione nei maggiori paesi dell'area. In Germania, quello a 7 giorni è stimato a 0,94 (0,87-1,02); in Francia, a 0,58; in Italia, l'ultimo rapporto ISS lo collocava a 1,08 (0,91-1,25) nel periodo 4-17 novembre, ma dovrebbe essere calato a 0,8 alla fine del mese.
- A motivo della pressione ancora elevata sulle strutture sanitarie e del gran numero di positivi, **l'allentamento delle misure restrittive è molto cauto**. La Germania ha deciso di estendere l'attuale regime, che prevede la chiusura delle strutture di intrattenimento e ristorazione, fino al 10 gennaio 2021. L'Italia ha esteso il proprio regime di restrizioni graduate per 3 livelli di

rischio fino al 15 gennaio, ma si verificherà un allentamento implicito delle restrizioni a motivo del probabile passaggio di molte regioni alla categoria di rischio più bassa. L'allentamento è mitigato da restrizioni specifiche per il periodo natalizio. In Belgio hanno riaperto le attività commerciali non essenziali e alcune attività sportive, ma altre restrizioni sono ancora in vigore. Le misure restrittive dovrebbero garantire un'ulteriore riduzione dei contagi nel mese di dicembre.

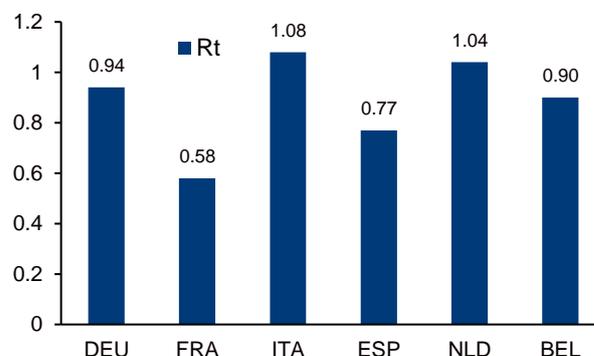
- Gli **indici di mobilità collettiva** hanno mostrato i **primi segnali di ripresa** nei paesi dove l'ondata di contagi si è sviluppata (ed è rientrata) prima. In Belgio, la mobilità lavorativa è risalita ai livelli di ottobre (-30%, rispetto al -54/55% delle settimane centrali di novembre), mentre la mobilità connessa a commercio e intrattenimento migliorerà soltanto questo mese. Anche in Francia i progressi riguardano soprattutto lo spostamento verso i luoghi di lavoro. In Spagna si sono visti piccoli aumenti della mobilità rispetto ai minimi di metà novembre. In Olanda, il recupero è ampio e riguarda sia il commercio (tornato alla situazione di metà ottobre), sia gli spostamenti lavorativi (ora come a fine settembre/inizio ottobre).

Mobilità legata a commercio al dettaglio e intrattenimento: miglioramento ancora scarso a fine novembre



Fonte: Google Community Mobility Report

Rt nei maggiori paesi europei



Fonti: RKI (Germania), France Gouvernement – Info Coronavirus (Francia), ISS (Italia), epiforecast.io (Belgio), Rijksoverheid Coronavirus Dashboard (Paesi Bassi), cneocovid.isciii.es (Spagna)

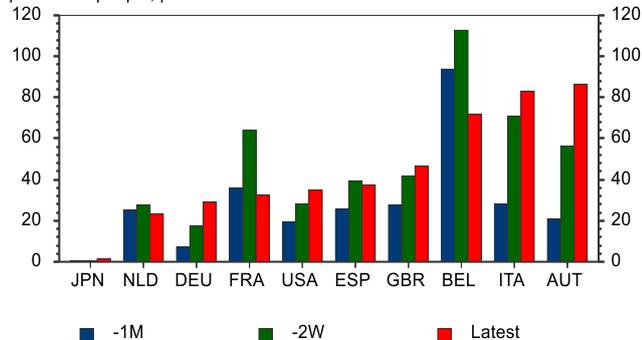
- La seconda ondata, invece, ha ancora un po' di strada da percorrere in Nord America. Negli Stati Uniti, l'ondata di contagi è ancora nella fase crescente; la mortalità calcolata su base settimanale è ai livelli più alti da maggio e cresce costantemente (v. p. 4 in alto a sinistra), sebbene risulti ancora inferiore al picco di metà aprile. Il tasso di trasmissione R_t per l'intero paese era stimato a 0,9 a fine novembre, ma risultava superiore all'unità in 24 stati¹, e il tasso di positività ai test è in aumento. Come mostra il rispettivo grafico nella pagina di monitoraggio della pandemia (p. 4, al centro), si potrebbe iniziare a osservare qualche effetto del contagio e delle misure di contenimento adottate a livello locale nell'andamento delle misure di mobilità collettiva, anche se l'andamento recente è molto disturbato da fattori stagionali e va quindi preso con molta cautela.

¹ <https://epiforecasts.io/covid/posts/national/united-states/#regional-breakdown>

Monitor dell'impatto COVID

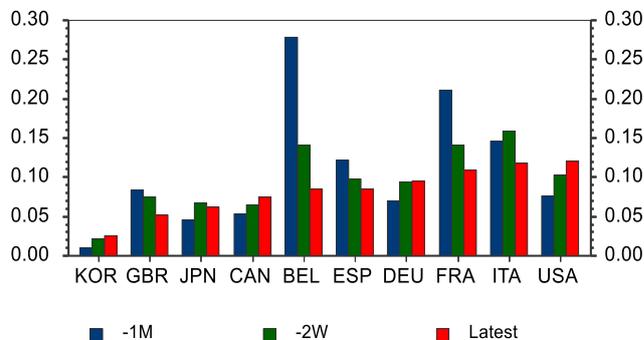
Mortalità da COVID-19

per million people, per week



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



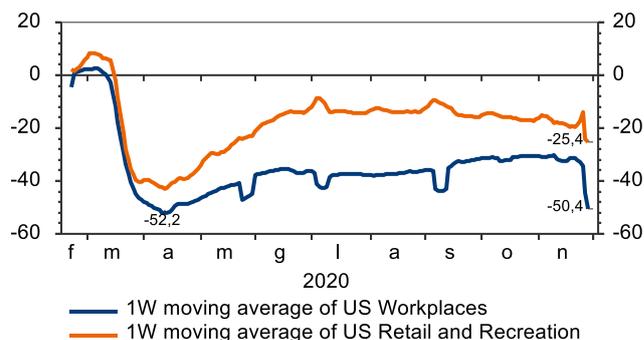
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



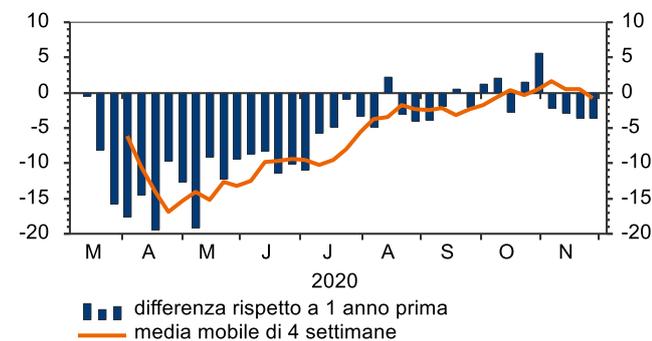
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



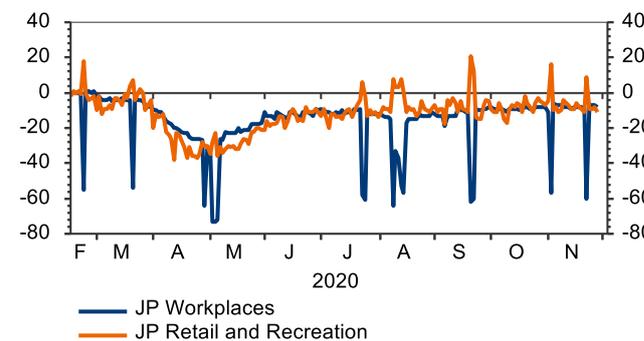
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports. Media mobile settimanale.

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. 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**, il focus principale sarà sulla riunione della BCE, (v. sopra). L'indice ZEW tedesco (primo indicatore di fiducia relativo al mese di dicembre) dovrebbe mostrare un'ulteriore correzione dopo quella già vista negli ultimi due mesi. Saranno diffusi inoltre i dati sulla produzione industriale di ottobre nei tre maggiori Paesi dell'area: ci aspettiamo un lieve incremento, che tuttavia potrebbe essere temporaneo, visto che da novembre anche l'industria, sia pure in minor misura rispetto ai servizi, dovrebbe risentire delle nuove misure di distanziamento sociale decise nella maggior parte dei Paesi dell'Eurozona.

La settimana ha pochi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sul CPI di novembre, previsto in rialzo modesto, dopo la variazione mensile nulla di ottobre, con la conferma che per ora non ci sono pressioni verso l'alto sui prezzi al consumo. La fiducia dei consumatori a dicembre dovrebbe essere poco variata, con un marginale aumento dell'indice coincidente e una correzione delle aspettative.

Lunedì 7 dicembre

Area euro

■ **Germania**. La **produzione industriale** è vista in rallentamento a ottobre, a +0,5% m/m (-5,8% a/a), dopo l'incremento di +1,6% m/m visto a settembre (-7,3% a/a). L'andamento degli ordinativi è stato molto positivo nel mese, e anche le indagini congiunturali hanno segnalato che l'attività industriale è stata vivace. L'output è atteso contrarsi temporaneamente a novembre, sulla scia delle nuove misure restrittive adottate non solo in Germania ma anche in quasi tutti gli altri Paesi dell'Eurozona.

Martedì 8 dicembre

Area euro

- **Area euro**. La **stima finale del PIL** del 3° trimestre 2020 è attesa confermare la seconda lettura di +12,6% t/t (-4,4% a/a). Il recupero è legato all'allentamento delle misure restrittive avvenuto alla fine del 2° trimestre. Dal lato della domanda, la crescita dovrebbe essere stata trainata dai consumi, ma anche investimenti fissi ed export dovrebbero aver contribuito positivamente. Dal lato dell'offerta, il rimbalzo dovrebbe essere venuto soprattutto dall'industria, mentre più debole dovrebbe essere stato il recupero per i servizi. Nel 4° trimestre, il PIL potrebbe subire una nuova contrazione a causa della reintroduzione di misure di confinamento che hanno previsto la chiusura delle attività commerciali "non essenziali" in alcuni Stati membri per lo più nel mese di novembre.
- **Germania**. L'indice **ZEW** è visto correggere nuovamente a dicembre, con l'indice sulle attese stimato a 34 da 39 precedente. L'indicatore sulla situazione corrente potrebbe migliorare lievemente a -64 rispetto al -64,3 di novembre.

Giovedì 10 dicembre

Area euro

- **Francia**. La **produzione industriale** è attesa rallentare a +0,2% m/m a ottobre (-5,7% a/a), dopo il +1,4% m/m (-6,0% a/a) visto a settembre. Da novembre, anche l'industria, sia pur in minor misura rispetto ai servizi, risentirà delle misure di distanziamento sociale decise dal Governo.
- **BCE**. La riunione di politica monetaria si concluderà con l'**annuncio di nuove misure di stimolo** e una revisione delle previsioni macroeconomiche. L'annuncio dovrebbe includere un'estensione del PEPP fino a dicembre 2021, nonché un aumento del tetto agli acquisti da 1.350 a 1.850 miliardi. Il programma TLTRO III potrebbe essere reso più attraente estendendo il periodo di applicazione dello spread negativo, ma non si esclude neppure l'aggiunta di altre 2 aste. Per quanto riguarda le previsioni dello staff, è probabile un taglio di quelle di

crescita per il 2021, mentre potrebbero essere riviste al rialzo quelle 2020 e 2022. Non è da escludere una limatura della previsione di inflazione.

Stati Uniti

- Il **CPI** a novembre è atteso in rialzo di 0,1% m/m (1,1% a/a), dopo la variazione nulla di ottobre. Anche l'indice core dovrebbe aumentare di 0,1% m/m (1,6% a/a). L'inflazione misurata con gli indici totale e core risente pesantemente della volatilità collegata alla pandemia. L'inflazione mediana e quella misurata con la media troncata al 16% sono in calo da inizio 2020, ma si mantengono sopra il 2%, a 2,5% e 2,2%, rispettivamente, in seguito a una dinamica mensile più stabile rispetto al CPI e al CPI core. I beni < a ottobre hanno segnato un rialzo di 0,2% m/m, mentre i servizi ex-energia hanno registrato un incremento di 0,1% mm, frenati dall'abitazione e dalla sanità. I prezzi dei servizi dovrebbero restare compressi dagli effetti della pandemia, rallentando la dinamica dell'inflazione nei prossimi mesi, fino alla diffusione dei vaccini.

Venerdì 11 dicembre

Area euro

- **Italia**. Stimiamo un rimbalzo dell'ordine dell'1% m/m della **produzione industriale** a ottobre, dopo la flessione superiore al previsto di settembre (-5,6% m/m). Su base annua corretta per gli effetti di calendario, l'output resterebbe in territorio negativo, a -2% da -5,1% precedente. Tuttavia, il rimbalzo di ottobre sarebbe temporaneo: ci aspettiamo una nuova flessione a novembre (dell'ordine di due punti percentuali e mezzo) in corrispondenza delle nuove restrizioni alle attività economiche decise dal Governo. Nel 4° trimestre, anche l'industria contribuirà negativamente al PIL, sia pure in misura meno accentuata rispetto ai servizi.

Stati Uniti

- Il **PPI** a novembre dovrebbe essere in aumento di 0,2% m/m, dopo 0,3% m/m di ottobre.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a dicembre (prel.) è prevista in recupero a 78 dopo la correzione degli ultimi due mesi (novembre a 76,9). In linea con le indicazioni dell'indagine del Conference Board, l'indice corrente dovrebbe essere in modesto miglioramento, mentre quello delle aspettative dovrebbe flettere, alla luce del mancato rinnovo (almeno per ora) dei programmi federali di sostegno alla disoccupazione, alcuni scaduti in estate, altri in scadenza a fine dicembre.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (7-11 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	7/12	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ott	1.6	%	1.5	0.5
Mar	8/12	00:00	CN	Riserve in valuta estera		nov	3.128	1000Mid \$	3.150	
		00:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	nov	4.7	%	6.1	
		00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	nov	11.4	%	12.0	
		00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	nov	58.4	Mid \$	53.5	
		00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ott	-10.2	%	2.5	
		00:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T3	prel 21.4	%	21.5	
		00:50	GIA	PIL t/t finale	*	T3	prel 5.0	%	5.0	
		11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T3	prel 12.6	%	12.6	12.6
		11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T3	0.9	%		
		11:00	EUR	PIL a/a finale		T3	prel -4.4	%		-4.4
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		dic	-64.3		-69.0	-64.0
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	dic	39.0		35.0	33.0
		14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale		T3	prel 4.9	%	4.9	
		14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	*	T3	prel -8.9	%	-8.9	
Mer	9/12	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ott	-4.4	%	2.8	
		02:30	CN	CPI a/a	*	nov	0.5	%	0.0	
		02:30	CN	CPI m/m		nov	-0.3	%	-0.2	
		02:30	CN	PPI a/a	*	nov	-2.1	%	-1.8	
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ott	17.8	Mid €		
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ott	-3.4	%		
Gio	10/12	03:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	nov	1420.0	Mid ¥ CN	2100.0	
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	ott	0.5	%	0.3	
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ott	-9.3	Mid £		
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ott	-1.7	Mid £		
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ott	1.4	%		0.2
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	712	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	5.520	Mln		
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		nov	1.6	%		
		14:30	USA	CPI a/a		nov	1.2	%		
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	nov	0.0	%	0.2	0.1
		14:30	USA	CPI m/m	*	nov	0.0	%	0.1	0.1
Ven	11/12	00:00	CN	M2 a/a	*	nov	10.5	%	10.5	
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	nov	689.8	Mid ¥ CN	1450.0	
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	nov	prel -1.0	%		-1.0
		08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		nov	prel -0.3	%		-0.3
		08:00	GER	IPCA a/a finale		nov	prel -0.7	%		-0.7
		08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	nov	prel -0.8	%		-0.8
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		nov	prel -0.9	%		-0.9
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	ott	-5.6	%		1.0
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	nov	0.1	%	0.2	0.2
		14:30	USA	PPI m/m		nov	0.3	%	0.2	0.2
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		dic	76.9		77.0	78.0

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 (7-11 dicembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Gio	10/12	13:45	EUR	* BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.5%)
		14:30	EUR	* Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
		--	UE	* Consiglio europeo
Ven	11/12	10:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		11:30	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		18:40	USA	Discorso di Quarles (Fed)
		--	UE	* Consiglio europeo
		--	EUR	* Euro Summit
		--	GB	* DBRS si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito

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

Osservatorio macroeconomico

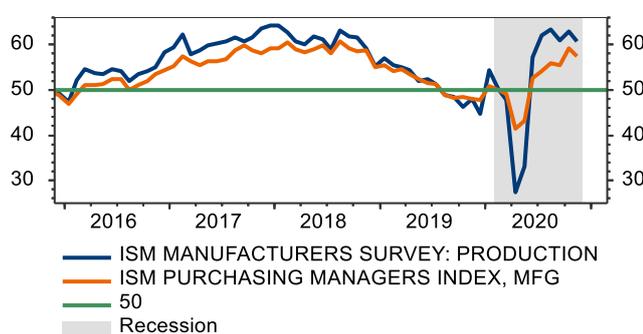
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI (Chicago)	nov	61.1	59.0	58.2
Markit PMI Manif. finale	nov	56.7		56.7
Indice ISM manifatturiero	nov	59.3	58.0	57.5
Spesa in costruzioni	ott	-0.5 (0.3)	0.8	1.3
Nuovi occupati: stima ADP	nov	+404 (365)	x1000	410
Richieste di sussidio	settim	787 (778)	x1000	775
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	6.089 (6.071)	Mln	5.915
Markit PMI Composito finale	nov	57.9		58.6
Markit PMI Servizi finale	nov	57.7		58.4
Indice ISM non manifatturiero composito	nov	56.6	56.0	55.9
Bilancia commerciale	ott	-63.9	Mld \$	-64.8
Tasso di disoccupazione	nov	6.9	%	6.8
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	nov	638	x1000	469
Salari orari m/m	nov	0.1	%	0.1
Ordinativi industriali m/m	ott	1.1	%	0.8
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ott	1.3	%	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ott	1.3	%	

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

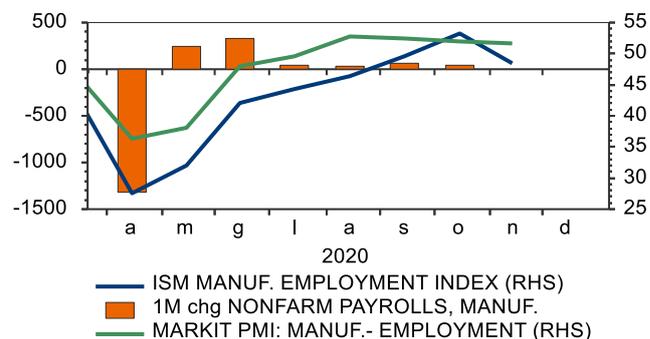
L'**ISM manifatturiero** a novembre corregge a 57,5 da 59,3 di ottobre, restando al di sopra di 50 per il settimo mese consecutivo. Lo spaccato dell'indagine in generale è coerente con il segnale dell'indice composito, con le principali componenti su livelli ampiamente espansivi: nuovi ordini a 65,1 da 67,8, produzione a 60,8 da 63, ordini inevasi in rialzo a 56,9 da 55,7 ordini dall'estero a 57,8 da 55,1. Invece, l'indice occupazione cala a 48,4 da 53,2 di ottobre. Il direttore dell'indagine sottolinea che il settore manifatturiero rimane in espansione, anche se assenteismo, shutdown di breve termine, difficoltà nel richiamo dei dipendenti e nel reperimento di forza lavoro a fronte dei contagi, sono fattori di freno alla crescita corrente e futura. I commenti delle imprese sono però generalmente più ottimistici che a ottobre, con indicazioni di crescita della domanda, se pure a ritmi più moderati rispetto al mese precedente. Molte imprese in settori diversi riportano che gli ordini sono solidi, ma i fornitori hanno problemi crescenti per via di carenza di personale dovuta alla pandemia. L'indice ISM sui livelli di novembre è coerente con una crescita del PIL intorno a 4,3%, circa in linea con le previsioni che abbiamo per il 4° trimestre.

ISM manifatturiero: stabilizzazione su livelli elevati a novembre



Fonte: Refinitiv Datastream

L'ISM manifatturiero riporta indebolimento dell'occupazione per via di problemi di offerta sul mercato del lavoro



Fonte: Refinitiv Datastream

L'**ISM dei servizi** a novembre corregge a 55,9 da 56,6, mantenendo indicazioni espansive nonostante l'aumento di restrizioni sull'attività del settore e restando sopra 50 per il sesto mese consecutivo. Lo spaccato dell'indagine rimane generalmente positivo, con l'indice di attività a 58 da 61,2, i nuovi ordini a 57,2 da 58,8 e l'occupazione a 51,5 da 50,4. I tempi di consegna sono

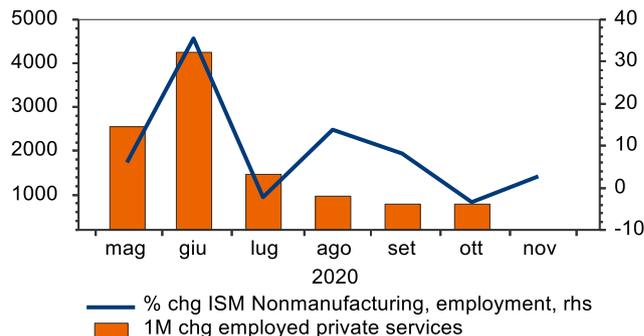
in aumento, un possibile segnale di aumento dei colli di bottiglia all'offerta dovuti all'aumento dei nuovi contagi. Le imprese riportano valutazioni miste dello scenario, nel settore della ristorazione si segnalano problemi di logistica e di vincoli alla capacità, e più in generale prevale un atteggiamento di cautela alla luce dell'evoluzione della pandemia. Le indagini a livello nazionale (PMI e ISM) restano in territorio espansivo nei servizi ma il deterioramento del quadro sanitario fa prevedere un rallentamento della crescita più marcato fra dicembre e inizio gennaio, ma non di entità tale da portare a contrazione del PIL.

Gli indici ISM a novembre segnalano rallentamento modesto della crescita



Fonte: Refinitiv Datastream

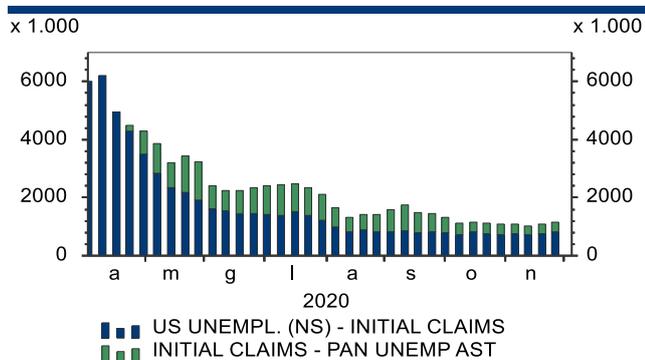
L'indice occupazione dell'ISM servizi mantiene indicazioni positive per i nuovi occupati nel settore



Fonte: Refinitiv Datastream

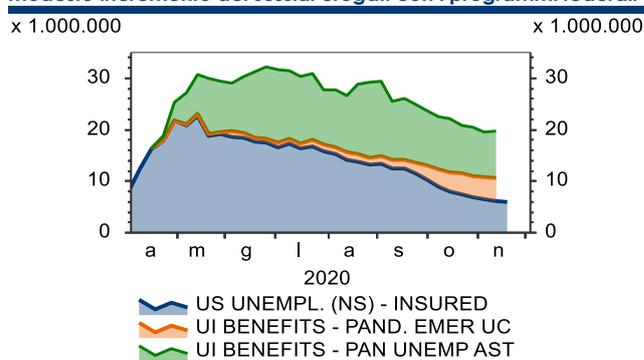
Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 28 novembre calano a 712 mila da 778 mila della settimana precedente. In termini non destagionalizzati, le nuove richieste sono in flessione a 713824 (-122453, -6% s/s). I **nuovi sussidi erogati con il programma federale** di Pandemic Unemployment Assistance sono pari a 288701. I **sussidi statali esistenti** nella settimana conclusa il 21 novembre scendono a 5,520 mln, in calo di 569 mila rispetto alla settimana precedente. I dati non destagionalizzati registrano una flessione su base settimanale di 690170 (-11,6%), toccando 5240575, proseguendo sul trend di correzione relativamente rapido in atto da settembre. Nella settimana conclusa il 14 novembre, complessivamente i **sussidi erogati con tutti i programmi** calano a 20,163 mln da 29,513 mln della settimana precedente, confermando che, anche in presenza di aumenti del programma federale di estensione dei sussidi statali in scadenza, **la tendenza positiva dell'occupazione dovrebbe proseguire**. Un problema sollevato dalle indagini di settore è la carenza di lavoratori, per assenteismo o attrito causati in larga misura dal peggioramento dei contagi e dalla chiusura delle scuole. Il recente aumento del tasso di partecipazione potrebbe interrompersi da novembre in poi, fino a una stabilizzazione della curva della pandemia.

Nuovi sussidi circa stabili a fine novembre



Fonte: Refinitiv Datastream

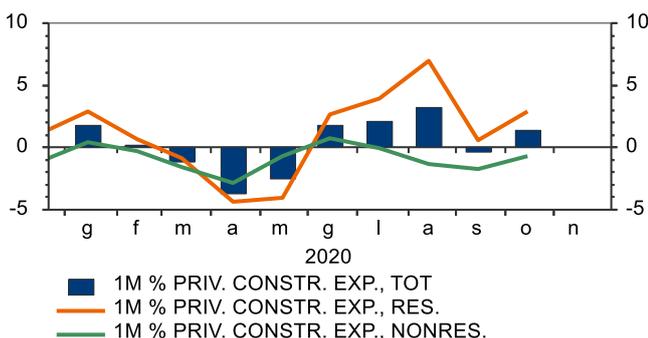
Sussidi esistenti ancora in calo a metà novembre, nonostante un modesto incremento dei sussidi erogati con i programmi federali



Fonte: Refinitiv Datastream

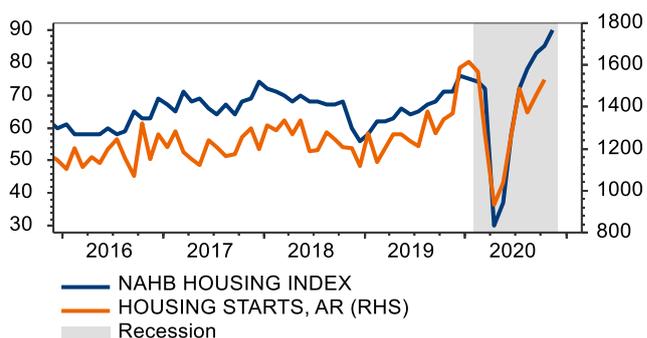
La **spesa in costruzioni** a ottobre sorprende verso l'alto con un aumento di 1,3% m/m (3,7% a/a). La spesa privata è in rialzo di 1,4% m/m, con una variazione di 2,9% m/m per la componente residenziale, a fronte di un calo nel segmento non residenziale di -0,7% m/m. nel settore pubblico, la spesa è in crescita di 1% m/m, spinta da edifici scolastici e costruzioni autostradali. La spesa in costruzioni residenziali dovrebbe restare sostenuta almeno fino a metà 2021, sulla scia dei cambiamenti di comportamento causati da COVID e dal livello estremamente basso dei tassi sui mutui. L'espansione del settore è rallentata da problemi di offerta.

Il boom immobiliare sostiene la crescita della spesa in costruzioni...



Fonte: Refinitiv Datastream

...e la fiducia dei costruttori di case punta a ulteriori miglioramenti, pur in presenza di strozzature all'offerta



Fonte: Refinitiv Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Produzione industriale m/m prelim	ott	3.9	%	2.1	3.8
PMI manifatturiero finale	nov	48.3			49.0
Fiducia delle famiglie	nov	33.6			33.7

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **vendite al dettaglio** a ottobre aumentano di 6,4% a/a, dopo -8,7% a/a di settembre. Il confronto con il 2019 è influenzato dal rialzo dell'imposta sui consumi introdotto a ottobre. Su base mensile le vendite sono in rialzo di 0,4% m/m, dopo -0,1% m/m di settembre. In termini reali però, alla luce della deflazione in atto, le vendite aumentano di 1,3% m/m, dopo variazioni solide anche in estate e segnano una variazione di circa 3% t/t rispetto al 3° trimestre. Le vendite di ottobre sono circa in linea con i livelli di febbraio. Le previsioni per i consumi nel 4° trimestre sono positive, anche se su base mensile si registrerà ampia variabilità. A ottobre, anche i servizi dovrebbero essere in crescita sostenuta, grazie alle campagne "GoTo" introdotte dal governo a luglio, con sussidi alla spesa per turismo, viaggi, ristoranti, eventi e shopping. A partire da metà novembre, con la netta ripresa dei contagi e la sospensione delle sovvenzioni "GoTo" i consumi dovrebbero rallentare e potenzialmente calare fra dicembre e i primi mesi del 2021.

Giappone. La **produzione industriale** a ottobre (prel.) aumenta di 3,8% m/m (-3,2% a/a), proseguendo sul sentiero di recupero di attività nel manifatturiero. Le consegne sono in rialzo di 4,6% m/m (-3,2% a/a), mentre il rapporto scorte/fatturato corregge di -3% m/m, sulla scia di un calo di scorte di -1,6% m/m. I settori che hanno trainato l'output a ottobre sono macchinari, auto, macchinari elettrici ed elettronici per informazione e comunicazione. Le proiezioni raccolte dal METI vedono un altro incremento a novembre (+2,7% m/m) ma una correzione a dicembre (-2,4% m/m). Il dato di ottobre è ancora inferiore di -4,5% rispetto a febbraio. Sulla base del dato di ottobre, la variazione rispetto al 3° trimestre è di 6,8%, con le ipotesi derivanti dalle proiezioni per i prossimi mesi, nel 4° trimestre la produzione potrebbe essere in rialzo del 6% t/t. Il PIL nel 4° trimestre dovrebbe essere in rialzo, dopo il dato solido dell'estate, con un significativo

rallentamento da metà novembre in poi per via della riaccelerazione dei contagi. Prevediamo che il 1° trimestre 2021 possa registrare una stagnazione (con rischi verso il basso) della crescita, sulla scia della frenata attesa dell'attività a cavallo di fine anno.

Il **tasso di disoccupazione** a ottobre aumenta a 3,1% da 3% di settembre, con una variazione di soli 7 decimi da febbraio, confermando che il mercato del lavoro giapponese è stato protetto in modo quasi totale dalla recessione del 2019-20. Le misure fiscali di sovvenzione ai posti di lavoro sono state estremamente generose, con sussidi pari al 100% del monte salari per le piccole/medie imprese e del 75% per quelle di grandi dimensioni, e hanno agito in presenza di una cultura di forti legami fra impresa e dipendenti. Gli occupati aumentano di 3 mila unità, a fronte di un rialzo della forza lavoro di 13 mila e dei disoccupati di 8 mila, con un tasso di partecipazione a 62,4%. Il **job openings to applicant ratio** aumenta a 1,04, da 1,03 di settembre, e torna sul livello di agosto. Il rapporto era stato in calo ininterrotto dall'1,57 di dicembre. Il mercato del lavoro dovrebbe indebolirsi nei prossimi mesi sulla scia dell'aumento dei contagi e delle probabili nuove limitazioni alla campagna "Go To Travel" di sussidi al turismo nelle aree più colpite dalla nuova ondata, l'aspettativa è che il tasso di disoccupazione tocchi un picco intorno al 3,5% nei primi mesi del 2021, per poi tornare a scendere con la diffusione dei vaccini e l'introduzione di un nuovo pacchetto di stimolo fiscale a inizio 2021.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T3	10.7		%	11.4
EUR	PMI manifatturiero finale	nov	53.6			53.8
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	nov	0.4		%	0.4
EUR	CPI a/a stima flash	nov	-0.3		%	-0.2
EUR	Tasso di disoccupazione	ott	+8.5	(8.3)	%	8.4
EUR	PPI a/a	ott	-2.3	(-2.4)	%	-2.0
EUR	PMI servizi finale	nov	41.3			41.3
EUR	PMI composito finale	nov	45.1			45.3
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ott	-1.7	(-2.0)	%	0.8
FRA	PMI manifatturiero finale	nov	49.1			49.6
FRA	PMI servizi finale	nov	38.0			38.8
GER	IPCA m/m prelim	nov	0.0		%	-0.8
GER	CPI (Lander) m/m prelim	nov	0.1		%	-0.7
GER	IPCA a/a prelim	nov	-0.5		%	-0.7
GER	CPI (Lander) a/a prelim	nov	-0.2		%	-0.1
GER	Tasso di disoccupazione	nov	6.2		%	6.3
GER	Variazione n° disoccupati	nov	-38	(-35)	x1000	8
GER	PMI manifatturiero finale	nov	57.9			57.8
GER	Vendite al dettaglio m/m	ott	-1.9	(-2.2)	%	1.2
GER	Vendite al dettaglio a/a	ott	7.0	(6.5)	%	5.9
GER	PMI servizi finale	nov	46.2			46.0
GER	Ordini all'industria m/m	ott	1.1	(0.5)	%	1.5
ITA	IPCA m/m prelim	nov	0.6		%	0.0
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	nov	-0.3		%	-0.2
ITA	IPCA a/a prelim	nov	-0.6		%	-0.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	nov	0.2		%	-0.1
ITA	PMI manifatturiero	nov	53.8			52.0
ITA	PIL a/a finale	T3	-18.0	(-4.7)	%	-4.7
ITA	PIL t/t finale	T3	16.1		%	15.9
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ott	9.7	(9.6)	%	9.9
ITA	PMI servizi	nov	46.7			41.3
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ott	+1.4	(1.30)	%	+2.9
SPA	IPCA a/a prelim	nov	-0.9		%	-0.8

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

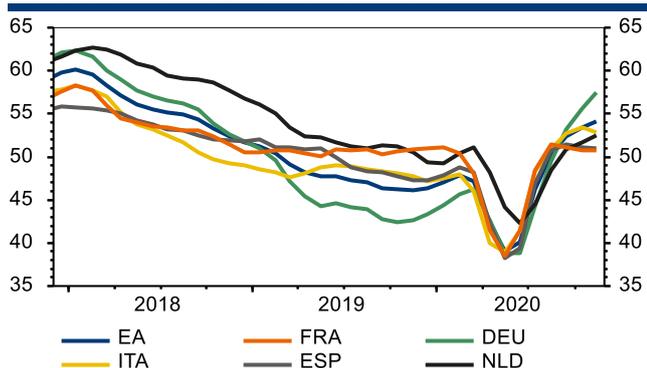
Area euro. Il PMI manifatturiero in novembre è salito a **53,8**, due decimi sopra la stima flash. Nonostante il rallentamento del ritmo di espansione rispetto al mese di ottobre (54,8 punti, massimo da agosto del 2018), l'indice rimane in territorio espansivo per il quinto mese

consecutivo. La flessione degli ordinativi (54,1) e della produzione (55,3) riflette le difficoltà nei mercati nazionali ed esteri. Gli ordini da evadere restano robusti (54,3), mentre diminuiscono, sebbene ad una velocità ridotta rispetto ad ottobre, le scorte. La crescita del manifatturiero non si riflette in un miglioramento dell'occupazione: le aziende continuano a ridurre gli organici. I prezzi sono visti in leggero rialzo. Forti crescite sono state osservate soprattutto nel settore dei beni di investimento e in quello dei beni intermedi, mentre i beni di consumo hanno visto un lieve peggioramento.

Lo **spaccato per Paese** ha visto il PMI manifatturiero **francese** collocarsi 5 decimi sopra il dato preliminare (a 49,6 da 51,3 di ottobre). Crollano gli indici della produzione (a 48,6 da 52,1) e dei nuovi ordini. I prezzi sono coerenti con un'accelerazione, che coinvolgerebbe sia i prezzi dei fattori produttivi che dei prodotti finali. In **Germania**, il PMI manifatturiero ha visto una diminuzione di un decimo rispetto al dato preliminare, a 57,8 da 58,2 di ottobre. Rimangono su valori alti gli indici dei nuovi ordini (62,4) e degli ordini esteri (58,4); l'occupazione, invece, continua a segnare una contrazione ma a velocità ridotta. I prezzi, infine, hanno registrato una crescita. Il PMI manifatturiero dell'**Italia** ha visto una diminuzione del ritmo di espansione, a 51,5 da 53,8 di ottobre. Gli indici dei nuovi ordini e degli ordini esteri scendono sotto la soglia di invarianza; la crescita della produzione (51,8 punti) si riflette in un miglioramento del mercato del lavoro (51,5). In **Spagna**, il dato di novembre segna una debole contrazione del manifatturiero, a 49,8 da 52,5 precedente. Le indagini congiunturali mostrano un'Eurozona a due velocità: all'ottimismo delle imprese olandesi, italiane e tedesche si contrappone una lieve contrazione dell'attività manifatturiera in Francia e in Spagna.

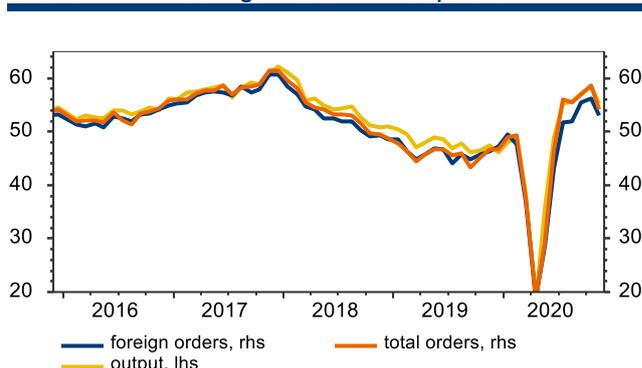
Area euro. Il dato finale del **PMI servizi** è stato rivisto al rialzo di quattro decimi rispetto alla stima flash, a 41,7. L'indice resta ancorato in territorio recessivo. Peggiorano i nuovi affari (a 40,6) mentre l'indice delle aspettative indica un forte miglioramento (a 58,8 da 54,2) sulla scia 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 (52,7) ed un calo dei prezzi ricevuti (48,8). Il **PMI composito**, rivisto al rialzo di due decimi dalla stima flash ma in calo dal 50,0 di ottobre, a 45,3, è coerente con una contrazione dell'attività economica dell'Eurozona nel mese di novembre.

PMI manifatturiero: un'Eurozona a due velocità...



Fonte: IHS Markit

...rallenta la crescita degli ordinativi e della produzione

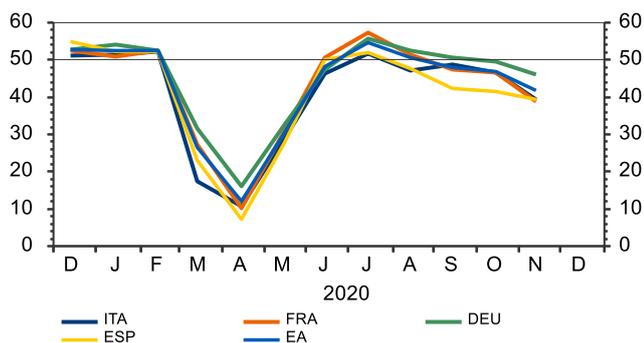


Fonte: IHS Markit

Lo **spaccato per paese** ha visto il PMI della Francia collocarsi 8 decimi sopra il dato preliminare (a 38,8 da 46,5 di ottobre). L'indice composito, rivisto al rialzo di 7 decimi a 40,6, è stabile in territorio recessivo: le indicazioni riflettono l'effetto delle nuove misure di contrasto all'aumento dei contagi. I servizi sono scesi nuovamente in **Spagna** (da 41,4 a 39,5), confermando i segnali concreti di ripercussioni economiche negative legate alla seconda ondata epidemica. In **Germania**, il PMI dei servizi è stato rivisto al ribasso a 46,0 da 46,2 della stima flash, e rimane ben

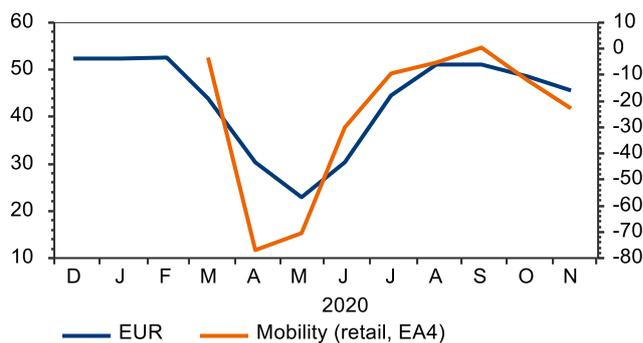
al di sotto del valore registrato in ottobre (49,5). Di conseguenza, l'indice composito della Germania è passato a 51,7 da 52,0 della stima flash e 55,0 di ottobre: il dato è coerente con un'espansione dell'economia solamente marginale. La prima lettura del PMI servizi per l'Italia ha segnato un crollo a 39,4 da 46,7 precedente. Il peggioramento coinvolge tutte le componenti ad eccezione dell'indice delle aspettative che si conferma su valori alti (58,5); rimane su valori depressi, invece, l'occupazione (44,8). L'indice composito è passato a 42,7 da 49,2 precedente. L'indagine congiunturale di novembre conferma una dicotomia tra settori: da un lato osserviamo la continua espansione del manifatturiero, dall'altro la forte contrazione del settore dei servizi.

Area euro: il PMI dei servizi cala meno in Germania



Fonte: IHS Markit

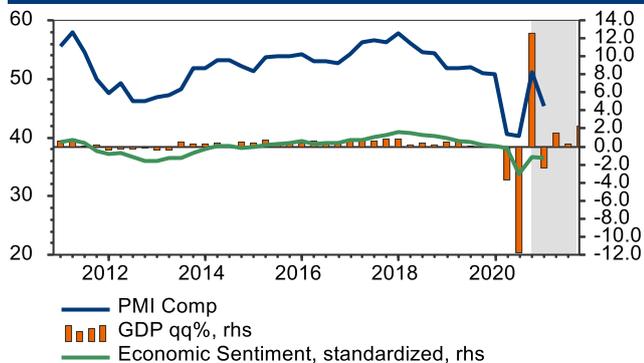
L'andamento riflette l'impatto delle misure sanitarie restrittive



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit e Google Community Mobility Report. L'aggregato EA4 è calcolato come media ponderata per il PIL di Germania, Francia, Italia e Spagna.

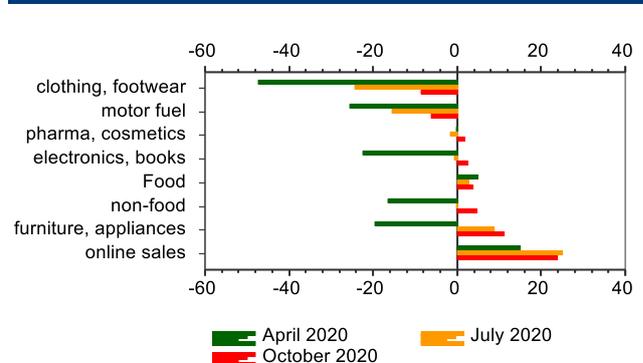
Area euro. In ottobre, le **vendite al dettaglio** sono cresciute del +1,5% m/m, dopo il -1,7% m/m precedente (rivisto al rialzo da -2,0% m/m). Registrano un aumento sia i prodotti alimentari che non alimentari (entrambi saliti del +2,0% m/m); cala, invece, il carburante per autotrazione (-3,7% m/m). La crescita dei beni non alimentari è trainata quasi esclusivamente dall'e-commerce (+6,1% m/m), segnale che la pandemia potrebbe aver in parte cambiato le abitudini dei consumatori; rimane debole il settore tessile, abbigliamento e calzature (-2,8% m/m). Le vendite hanno visto Germania e Francia (+2,6% e +2,8% rispettivamente) registrare performance superiori alla media dell'Eurozona; la variazione in Spagna è stata solo marginalmente positiva (+0,6% m/m), mentre i Paesi Bassi hanno subito una flessione delle vendite (-0,7% m/m). In novembre, i consumi potrebbero essere calati a causa delle misure restrittive introdotte per contenere i contagi.

Area euro: il PMI composito è coerente con una contrazione del PIL nel 4° trimestre



Fonte: IHS Markit

Area euro: vendite al dettaglio in ripresa. Il boom dell'e-commerce si consolida (variazioni % a/a di medie trimestrali)

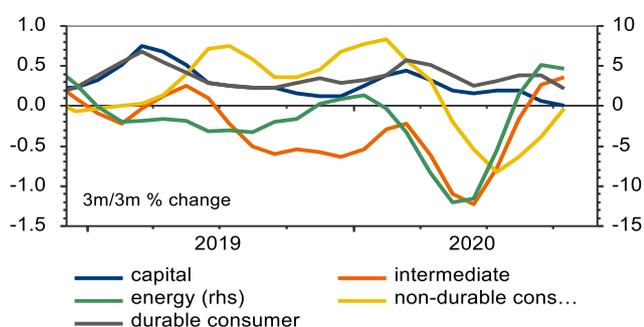


Fonte: Eurostat

Area euro. Il tasso di disoccupazione nel mese di ottobre è sceso all'8,4% dall'8,5% (rivisto al rialzo di due decimi) precedente; la disoccupazione giovanile è passata al 18,0% dal 17,9% di settembre. Secondo Eurostat, il numero dei senza-lavoro di questo mese è di circa 13,825 milioni, con un calo rispetto a settembre di 86 mila. Nei prossimi mesi le sacche di sotto-occupazione latente rischiano di tradursi in riduzione degli organici, anche a causa della seconda ondata di contagi: la disoccupazione dovrebbe toccare il suo picco nel 2° trimestre 2021.

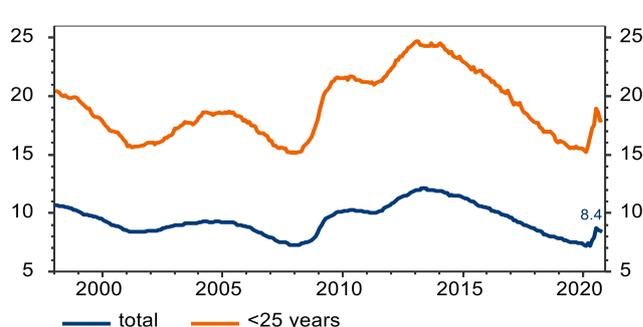
Area euro. In ottobre, i **prezzi alla produzione** risultano in calo di -2,0% a/a, mentre sono saliti di 0,4% rispetto al mese precedente. L'incremento mensile è trainato dal comparto energetico (+1,4% m/m), mentre la variazione degli altri comparti è stata solo marginalmente positiva. La tendenza di breve periodo (si veda grafico sotto a sinistra) è di stabilità per beni di investimento e beni di consumo non durevoli, di modesta crescita per beni durevoli di consumo e intermedi, di forte rialzo per l'energia.

Area euro – PPI per destinazione finale del prodotto



Fonte: Eurostat

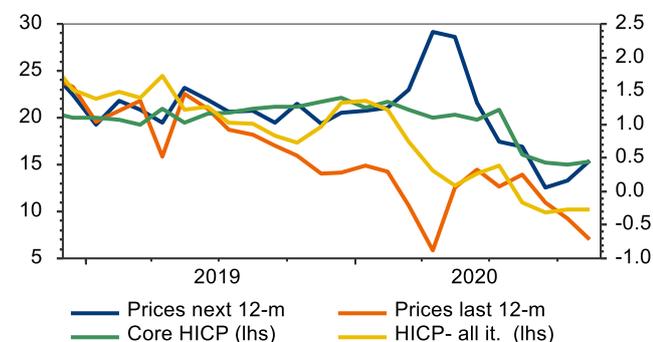
Area euro – tasso di disoccupazione, % della forza lavoro



Fonte: Eurostat

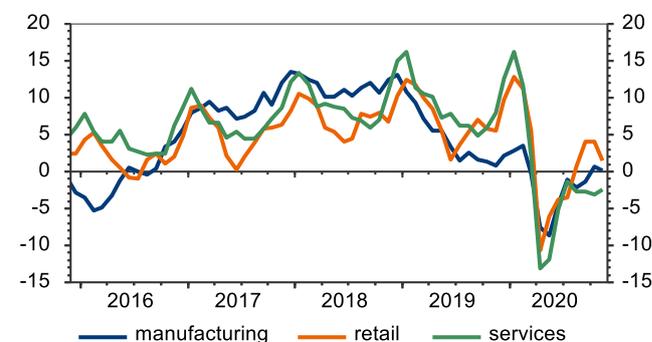
Area euro. La **stima flash** di novembre ha visto l'**inflazione** stabile a -0,3% a/a; anche l'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è rimasto invariato rispetto al mese precedente (+0,4% a/a, in linea con le attese). Sul mese, i prezzi sono scesi di -0,3% m/m dopo il +0,2% m/m precedente: il calo è guidato dai servizi (-0,8% m/m) e dall'energia (-0,2% m/m) mentre hanno registrato un aumento i prezzi degli alimentari freschi (+0,3% m/m). L'inflazione è attesa risalire lentamente nei prossimi mesi, prima per effetti base e poi per il consolidamento della ripresa (che presumibilmente avverrà con la diffusione su larga scala di un vaccino); prevediamo un rialzo del tasso di crescita dei prezzi verso l'1% medio nel 2021, dopo lo 0,2% atteso per quest'anno, ma i rischi sulla previsione sono orientati al ribasso.

Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi ed inflazione percepita nei passati 12 mesi vs indice core e headline



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Aspettative dei prezzi fra le imprese



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

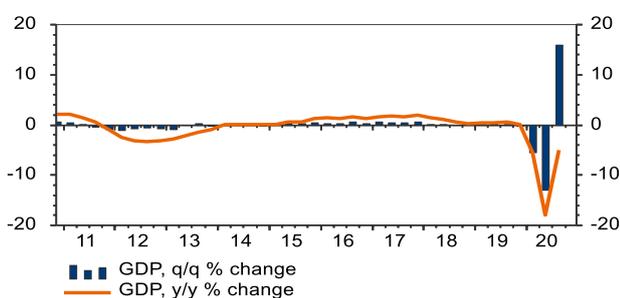
Germania. I dati sugli **ordinativi industriali** sono stati **migliori delle attese**: l'indice è salito di 2,9% m/m e 1,8% a/a, confermando le indicazioni positive fornite dalle indagini Ifo e PMI. Peraltro, anche i dati di settembre sono stati rivisti al rialzo in misura importante e ora il livello degli ordini risulta superiore ai livelli pre-crisi di 0,8%. La crescita rimane robusta (1,7% m/m) anche escludendo gli ordini di elevato importo unitario. Lo spaccato per destinazione finale segnala che la domanda è sostenuta nel comparto dei beni di investimento (+3,8% m/m) e degli intermedi (+2,3%), ma debole in quello dei beni di consumo (-2,2%). Oltre alla domanda interna (+2,4% m/m), cresce anche la domanda da paesi esterni all'Eurozona (+4,8%), mentre è meno vivace quella dall'Eurozona (+0,5%). In novembre è probabile un rallentamento degli ordini domestici e di quelli dal resto dall'Eurozona.

Germania. I dati sulle **vendite al dettaglio** di ottobre mostrano una crescita superiore alle attese. La variazione tendenziale è pari a 8,2% a/a, in accelerazione rispetto a settembre. Continua il boom dell'e-commerce (+29,8% a/a), così come quello di beni legati alla casa (+14,2%). Persiste, invece, la debolezza delle vendite di abbigliamento e calzature nei negozi specializzati (-6,4%).

Germania. La stima flash dai Länder ha indicato che a novembre i **prezzi al consumo** dovrebbero essere calati di -0,8% m/m sull'indice nazionale e di -1,0% sull'indice armonizzato. L'inflazione di riflesso è rallentata di un decimo a -0,3% sulla misura nazionale e di due decimi a -0,7% su quella armonizzata.

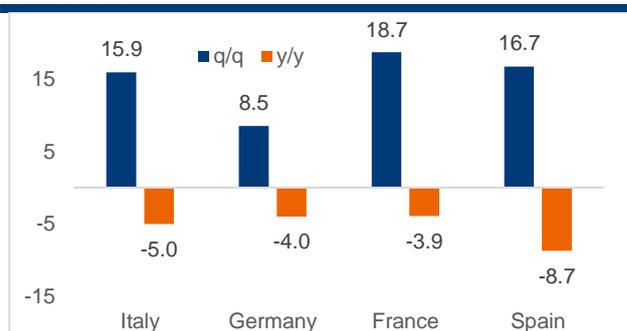
Italia. La seconda stima ha mostrato una revisione marginale al ribasso del PIL nel terzo trimestre, a +15,9% t/t, da una prima lettura a +16,1%. La tendenza annua è stata rivista a -5% da -4,7%. Per il trimestre precedente, il PIL è confermato in calo di -13% t/t, ma rivisto al ribasso di un decimo su base annua, a -18%. Il rimbalzo estivo è stato guidato dalla domanda interna finale (contributo: +13% t/t), in quanto **sia i consumi delle famiglie che gli investimenti delle imprese hanno messo a segno un incremento a due cifre** (+12,4% da -11,5% precedente e +31,3% da -17%, rispettivamente), guidato evidentemente dalla riapertura delle attività commerciali e industriali dopo il lockdown primaverile. **Anche dal commercio estero è arrivato un ampio contributo** (+4% t/t, record assoluto), con le esportazioni in crescita di +30,7% t/t (da -23,9% precedente), mentre più limitato è stato il recupero dell'import (+15,9% dal -17,8% primaverile). Una sorpresa è arrivata dalle scorte, che hanno dato un apporto negativo di circa un punto percentuale per il secondo trimestre di fila (in altri termini, **al netto dell'effetto-magazzini il rimbalzo del PIL nel terzo trimestre sarebbe stato ancora più accentuato**).

Confermato l'ampio rimbalzo del PIL nel 3° trimestre...



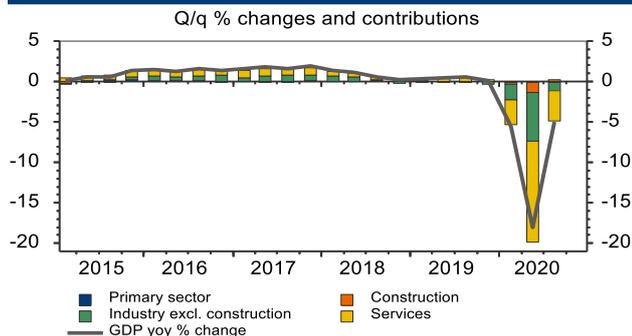
Fonte: Refinitiv Datastream

...circa in linea con quanto visto negli altri principali Paesi dell'Eurozona



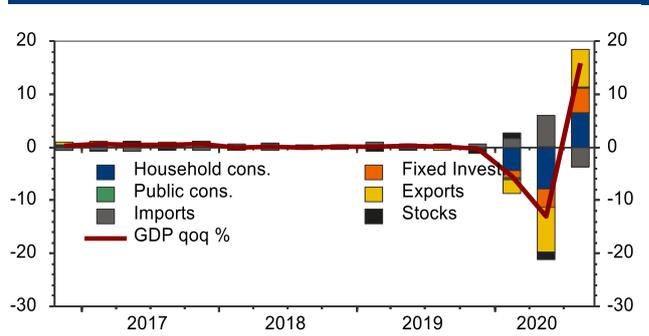
Fonte: Refinitiv Datastream

Il principale contributo al ribasso dallo shock COVID è sui servizi



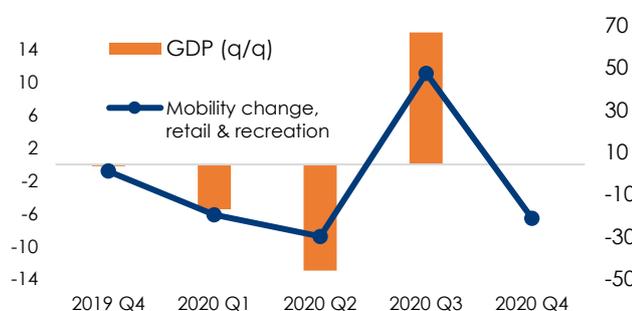
Fonte: Refinitiv Datastream

Consumi, investimenti ed export in ampio recupero nei mesi estivi



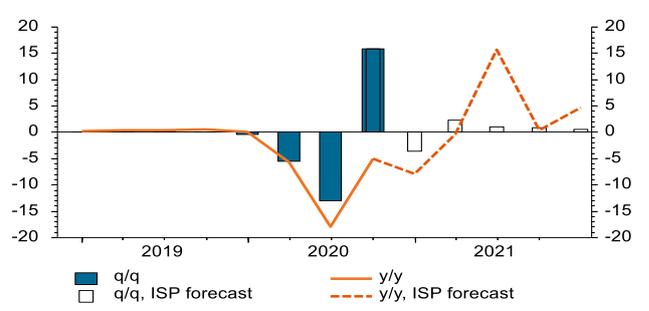
Fonte: Refinitiv Datastream

Gli indicatori di mobilità segnalano una probabile nuova contrazione del PIL nel trimestre corrente...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat e Google LLC (COVID-19 Community Mobility Reports)

...seguita da un possibile recupero a inizio 2021



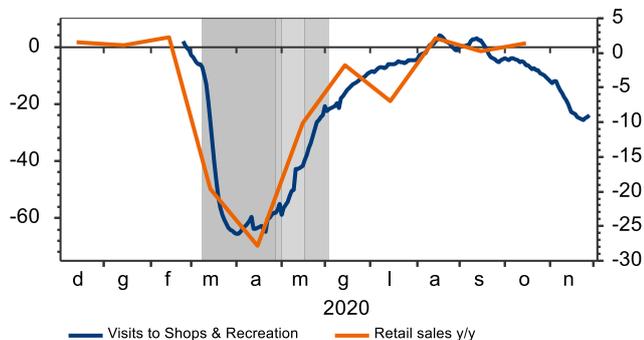
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Tutti i principali settori hanno evidenziato un recupero, trainato da industria in senso stretto (+30,4% t/t da -19,2% precedente) e costruzioni (+45,9%, dopo il -23% del secondo trimestre); più contenuto il progresso nei servizi (+11,9% da 11,4%) e nell'agricoltura (+0,2% da -3,2%). Nonostante la lieve revisione al ribasso del dato sintetico, **il dettaglio delle componenti è relativamente incoraggiante**. Tuttavia, l'attività economica è destinata a nostro avviso a contrarsi nuovamente nel trimestre in corso; a tal proposito, il **calo di due punti del PMI manifatturiero a novembre (a 51,5 da 53,8 di ottobre)** dimostra che le nuove restrizioni stanno iniziando ad avere un impatto non solo sui servizi ma, sia pure in misura minore, anche sull'industria. **Ci aspettiamo una contrazione del PIL nell'ultimo trimestre dell'anno dell'ordine di tre punti percentuali**, seguita da un recupero di circa due punti nel 1° trimestre del 2021. A nostro avviso, i rischi su questo profilo sono al ribasso, specie sulla parte iniziale dell'anno prossimo.

Italia. A ottobre, le **vendite al dettaglio** hanno registrato un rimbalzo di +0,6% m/m (in valore) dopo il calo di -0,7% m/m registrato a settembre. Su base annua, le vendite sono in recupero, a +2,9% da +1,4% precedente: si tratta di un massimo dallo scorso febbraio. La crescita sia nel mese che sull'anno è trainata dagli alimentari. Su base tendenziale, si registra un calo delle vendite nelle imprese operanti su piccole superfici, a fronte di un aumento nella grande distribuzione (da segnalare il +12,9% dei discount di alimentari); il commercio elettronico tocca un nuovo massimo storico (+54,6% a/a). La tendenza per gruppi di prodotti non alimentari resta eterogenea: alcuni comparti sembrano essersi avvantaggiati dallo shock COVID (si veda il +26% delle dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia e il +18,6% di elettrodomestici, radio, tv e registratori); viceversa, i prodotti più penalizzati restano calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-9,2%) e cartoleria, libri, giornali e riviste (-7,6%). A novembre, le vendite non potranno non risentire delle misure restrittive introdotte dal DCM 3/11/2020: la chiusura della maggior parte degli esercizi

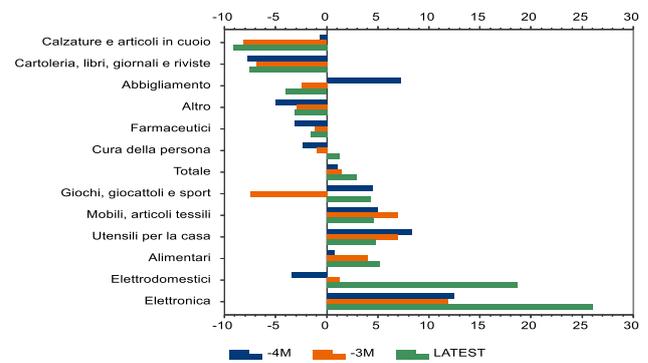
commerciali nelle regioni rosse (nonché dei centri commerciali nel fine settimana in tutta Italia) dovrebbe pesare in particolare sul settore dell'abbigliamento.

Le vendite al dettaglio hanno tenuto a ottobre, ma sono destinate a tornare a calare da novembre



Fonte: Google, Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

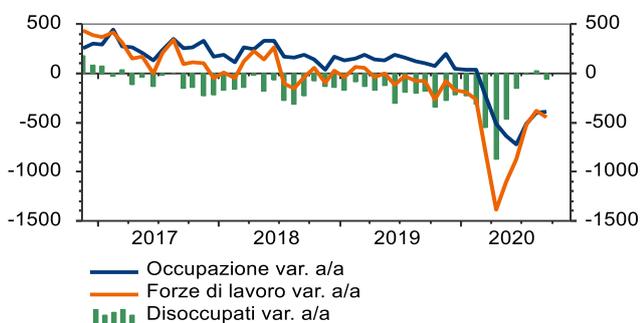
La tendenza annua per gruppi di prodotti è assai variegata (dotazioni per IT e elettrodomestici sembrano essersi avvantaggiati dallo shock COVID)



Nota: variazioni % a/a. Fonte: Refinitiv Datastream

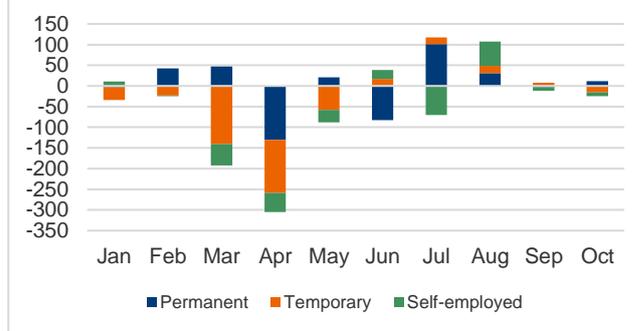
Italia. A ottobre, il numero degli occupati è diminuito lievemente (-13 mila unità), a fronte di una sostanziale stabilità delle forze di lavoro. **Il tasso di disoccupazione è quindi salito di un decimo, a 9,8%** da 9,7% precedente (a sua volta rivisto al rialzo di un decimo). La perdita di posti di lavoro ha riguardato nel mese esclusivamente la componente maschile; l'unica fascia di età a mostrare una crescita dell'occupazione è quella dei 25-34enni; il calo dei contratti temporanei e dei lavoratori indipendenti è stato compensato, ma solo in parte, dall'aumento dei dipendenti permanenti. Le ore pro-capite effettivamente lavorate sono pari a 35, livello di 0,8 ore inferiore a quello registrato a ottobre 2019; la differenza scende a 0,6 ore tra i dipendenti. **Rispetto alla situazione pre-COVID (febbraio 2020), si registrano oltre 420 mila occupati in meno** (un terzo indipendenti e due terzi dipendenti a termine, a fronte di una sostanziale stabilità per i permanenti) e circa 80 mila disoccupati (e quasi 230 mila inattivi) in più. **Da novembre, le nuove restrizioni non potranno non avere impatto sull'occupazione nei servizi**, sia pur attenuato dalla proroga del blocco dei licenziamenti e del ricorso alla CIG. Non ci attendiamo il balzo del tasso di inattività che aveva caratterizzato il primo confinamento, spingendo al ribasso la disoccupazione. **Continuiamo a ritenere pertanto che il tasso dei senza-lavoro possa salire significativamente nel 2021**, sopra l'11%, dal 9,3% atteso nel 2020.

A ottobre, l'occupazione rimaneva in ampio calo su base annua (e sarà impattata da novembre dalle nuove restrizioni)



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

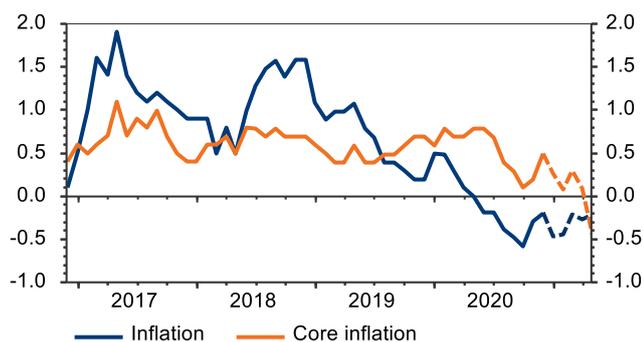
Le ampie perdite di occupati temporanei dei mesi primaverili di fatto non sono state recuperate



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

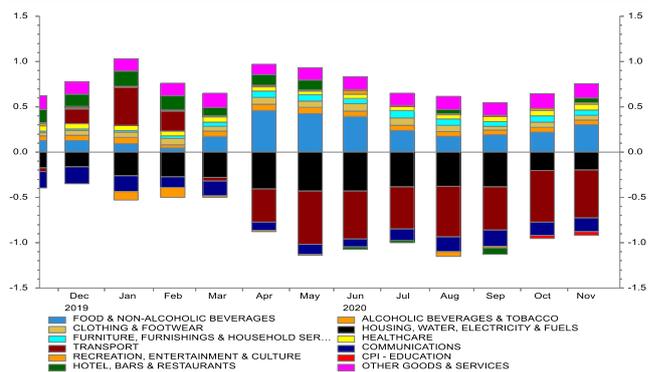
Italia. I dati preliminari su **prezzi al consumo** di novembre sono stati superiori alle attese: l'inflazione annua è passata da -0,3% a -0,2% secondo l'indice NIC e da -0,6% a -0,3% in termini armonizzati UE; nel mese i prezzi sono diminuiti di un decimo sull'indice domestico e sono rimasti stabili sull'IPCA. La sorpresa al rialzo, come in occasione del primo *lockdown* la scorsa primavera, è arrivata dagli alimentari (+1% m/m), mentre i prezzi sono diminuiti per hotel, bar e ristoranti (-1,4% m/m), trasporti (-0,5% m/m) e comunicazioni (-0,9% m/m). L'inflazione "di fondo" (esclusa energia e alimentari non trasformati) è salita a 0,5% dallo 0,2% di ottobre, quella al netto della sola energia è stata pari a 0,6%, da 0,5% precedente. Come avvenuto la scorsa primavera, la chiusura di molti esercizi commerciali in importanti regioni durante il mese potrebbe aver causato problemi nella raccolta dei dati, in particolare nel settore dell'abbigliamento e dei mobili; ciò potrebbe aver causato una distorsione al rialzo sulla stima dei prezzi al consumo. Questo effetto, così come i rincari sugli alimentari, potrebbe almeno in parte venir meno una volta che le restrizioni saranno via via allentate. In prospettiva, continuiamo a ritenere che l'inflazione possa restare in territorio negativo fino alla prossima primavera, e assestarsi, in media nel 2021, solo marginalmente al di sopra dello zero (a 0,2% da -0,1% nel 2020). Gli effetti della debolezza della domanda dovrebbero continuare a prevalere sui vincoli di offerta, lasciando il trend di fondo dell'inflazione su livelli contenuti per lungo tempo, almeno finché i timori sanitari manterranno le aziende e i consumatori in un atteggiamento di grande cautela (come presumibilmente avverrà fino alla diffusione su larga scala di un vaccino).

Italia – Inflazione totale e "di fondo" (var. % a/a, NIC)



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Italia – Inflazione (NIC, % a/a): principali componenti



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

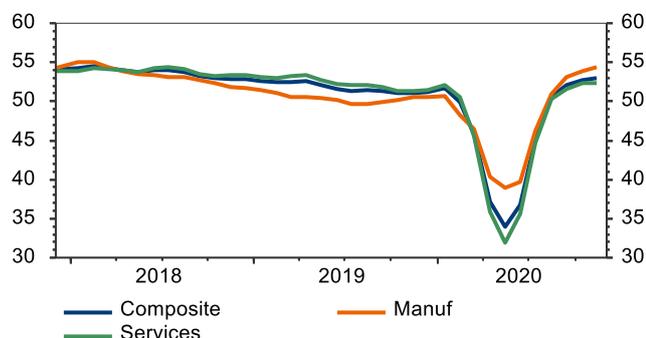
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	nov	55.3		55.7
PMI manifatturiero - NBS	nov	51.4	51.5	52.1
PMI non manifatturiero - NBS	nov	56.2		56.4
PMI manifatturiero - Caixin	nov	53.6	53.5	54.9
PMI servizi - Caixin	nov	56.8		57.8

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

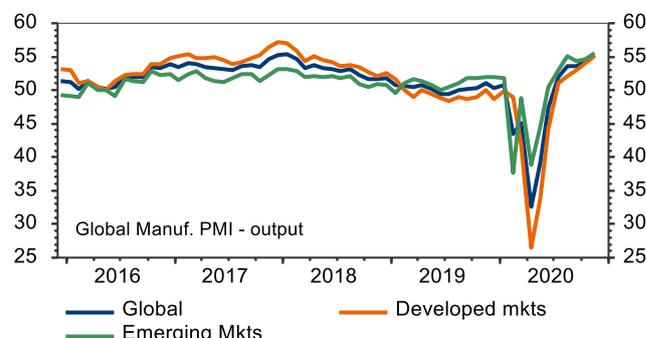
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



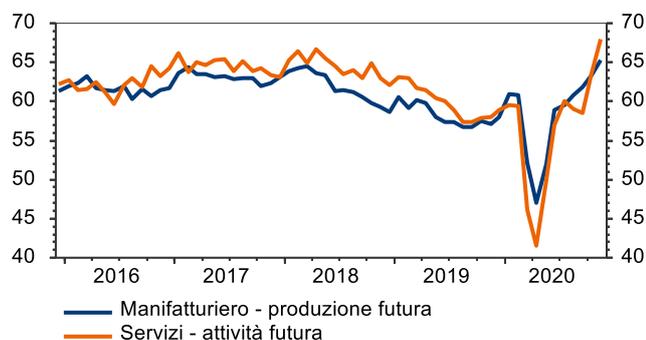
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



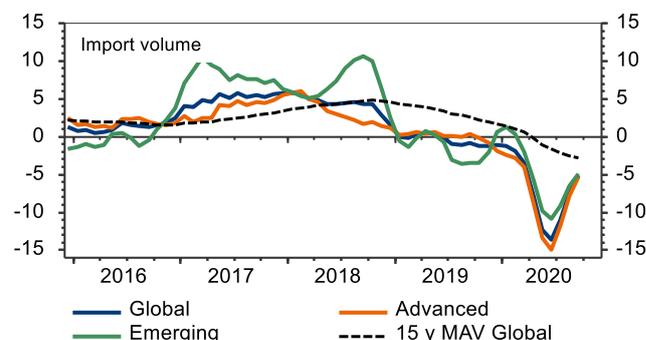
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



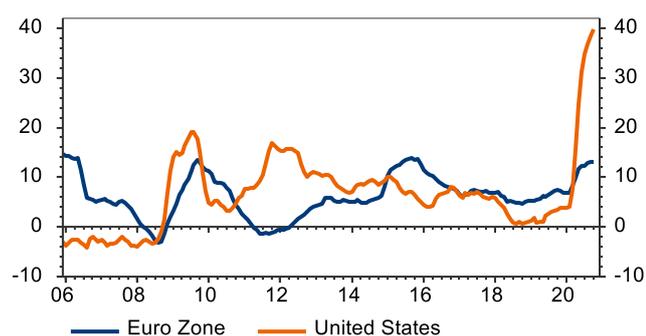
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



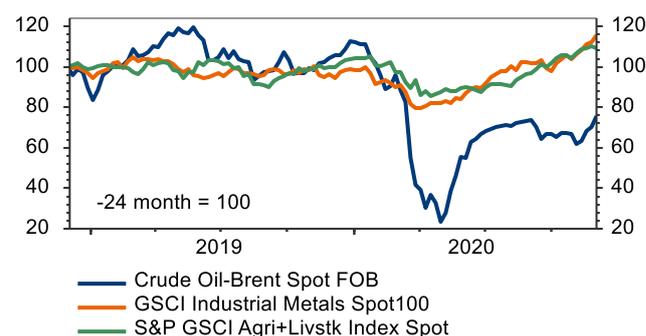
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

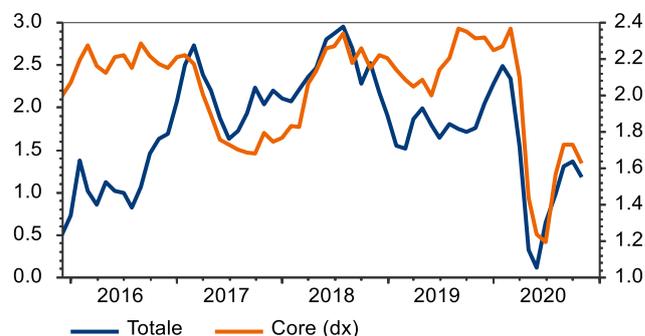
Stati Uniti

Indagini ISM



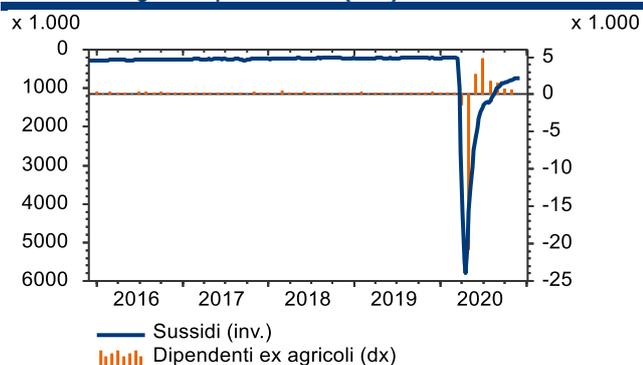
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



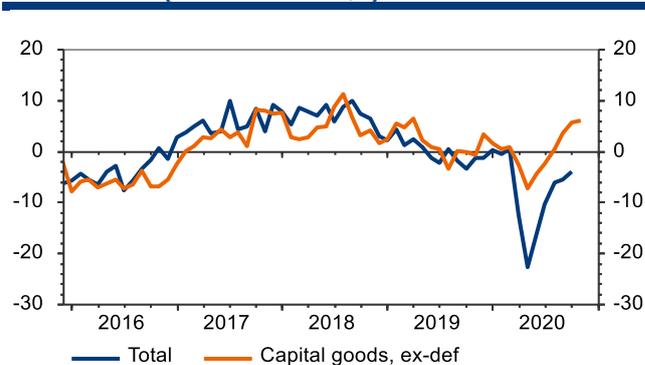
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

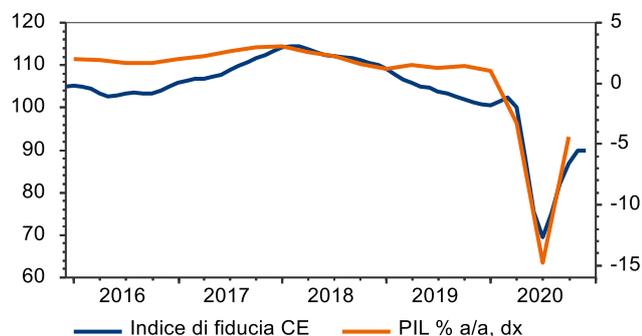
Previsioni

	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 Thomson Reuters.

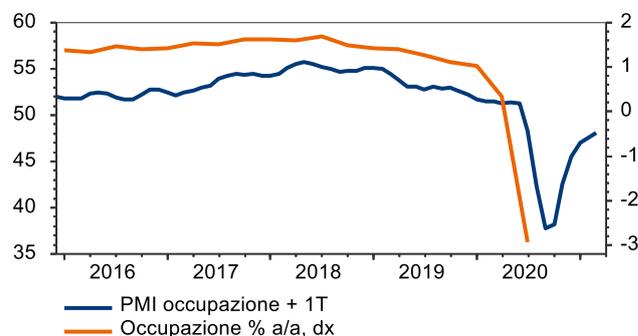
Area euro

PIL



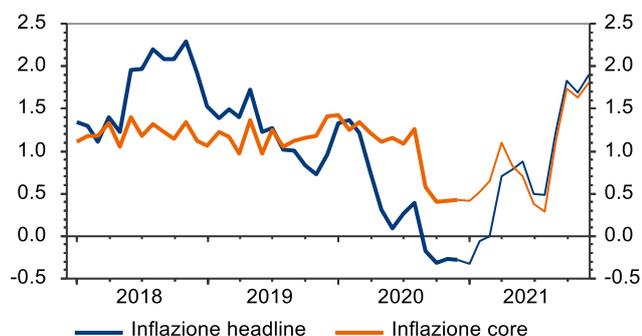
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2019	2020	2021
gennaio	1.4	1.4	-0.1
febbraio	1.5	1.2	0.0
marzo	1.4	0.7	0.7
aprile	1.7	0.3	0.8
maggio	1.2	0.1	0.9
giugno	1.3	0.3	0.5
luglio	1.0	0.4	0.5
agosto	1.0	-0.2	1.2
settembre	0.8	-0.3	1.8
ottobre	0.7	-0.3	1.7
novembre	1.0	-0.3	1.9
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	-1.7
- t/t				0.3	-11.8	1.5
Consumi privati	1.4	-8.4	3.4	0.3	-4.5	1.8
Investimenti fissi	5.7	-10.0	3.6	-5.0	-17.1	1.9
Consumi pubblici	1.8	0.4	2.6	0.6	-2.5	0.3
Esportazioni	2.5	-9.6	9.2	0.6	-18.8	2.4
Importazioni	3.9	-10.3	5.6	-2.4	-18.3	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.6	-1.0	-0.3	-0.1	-0.2
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	0.2	1.0	1.0	0.2	0.2
Produzione industriale (a/a)	-1.3	-9.6	5.2	-1.6	-20.1	-1.6
Disoccupazione (%)	7.6	8.0	9.0	7.5	7.6	8.9
Euribor 3 mesi	-0.36	-0.42	-0.53	-0.40	-0.30	-0.54

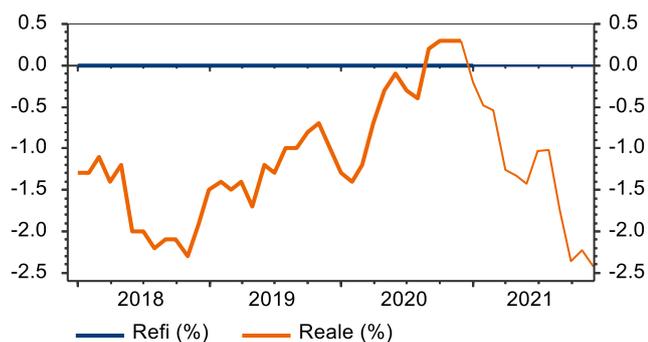
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	3/12	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	-0.55	-0.54	-0.53
Euribor 3m	-0.36	-0.42	-0.50	-0.52	-0.53	-0.54	-0.54	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

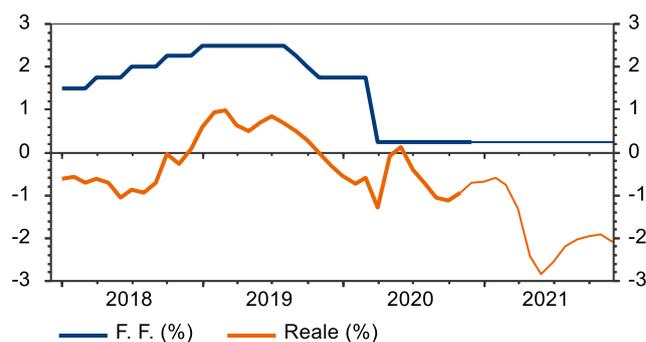


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	mar	giu	set	3/12	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	0.23	0.23	0.30	0.36	0.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

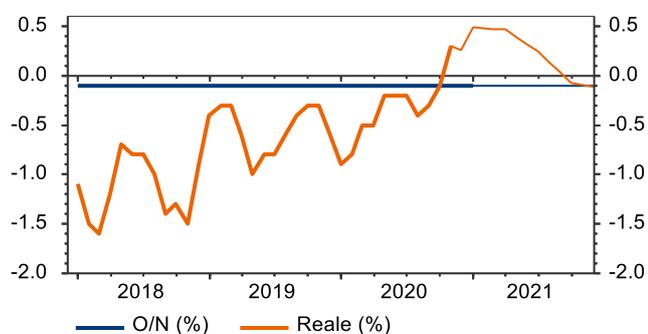


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	mar	giu	set	3/12	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	-0.12	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

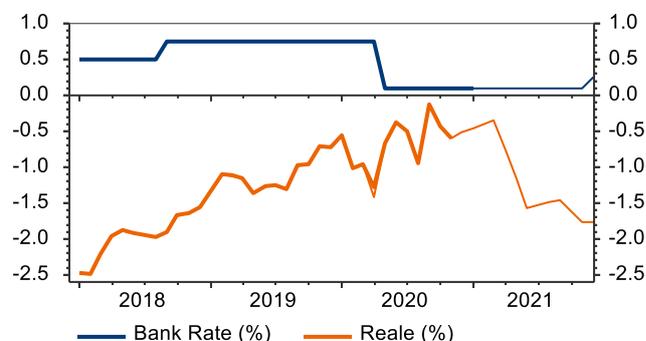


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	3/12	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	0.04	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	4/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.11	1.13	1.18	1.17	1.2167	1.16	1.17	1.18	1.16	1.18
USD/JPY	113	109	109	106	104	103.93	104	106	108	110	112
GBP/USD	1.27	1.31	1.26	1.32	1.30	1.3481	1.27	1.31	1.33	1.35	1.38
EUR/CHF	1.13	1.10	1.08	1.08	1.07	1.0845	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	129	120	122	126	122	126.48	121	124	127	128	132
EUR/GBP	0.89	0.85	0.90	0.89	0.90	0.9023	0.91	0.89	0.88	0.86	0.85

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macro & Fixed Income Research

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