

**Focus Stati Uniti**
**Blocco produttivo di Boeing: shock transitorio, ma rilevante per lo scenario USA**

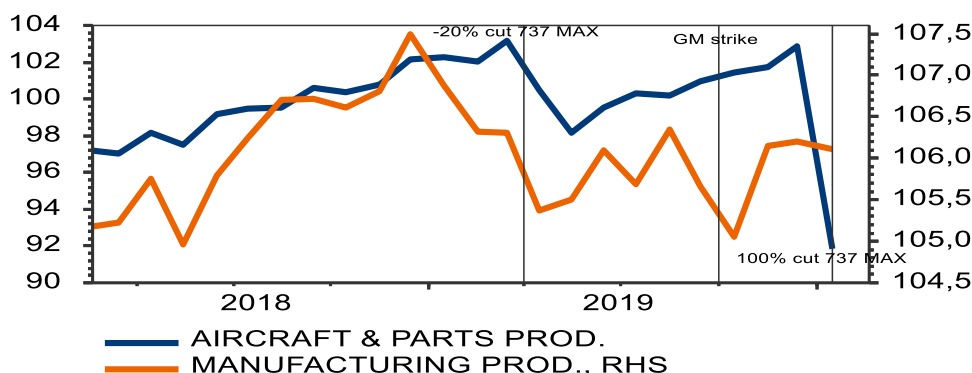
Il 2020 si è aperto con due nuovi rischi per l'economia USA, l'epidemia di n-cov 19 e il blocco produttivo di Boeing. Entrambi sono probabilmente transitori e per questo sono stati finora considerati marginali.

In una ripresa in via di indebolimento, anche freni temporanei possono diventare rilevanti se di dimensione e durata significativa. Mentre è ancora presto valutare gli effetti dell'epidemia cinese, sulle conseguenze del blocco produttivo di Boeing sono disponibili maggiori informazioni. Anche se permane incertezza collegata soprattutto alla durata dello shock, il manifatturiero rimane al centro dei rischi per lo scenario USA.

■ La valutazione (nostra e di consenso) dello scenario economico USA rimane positiva, con una crescita moderata sostenuta dai consumi e dal mercato del lavoro. Tuttavia, il ciclo è in rallentamento, con contributi negativi dagli investimenti e molto volatili dal canale estero. I due nuovi rischi per la ripresa USA, **coronavirus e blocco produttivo di Boeing**, sono probabilmente temporanei ma non vanno sottovalutati.

La Fed ha indicato che modificherà la propria *stance* di politica monetaria in caso di "rivalutazione sostanziale" dello scenario centrale. Potranno due rischi "locali" e temporanei causare modifiche sostanziali alla ripresa? Per il coronavirus, la Fed ha affermato che ci potrebbero essere conseguenze globali ma che è ancora presto per formare un giudizio. Per quanto riguarda Boeing, la combinazione di transitorietà e di freno a un settore relativamente circoscritto ha portato a ignorarne le possibili conseguenze. Riteniamo invece che il blocco di Boeing vada monitorato: anche shock temporanei, se ampi e duraturi, in una fase di indebolimento ciclico possono minare la crescita.

■ **Durata ed entità dello shock Boeing.** Le indagini sulla sicurezza seguite a due incidenti fra fine 2018 e inizio 2019 hanno bloccato l'utilizzo del 737 Max a livello mondiale da marzo 2019. Prima del blocco, Boeing produceva 52 unità di 737 Max al mese e programmava di aumentare l'output a 57 aerei al mese entro il 2021. Da marzo 2019, la produzione è stata ridotta a 42 aerei al mese e a partire **da gennaio 2020 la produzione è interrotta**. Nella prima parte di gennaio sono stati completati ancora alcuni aerei in produzione, ma da febbraio il blocco sarà totale, in attesa di informazioni sul processo di valutazione della sicurezza da parte della Federal Aviation Administration e della corrispondente agenzia europea.

**Freno alla produzione manifatturiera di gennaio, con il comparto aeronautico in picchiata**


Fonte: Refinitiv Datastream

20 febbraio 2020

Direzione Studi e Ricerche

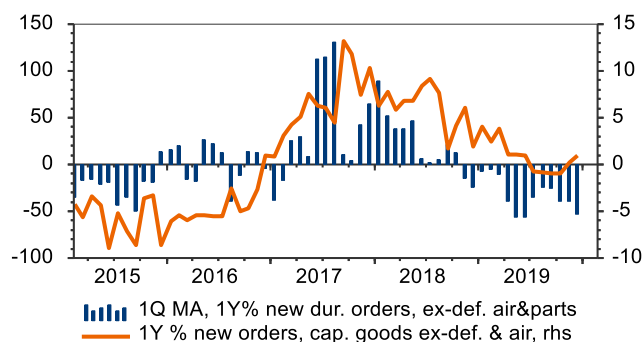
Macroeconomic and Fixed Income Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

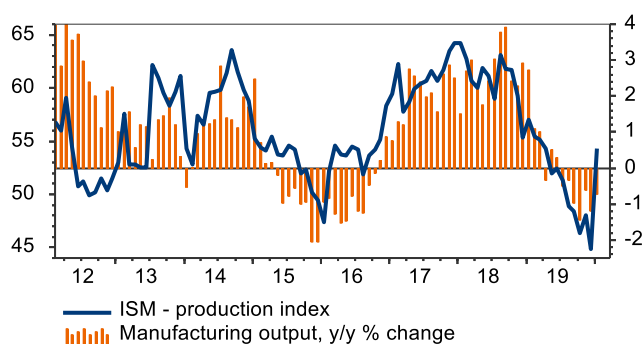
- **Quanto durerà il blocco?** Secondo Boeing, è possibile che per **giugno 2020** ci sia il via libera per l'uso dell'aereo, che richiederà comunque estensivi test di volo per i piloti, con ulteriore ritardo per la ripresa dell'operatività. Boeing ha dichiarato che potrebbe riprendere la produzione con 20 aerei al mese in primavera, con un graduale incremento dei ritmi dal 2021 in poi. Durante il 2019, le **scorte di aerei e di parti** hanno continuato ad accumularsi e agiranno da freno all'attività di Boeing e dell'indotto. Nell'ipotesi di una conclusione rapida del processo di revisione della sicurezza, non scontata, **il blocco produttivo sarà probabilmente temporaneo**, ma l'attività sarà frenata per gran parte del 2020 e risentirà di problemi legati alla catena produttiva, per via del ridimensionamento del personale e delle forniture delle imprese di dimensioni minori.
- **Quanto peserà sulla crescita?** Uno studio della NY Fed analizza gli effetti del blocco della produzione di 737 Max da parte di Boeing in vigore da gennaio. Il lavoro valuta la trasmissione di uno shock idiosincratico a un'impresa di dimensioni rilevanti non solo al proprio settore ma anche al resto dell'economia. Nell'analisi, l'effetto del blocco produttivo annunciato da Boeing è stimato in un calo di entrate totali di circa 21 mld di dollari nel 1° trimestre, una correzione di circa l'84% rispetto al fatturato di un trimestre "medio". Sulla base di questa stima e del peso di Boeing sull'economia (v. tab.1), **la restrizione dello shock sulla crescita del PIL nel 1° trimestre sarebbe pari a -0,4pp**. Questa è probabilmente una **sottostima** delle conseguenze dello shock, dato che non tiene conto di eventuali non linearità del processo produttivo, trasmesse potenzialmente attraverso le scorte e l'occupazione. Gli occupati nel comparto dell'aeronautica civile nel 2019 erano poco meno di 550 mila, di cui circa metà in imprese con più di 1000 addetti e l'altra metà in imprese di dimensioni minori. Boeing ha annunciato che trasferirà ad altre mansioni i dipendenti associati alla produzione del 737 Max, limitando gli effetti sull'occupazione (ma riducendo la produttività). Alcuni fornitori di minori dimensioni hanno già effettuato tagli all'occupazione.
- I dati di **produzione di gennaio** sono stati il primo segnale del "freno Boeing". La produzione industriale è calata di -0,3% m/m, con un crollo nel comparto dell'aeronautica (-7,4% m/m). Boeing ha segnalato che a gennaio è proseguito il completamento di circa una dozzina di aerei, indicando che la contrazione del mese scorso sarà seguita da ulteriore debolezza nei mesi successivi, con un effetto di freno previsto di circa -0,2pp sulla produzione industriale e di -0,3pp su quella manifatturiera di febbraio. La previsione è di rallentamento del PIL di circa -0,5pp, spinto da scorte e investimenti. Nella migliore delle ipotesi potrebbe esserci una modesta ripresa dell'attività nella parte finale del 2° trimestre, senza però recuperare i livelli precedenti il blocco produttivo fino al 2021 inoltrato. Negli ultimi mesi c'è stata una **divergenza fra dati di attività e delle indagini** (v. fig. 2), che dovrà chiudersi. Il 2016 indica che è necessaria cautela nell'estrapolare i segnali delle indagini contro quelle dei dati. I dati di **ordini e consegne di beni durevoli di gennaio**, in uscita la prossima settimana, metteranno un altro tassello negativo nel quadro del 1° trimestre.

**Fig. 1 - Ordini di beni durevoli: crollo nell'aeronautica, debolezza negli altri settori**



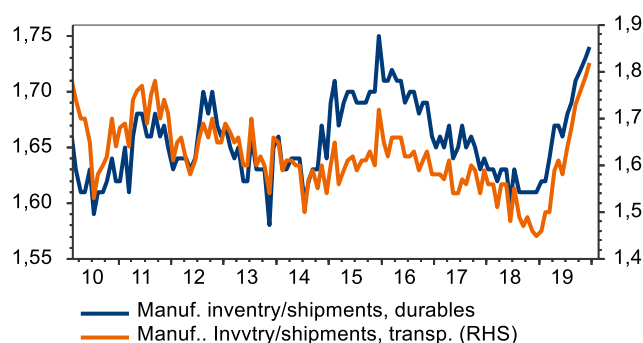
Fonte: Refinitiv Datastream

**Fig. 2 - Dati reali e indagini - Produzione negativa vs segnali positivi dell'ISM di gennaio: chi prevarrà?**



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 3 – Rapporto scorte/fatturato in rialzo dal 2019



Fonte: Refinitiv Datastream

Tab. 1 – Boeing: pesi Domar annui, 2007-2018

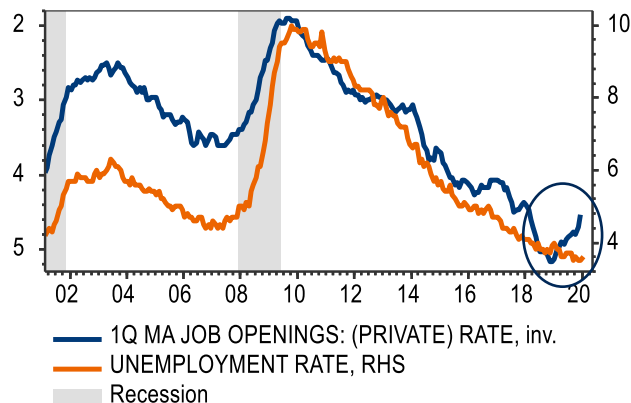
year	sales (Bn USD)	GDP (Bn USD)	Domar weight
2007	51.03	14623	0.0035
2008	60.9	14649	0.0042
2009	68.28	14531	0.0047
2010	64.31	15133	0.0042
2011	68.74	15726	0.0044
2012	81.69	16334	0.0050
2013	86.62	16919	0.0051
2014	90.75	17747	0.0051
2015	96.11	18335	0.0052
2016	93.5	18907	0.0049
2017	94	19763	0.0048
2018	101.13	20814	0.0049

Fonte: J. Di Giovanni, NY Fed. Il peso Domar è il rapporto fra il fatturato di Boeing e il PIL

■ Ci sono almeno due motivi per non sottovalutare le possibili ricadute del blocco di Boeing. Il primo riguarda il **ruolo del manifatturiero nei cicli economici**. Il **manifatturiero** è sceso in termini di quota del PIL da circa il 25% negli anni '60 a poco sotto il 12% nel 2019. Nello stesso periodo, il peso degli occupati nel settore è passato dal 30% circa al 9%. La crescita del manifatturiero durante i cicli economici fra il 1920 e il 2001 è stata in media del 3,5%, ma da allora è rallentata a una media di 0,5%. Come sottolinea il Monetary Policy Report appena pubblicato dalla Fed, shock al manifatturiero di dimensione simile a quella del 2019 non sono abbastanza grandi da generare un rallentamento significativo. Ma **contrazioni del settore più pronunciate in passato sono state associate a recessioni per l'intera economia**. Il secondo motivo per monitorare anche shock transitori è che **il ciclo è ormai maturo** e del tutto dipendente da un solo motore, quello dei consumi. Dietro ai dati generalmente rassicuranti traspare qualche scricchiolio. Un nuovo shock, rafforzato dalle conseguenze del rallentamento cinese, potrebbe essere il "tipping point" di questa ripresa record.

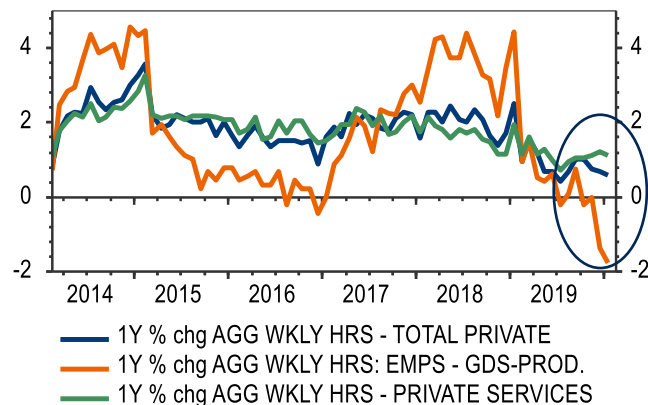
■ **Alcuni indicatori da monitorare per valutare la tenuta del ciclo**. Fra i dati che evidenziano possibili fragilità della ripresa più lunga della storia americana, ci sono alcune variabili del mercato del lavoro, motore trainante della dinamica di consumi. In particolare, i *job openings* e le ore lavorate, come evidenziato dalle figg. 4-5, danno indicazioni di minore omogeneità del quadro ciclico, mentre il rialzo del rapporto scorte/fatturato agirà da freno alla ripresa post-shock. La trasmissione degli effetti dell'epidemia di coronavirus e del blocco di Boeing deve quindi essere monitorata, visto il contesto fase matura di questo ciclo.

Fig. 4 - Le posizioni aperte hanno svoltato a fine 2018 e puntano a una futura inversione del tasso di disoccupazione



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 5 – Le ore lavorate nell'industria sono in ampia contrazione, mentre nel 2016 erano solo in stagnazione



Fonte: 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 Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI 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 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca 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 Banca 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 il sito web di Banca IMI - 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 Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

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

## Metodologia di valutazione

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

##### Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasnpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
<b> Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com