

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La Commissione Europea ha lasciato immutate le stime di crescita e ha alzato quelle di inflazione per l'Eurozona. Lo scenario previsionale ci appare un po' ottimistico, in particolare per quanto riguarda la Germania.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il dato più atteso sarà la stima flash degli indici PMI eurozona di febbraio, con il composito previsto in calo a 51,0 da 51,3, il manifatturiero a 47,6 da 47,9 e i servizi in flessione a 52,2 da 52,5. L'indice di fiducia dei consumatori eurozona potrebbe migliorare a -7,6 da -8,1 a febbraio, mentre l'indice belga BNB di fiducia economica è visto in calo a -2,7 da -2,0. Si attende anche il quadro finale dei dati sui prezzi al consumo, che dovrebbero confermare la stima flash.

I dati in uscita negli **Stati Uniti** riguardano le prime indagini del manifatturiero di febbraio, che dovrebbero mantenere indicazioni di attività poco più che stagnante. I nuovi cantieri residenziali e le vendite di case esistenti di gennaio dovrebbero correggere dai livelli molto elevati di dicembre, spinti anche dal clima mite di fine 2019. I verbali della riunione del FOMC di gennaio dovrebbero confermare un diffuso consenso per la fase di pausa sui tassi e il monitoraggio degli effetti dell'epidemia di nCoV.

14 febbraio 2020

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

**Luca Mezzomo**  
Responsabile

**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

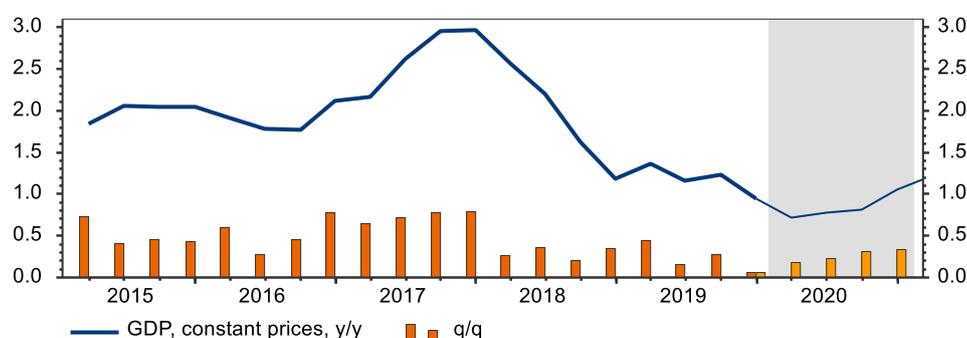
**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

**Guido Valerio Ceoloni**  
Economista - Area euro

**Andrej Arady**  
Economista - Area euro

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

**Eurozona: crescita del PIL quasi ferma nel 4° trimestre 2019. Crescita tendenziale attesa in ulteriore frenata nel trimestre corrente**



Fonte: Eurostat

## Il punto

La Commissione Europea ha lasciato immutate le stime di crescita e ha alzato quelle di inflazione per l'Eurozona. Lo scenario previsionale ci appare un po' ottimistico, in particolare per quanto riguarda la Germania.

- Nel suo aggiornamento invernale delle previsioni ([European Economic Forecast – Winter 2020](#)), la Commissione Europea non ha modificato la stima di crescita reale dell'Eurozona nel 2020-21, che resta a 1,2% per entrambi gli anni; invece, ha rivisto al rialzo le proiezioni di inflazione a 1,3% nel 2020 e a 1,4% nel 2021, modifica in parte attribuibile all'innalzamento delle ipotesi sul prezzo del petrolio rispetto a novembre.
- I tempi di elaborazione hanno probabilmente impedito di effettuare un'analisi di impatto dell'epidemia cinese di COVID-19: la Commissione si limita a segnalare che ipotizza un impatto negativo concentrato nel 1° trimestre, con ricadute globali limitate; in effetti, la previsione di variazione trimestrale del PIL riaccelera a 0,2% nel 1° trimestre e a 0,3% nel 2°, dopo la piccola sorpresa negativa del 4° trimestre 2019 (+0,1% t/t).
- La Commissione prevede ancora una riaccelerazione della crescita tedesca a 1,1%, di cui 4 decimi dovuti al maggior numero di giorni lavorativi; anche scorporando tale effetto, la proiezione è superiore alla nostra, ed è stata sorprendentemente rivista al rialzo rispetto all'autunno scorso di un decimo.
- Per l'Italia, la previsione 2020 è stata invece tagliata a 0,3%, e viene segnalata la presenza di pronunciati rischi verso il basso. Una revisione al ribasso ha interessato anche la Francia, da 1,3 a 1,1%. Al contrario, la Commissione ha pubblicato stime in rialzo per Spagna (1,6%) e Belgio (1,2%). In Spagna, la variazione trimestrale è proiettata stabilmente a 0,4% t/t per tutto il 2020.
- **Lo scenario appare nel complesso un po' ottimistico** riguardo alle prospettive di crescita nell'anno in corso, soprattutto alla luce dei fattori negativi che potrebbero pesare sul primo trimestre e della svolta in negativo della produzione di beni intermedi a fine 2019. Prevediamo nel 2020 una crescita dell'eurozona di 0,9% - anche se il gap si riduce considerando aggregati omogenei rispetto alla correzione per i giorni lavorativi. Al momento, la differenza è soltanto di un decimo, ma non escludiamo di apportare una limatura alla nostra previsione per il 2020T1, attualmente a 0,2% t/t.
- Per quanto concerne gli effetti dell'epidemia cinese di **COVID-19**, le notizie locali confermano una ripresa dell'attività graduale dopo le festività, ma comunque molto più lenta rispetto alla norma. Quindi, l'impatto negativo sul primo trimestre ci sarà, e sarà significativo. Statisticamente, la produzione industriale tedesca riflette le variazioni del PMI manifatturiero cinese con la massima intensità dopo tre mesi, sicché le ripercussioni di un calo avvenuto a febbraio potrebbero sentirsi fino alla primavera. La Germania è il paese dell'Eurozona largamente più esposto alla possibile riduzione transitoria della domanda cinese: una contrazione del 5% dell'import cinese di beni inciderebbe per lo 0,15% sul PIL tedesco, mentre gli effetti diretti sarebbero soltanto di 0,04-0,05% in Francia, Italia e Belgio. Tuttavia, la correlazione fra produzione manifatturiera italiana e tedesca è molto alta sia su base trimestrale, sia su base annua: quindi, una mancata ripresa in Germania si rifletterebbe negativamente anche sull'Italia, che non può contare su un particolare dinamismo della domanda finale interna.
- Riguardo alle **politiche fiscali**, la Commissione valuta "limitato" l'impatto del Green Deal sulla crescita del prossimo biennio, in quanto "le fasi di pianificazione, finanziamento e implementazione prenderanno tempo". Invece, lo scenario è positivamente influenzato dall'allentamento della politica fiscale in Germania: nello specifico, l'abolizione della sovrattassa di solidarietà nel 2021 e l'aumento degli investimenti pubblici. Gli investimenti del settore pubblico sono visti in aumento anche in altri paesi dell'area.

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il dato più atteso sarà la stima flash degli indici PMI eurozona di febbraio, con il composito previsto in calo a 51,0 da 51,3, il manifatturiero a 47,6 da 47,9 e i servizi in flessione a 52,2 da 52,5. L'indice di fiducia dei consumatori eurozona potrebbe migliorare a -7,6 da -8,1 a febbraio, mentre l'indice belga BNB di fiducia economica è visto in calo a -2,7 da -2,0. Si attende anche il quadro finale dei dati sui prezzi al consumo, che dovrebbero confermare la stima flash.

I dati in uscita negli **Stati Uniti** riguardano le prime indagini del manifatturiero di febbraio, che dovrebbero mantenere indicazioni di attività poco più che stagnante. I nuovi cantieri residenziali e le vendite di case esistenti di gennaio dovrebbero correggere dai livelli molto elevati di dicembre, spinti anche dal clima mite di fine 2019. I verbali della riunione del FOMC di gennaio dovrebbero confermare un diffuso consenso per la fase di pausa sui tassi e il monitoraggio degli effetti dell'epidemia di nCoV.

### Lunedì 17 febbraio

#### Area euro

- L'agenda dell'**Eurogruppo** comprende una discussione sul BICC (lo strumento di bilancio per la convergenza e la competitività); più precisamente, su una "relazione che copre la necessità, il contenuto, le modalità e le dimensioni di un eventuale accordo intergovernativo sul BICC". Inoltre, l'Eurogruppo esaminerà le raccomandazioni per il 2020 rivolte all'area dell'euro dalla Commissione e discuterà le proposte di revisione delle regole fiscali avanzate dalla Commissione.

#### Stati Uniti

- Mercati chiusi per festività.

### Martedì 18 febbraio

#### Area euro

- **Germania**. Ci aspettiamo per febbraio un calo dell'**indice ZEW** delle aspettative, dopo tre mesi di risalita. L'indice dovrebbe riflettere l'impatto dell'epidemia di 2019-nCoV in Cina e le conseguenze sul commercio internazionale. Anche gli ultimi dati sull'attività economica, con valori al di sotto delle aspettative, potrebbero influenzare al ribasso il dato di febbraio. Prevediamo che l'indice ZEW di fiducia economica passi a 14,3 punti, da 26,7 di gennaio, restando, tuttavia, al di sopra del valore di dicembre. L'indice della situazione corrente dovrebbe calare solo marginalmente, toccando -12,5 punti, da -9,5 precedente.

#### Stati Uniti

- L'indice **Empire** della NY Fed è previsto a 4,5 a febbraio da 4,8, all'interno dell'intervallo di fluttuazione visto nella parte finale del 2019. Lo spaccato dell'indagine potrebbe dare qualche segno di indebolimento sulla scia del blocco produttivo del 737 MAX di Boeing e di gran parte del settore manifatturiero cinese frenato dall'epidemia di coronavirus. A gennaio, prima dello scoppio dell'epidemia, l'indice delle condizioni di attività a 6 mesi aveva segnato una modesta flessione e confermato un trend discendente in atto dal 2018. Anche al netto di Boeing e del n-cov, il manifatturiero è stagnante, con una dinamica occupazionale circa nulla in media da metà 2019.

### Mercoledì 19 febbraio

#### Stati Uniti

- I **nuovi cantieri** a gennaio dovrebbero calare a 1,410 mln da 1,608 mln di dicembre. Il balzo di dicembre, in parte spiegato dal clima mite, dovrebbe essere corretto solo parzialmente a gennaio, un altro mese straordinariamente caldo. Le **licenze** sono previste in aumento a

1,450 mln da 1,420 mln. L'edilizia residenziale continua a essere sostenuta dal calo dei tassi sui mutui e dal mercato del lavoro solido.

- Il **PPI** a gennaio è atteso in aumento di 0,1% m/m, con un contributo negativo dei prezzi dell'energia, in calo in seguito alla flessione della domanda cinese frenata dall'epidemia di coronavirus. L'indice core dovrebbe aumentare di 0,2% m/m, in linea con il trend recente, confermando l'assenza di pressioni inflazionistiche.
- I **verbali della riunione del FOMC** di gennaio dovrebbero confermare la fase di pausa dei tassi e di dibattito sulla revisione della strategia e degli strumenti di politica monetaria. I verbali non dovrebbero contenere significative novità, dato che la pubblicazione segue quella del Monetary Policy Report e le audizioni di Powell in Congresso. I verbali dovrebbero segnalare cauto ottimismo sullo scenario macroeconomico, con una valutazione di rischi più contenuti su politica commerciale e crescita globale, ma anche il riconoscimento della nuova incertezza collegata agli effetti dell'epidemia di n-cov. La discussione sulla politica monetaria dovrebbe mostrare consenso generalizzato per l'attuale pausa, ma ancora opinioni diverse riguardo alla prevalenza dei rischi (alcuni preoccupati per l'inflazione sempre bassa, altri per i rischi di instabilità finanziaria legati a tassi molto bassi). Nella discussione sulla strategia di politica monetaria dovrebbe emergere qualche indicazione riguardo al regime di "riserve ampie" desiderato nel medio termine e alla futura politica del bilancio. Il messaggio complessivo dovrebbe essere fra neutrale e dovish, con la conferma di rischi prevalentemente orientati verso il basso, anche se in parte diversi da quelli prevalenti a fine 2019.

## Giovedì 20 febbraio

### Area euro

- **Francia.** La seconda lettura dovrebbe confermare che a gennaio **l'inflazione** è rimasta stabile all'1,5% sull'indice nazionale e all'1,6% su quello armonizzato. La variazione mensile sarà confermata a -0,4% m/m sull'indice nazionale e a -0,5% m/m su quello armonizzato.
- **Area euro.** La stima flash di febbraio dovrebbe indicare un miglioramento dell'indice di **fiducia dei consumatori** elaborato dalla **Commissione Europea** a -7,6 da -8,1. L'indice è di oltre mezzo punto più basso rispetto allo stesso periodo del 2019, ed era rimasto stabile in gennaio.

### Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a febbraio è previsto in calo a 12 da 17 di gennaio. Fra le varie indagini del manifatturiero, quella della Philadelphia Fed si è mantenuta su livelli più elevati, con segnali di espansione più rapida rispetto agli altri indicatori. Pertanto, la previsione per il Philly Fed è di correzione verso livelli coerenti con attività poco più che stagnante.

## Venerdì 21 febbraio

### Area euro

- **Area euro.** Ci attendiamo che la **stima flash** del **PMI manifatturiero** mostri in febbraio un leggero calo a 47,6 da 47,9 di gennaio. L'indice dovrebbe rimanere per il tredicesimo mese in territorio recessivo. Anche il **PMI dei servizi** è atteso in leggera flessione a 52,2 da 52,5 di gennaio, restando in territorio positivo. Il **PMI composito** dovrebbe scendere da 51,3 precedente a 51,0, posizionandosi ancora di poco sopra la soglia di non cambiamento di 50,0. L'indagine congiunturale di febbraio dovrebbe riflettere l'impatto dell'epidemia di 2019-nCoV in Cina: il blocco dei voli da e per il paese asiatico e il blocco delle attività in alcune delle sue regioni, potrebbero influenzare negativamente i PMI della produzione e dei servizi dell'area euro.

- **Germania.** Ci attendiamo che la stima flash degli **indici PMI** mostrati in febbraio un leggero calo. L'indagine congiunturale potrebbe essere influenzata negativamente dall'impatto dell'epidemia di 2019-nCoV in Cina, potenzialmente dannosa per un'economia con forti esportazioni verso il paese asiatico come quella tedesca. Il **PMI composito** dovrebbe scendere di due decimi a 51,0, rimanendo in territorio espansivo. Il **PMI manifatturiero** è previsto in calo di un decimo a 45,2, mentre i **servizi** dovrebbero scendere a 54,0 da 54,2 precedente.
- **Area euro.** La stima finale dovrebbe confermare che a gennaio **l'inflazione** è salita di un decimo all'1,4%. L'indice core sulla misura preferita dalla BCE dovrebbe essere confermato in rallentamento di un decimo a 1,3%, mentre quello al netto di alimentari, energia, alcol e tabacco è visto in rallentamento all'1,1% da 1,3%. Su base mensile, i prezzi dovrebbero essere calati dell'1,0% m/m, dopo il +0,3% m/m rilevato di dicembre. Nella prima metà dell'anno l'inflazione è attesa rallentare ulteriormente.
- **Italia.** La **seconda stima sui prezzi al consumo** di gennaio dovrebbe confermare la lettura preliminare ovvero mostrare che l'inflazione è salita a 0,6% a/a dallo 0,5% precedente in base all'indice NIC, mentre è rimasta stabile allo 0,5% a/a in termini armonizzati UE (nel mese, i prezzi sarebbero aumentati di +0,2% m/m sull'indice nazionale e diminuiti di -1,7% m/m sull'IPCA, che tiene conto dei saldi invernali). Pressioni al ribasso sono arrivate dalle spese per tempo libero e cultura, mentre gli alimentari hanno registrato rincari superiori al previsto. Anche l'inflazione di fondo dovrebbe essere confermata in marginale aumento, a 0,8% a/a da 0,7% di dicembre (ritmo più elevato da agosto 2018). Non pensiamo che il trend al rialzo possa continuare nei prossimi mesi: stimiamo un'inflazione invariata a febbraio e poi in calo da marzo (e su livelli inferiori a quelli attuali nei mesi primaverili). Nelle nostre stime, il CPI italiano risulterà poco variato in media annua nel 2020 rispetto al livello del 2019 (0,6%).
- **Belgio.** A febbraio l'indice di **fiducia economica** elaborato dalla **Banca del Belgio** è visto in correzione a -2,7 da -2,0 di gennaio. Il mese scorso il miglioramento delle condizioni nel manifatturiero e nel commercio al dettaglio avevano contribuito alla risalita dell'indice. A febbraio prevediamo che una normalizzazione del morale nel comparto manifatturiero riporti l'indice più in linea alla media trimestrale (-3,9).

### Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a gennaio sono attese in flessione a 5,40 mln da 5,54 mln di dicembre, con un ritorno verso i livelli della prima parte dell'autunno. A dicembre, le vendite erano aumentate del 3,6% m/m, toccando il massimo da febbraio 2018 e portando le scorte di case invendute sul minimo da quando esiste la serie (3 mesi) e spingendo ulteriormente verso l'alto i prezzi. I contratti di compravendita, ottimi previsorio delle vendite del mese successivo, hanno registrato un'ampia correzione a dicembre e puntano a una riduzione delle vendite di case esistenti verso i livelli medi di ottobre-novembre. La scarsità di offerta e i prezzi elevati dovrebbero più che controbilanciare il continuo calo dei tassi sui mutui nei prossimi mesi.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (17-21 febbraio)

| Data     | Ora   | Paese | Dato                                       | *  | Periodo | Precedente | Consenso | Intesa Sanpaolo |
|----------|-------|-------|--|----|---------|------------|----------|-----------------|
| Lun 17/2 | 00:50 | GIA   | PIL t/t, ann. prelim                       | *  | T4      | 1.8        | %        | -3.7            |
|          | 00:50 | GIA   | PIL t/t prelim.                            | *  | T4      | 0.5        | %        | -0.9            |
|          | 05:30 | GIA   | Produzione industriale m/m finale          |    | dic     | prel 1.3   | %        |                 |
| Mar 18/2 | 10:30 | GB    | Tasso di disoccupazione ILO                |    | dic     | 3.8        | %        | 3.8             |
|          | 10:30 | GB    | Retribuzioni medie                         |    | dic     | 3.2        | %        | 3.1             |
|          | 11:00 | GER   | ZEW (Sit. corrente)                        |    | feb     | -9.5       |          | -10.0           |
|          | 11:00 | GER   | ZEW (Sentiment econ.)                      | ** | feb     | 26.7       |          | 20.4            |
|          | 14:30 | USA   | Indice Empire Manufacturing                | *  | feb     | 4.8        |          | 4.5             |
|          | 16:00 | USA   | Indice Mercato Immobiliare NAHB            |    | feb     | 75         |          | 74              |
|          | 22:00 | USA   | Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)  |    | dic     | 22.9       | Mld \$   |                 |
| Mer 19/2 | 00:50 | GIA   | Ordinativi di macchinari m/m               |    | dic     | 18.0       | %        | -9.0            |
|          | 00:50 | GIA   | Bilancia commerciale                       |    | gen     | -154.6     | Mld ¥    | -1694.9         |
|          | 10:30 | GB    | CPI a/a                                    | *  | gen     | 1.3        | %        | 1.4             |
|          | 10:30 | GB    | CPI m/m                                    |    | gen     | 0.0        | %        | -0.5            |
|          | 14:30 | USA   | PPI m/m                                    |    | gen     | 0.1        | %        | 0.2             |
|          | 14:30 | USA   | PPI (escl. alimentari, energia) m/m        | *  | gen     | 0.1        | %        | 0.2             |
|          | 14:30 | USA   | Licenze edilizie                           |    | gen     | 1.420      | Mln      | 1.450           |
|          | 14:30 | USA   | Nuovi cantieri residenziali                | *  | gen     | 1.608      | Mln      | 1.390           |
| Gio 20/2 | 08:00 | GER   | PPI m/m                                    |    | gen     | 0.1        | %        |                 |
|          | 08:00 | GER   | PPI a/a                                    |    | gen     | -0.2       | %        |                 |
|          | 08:00 | GER   | Fiducia consumatori                        |    | mar     | 9.9        |          | 9.8             |
|          | 08:45 | FRA   | IPCA a/a finale                            |    | gen     | prel 1.6   | %        | 1.6             |
|          | 08:45 | FRA   | CPI m/m Ex Tob                             | *  | gen     | 0.5        | %        |                 |
|          | 08:45 | FRA   | IPCA m/m finale                            | *  | gen     | prel -0.5  | %        | -0.5            |
|          | 10:30 | GB    | Vendite al dettaglio m/m                   | *  | gen     | -0.6       | %        | 0.4             |
|          | 10:30 | GB    | Vendite al dettaglio a/a                   |    | gen     | 0.9        | %        | 0.4             |
|          | 14:30 | USA   | Richieste di sussidio                      |    | settim  | 205        | x1000    |                 |
|          | 14:30 | USA   | Indice Philadelphia Fed                    | *  | feb     | 17.0       |          | 10.0            |
|          | 16:00 | USA   | Indice anticipatore m/m                    |    | gen     | -0.3       | %        | 0.4             |
|          | 16:00 | EUR   | Fiducia consumatori flash                  | *  | feb     | -8.1       |          | -8.0            |
| Ven 21/2 | 00:30 | GIA   | CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a            | *  | gen     | 0.7        | %        | 0.8             |
|          | 00:30 | GIA   | CPI (naz.) a/a                             | *  | gen     | 0.8        | %        |                 |
|          | 01:30 | GIA   | PMI manifatturiero prelim.                 |    | feb     | 48.8       |          |                 |
|          | 09:15 | FRA   | PMI servizi prelim.                        | *  | feb     | 51.0       |          | 50.9            |
|          | 09:15 | FRA   | PMI manifatturiero prelim.                 | *  | feb     | 51.1       |          | 50.5            |
|          | 09:30 | GER   | PMI servizi prelim.                        | *  | feb     | 54.2       |          | 54.0            |
|          | 09:30 | GER   | PMI manifatturiero prelim.                 | *  | feb     | 45.3       |          | 44.8            |
|          | 10:00 | ITA   | Ordini all'industria a/a                   |    | dic     | -4.3       | %        |                 |
|          | 10:00 | ITA   | Ordini all'industria m/m                   |    | dic     | -0.3       | %        |                 |
|          | 10:00 | ITA   | Fatturato industriale m/m                  |    | dic     | 0.0        | %        |                 |
|          | 10:00 | ITA   | Fatturato industriale a/a                  |    | dic     | 0.1        | %        |                 |
|          | 10:00 | EUR   | PMI composito prelim.                      | ** | feb     | 51.3       |          | 51.0            |
|          | 10:00 | EUR   | PMI manifatturiero prelim.                 | ** | feb     | 47.9       |          | 47.5            |
|          | 10:00 | EUR   | PMI servizi prelim.                        | ** | feb     | 52.5       |          | 52.1            |
|          | 10:30 | GB    | PMI manifatturiero prelim.                 | *  | feb     | 50.0       |          | 49.8            |
|          | 10:30 | GB    | PMI servizi prelim.                        | *  | feb     | 53.9       |          | 53.4            |
|          | 11:00 | ITA   | IPCA m/m finale                            | *  | gen     | prel -1.7  | %        | -1.7            |
|          | 11:00 | ITA   | IPCA a/a finale                            |    | gen     | prel 0.5   | %        | 0.5             |
|          | 11:00 | ITA   | Prezzi al consumo m/m finale               | *  | gen     | prel 0.2   | %        | 0.2             |
|          | 11:00 | ITA   | Prezzi al consumo a/a finale               |    | gen     | prel 0.6   | %        | 0.6             |
|          | 11:00 | EUR   | CPI a/a finale                             | *  | gen     | prel 1.4   | %        | 1.4             |
|          | 11:00 | EUR   | CPI m/m finale                             | *  | gen     | prel -1.0  | %        | -1.0            |
|          | 11:00 | EUR   | CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale |    | gen     | prel 1.3   | %        | 1.3             |
|          | 15:00 | BEL   | Indice ciclico BNB                         |    | feb     | -2.0       |          | -2.7            |
|          | 15:45 | USA   | Markit Composite PMI prelim.               |    | feb     | 53.3       |          |                 |
|          | 16:00 | USA   | Vendite di case esistenti (mln ann.)       |    | gen     | 5.54       | Mln      | 5.41            |

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 (17-21 febbraio)**

| <b>Data</b> | <b>Ora</b> | <b>Paese</b> | <b>* Evento</b>                                      |
|-------------|------------|--------------|--|
| Lun 17/2    | --         | EUR          | * Riunione Eurogruppo                                |
|             | 15:00      | EUR          | Discorso di Lane (BCE)                               |
|             | --         | USA          | Mercati chiusi per festività (Presidents' Day)       |
| Mar 18/2    | --         | EUR          | Riunione Ecofin                                      |
| Mer 19/2    | 14:10      | USA          | Discorso di Bostic (Fed)                             |
|             | 14:30      | USA          | Discorso di Mester (Fed)                             |
|             | 17:45      | USA          | Discorso di Kashkari (Fed)                           |
|             | 19:30      | USA          | Discorso di Kaplan (Fed)                             |
|             | 20:00      | USA          | * Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC  |
|             | 22:30      | USA          | Discorso di Barkin (Fed)                             |
| Gio 20/2    | 11:30      | EUR          | Discorso di Guindos (BCE)                            |
|             | 13:30      | EUR          | * Pubblicazione dei verbali della riunione della BCE |
|             | 19:20      | USA          | Discorso di Barkin (Fed)                             |
| Ven 21/2    | 15:35      | USA          | Discorso di Kaplan (Fed)                             |
|             | 16:15      | USA          | Discorso di Brainard (Fed)                           |
|             | 18:00      | EUR          | Discorso di Lane (BCE)                               |
|             | 19:30      | USA          | Discorso di Clarida (Fed)                            |
|             | 19:30      | GB           | Discorso di Tenreyro (BoE)                           |
|             | 19:30      | USA          | Discorso di Mester (Fed)                             |

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

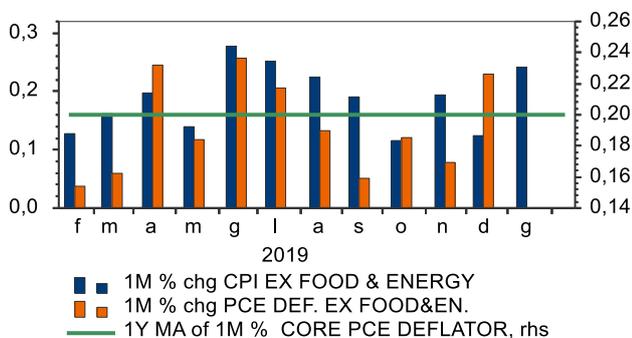
### Stati Uniti

| Dato                                  | Periodo | Precedente      | Consenso | Effettivo |
|---------------------------------------|---------|-----------------|----------|-----------|
| Richieste di sussidio                 | settim  | 203 (202) x1000 | 210      | 205       |
| CPI m/m                               | gen     | 0.2             | %        | 0.2       |
| CPI a/a                               | gen     | 2.3             | %        | 2.4       |
| CPI (escluso alimentari, energia) a/a | gen     | 2.3             | %        | 2.2       |
| CPI (escluso alimentari, energia) m/m | gen     | 0.1             | %        | 0.2       |
| Prezzi all'import m/m                 | gen     | 0.3             | %        | -0.2      |
| Vendite al dettaglio ex-auto m/m      | gen     | 0.7             | %        | 0.3       |
| Vendite al dettaglio m/m              | gen     | 0.3             | %        | 0.3       |
| Produzione industriale m/m            | gen     | -0.3            | %        | -0.2      |
| Impiego capacità produttiva           | gen     | 77.0            | %        | 76.8      |
| Scorte delle imprese m/m              | dic     | -0.2            | %        | 0.1       |
| Fiducia famiglie (Michigan) prelim    | feb     | 99.8            |          | 99.5      |

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Bloomberg

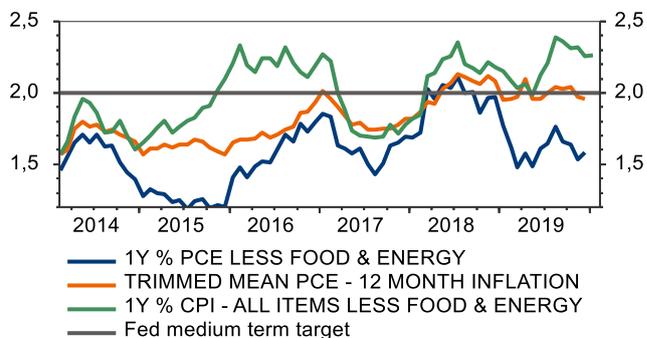
Il **CPI** a gennaio aumenta di 0,1% m/m (un arrotondamento verso il basso di 0,145% m/m) e l'inflazione sale a 2,5% a/a da 2,4% a/a di dicembre. La modesta accelerazione dell'inflazione headline è causata dall'effetto confronto con il 2019. L'energia segna un calo di -0,7% m/m. L'indice **core** è in rialzo di 0,2% m/m (0,242% m/m) e di 2,3% a/a. L'indice al netto di energia, alimentari e abitazione aumenta di 0,2% m/m; questa misura è stata identificata come rilevante per valutare le tendenze sottostanti dalla Fed di St Louis. I servizi ex-energia registrano un rialzo di 0,3% m/m, in linea con la variazione per il comparto abitazione. I beni core hanno prezzi in calo di -0,4% m/m. L'abbigliamento è in rialzo di 0,7% m/m (terzo aumento consecutivo), ma il comparto delle auto usate registra una nuova contrazione e i farmaci segnano un indebolimento. Nel complesso, non ci sono indicazioni di ripresa del trend dell'inflazione, che sarà frenata nei prossimi mesi dall'apprezzamento del dollaro e dal calo dei prezzi energetici.

### Prezzi core in aumento moderato...



Fonte: Refinitiv Datastream

### ...in linea con un'inflazione annua al massimo intorno al 2%



Fonte: Refinitiv Datastream

I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa l'8 febbraio sono poco variati, a 205 mila da 203 mila della settimana precedente, mantenendosi sui minimi da metà 1969 e confermando un mercato del lavoro vicino al pieno impiego.

### Regno Unito

| Dato                                | Periodo | Precedente            | Consenso | Effettivo |
|-------------------------------------|---------|-----------------------|----------|-----------|
| Bilancia commerciale (non UE - GBP) | dic     | 2.364 (1.734) Mld £   |          | 6.721     |
| Bilancia commerciale (totale - GBP) | dic     | -4.947 (-5.256) Mld £ | -10.000  | 0.845     |
| Produzione industriale m/m          | dic     | -1.1 (-1.2) %         | 0.3      | 0.1       |
| PIL t/t 1a stima                    | T4      | 0.5 (0.4) %           | 0.0      | 0.0       |

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Bloomberg

## Area euro

| Paese | Dato                          | Periodo | Precedente    | Consenso | Effettivo |
|-------|-------------------------------|---------|---------------|----------|-----------|
| EUR   | Produzione industriale m/m    | dic     | 0,0 (0,2)     | %        | -1,6 -2,1 |
| EUR   | PIL a/a 2a stima              | T4      | 1,2 (1,0)     | %        | 1,0 0,9   |
| EUR   | PIL t/t 2a stima              | T4      | 0,3 (0,1)     | %        | 0,1 0,1   |
| FRA   | Tasso di disoccupazione       | T4      | 8,5 (8,6)     | %        | 8,5 8,1   |
| GER   | CPI (Lander) m/m finale       | gen     | -0,6          | %        | -0,6 -0,6 |
| GER   | IPCA a/a finale               | gen     | 1,6           | %        | 1,6 1,6   |
| GER   | CPI (Lander) a/a finale       | gen     | 1,7           | %        | 1,7 1,7   |
| GER   | IPCA m/m finale               | gen     | -0,8          | %        | -0,8 -0,8 |
| GER   | PIL s.a. t/t prelim           | T4      | 0,2 (0,1)     | %        | 0,1 0,0   |
| GER   | PIL s.a. a/a prelim           | T4      | 0,6 (0,5)     | %        | 0,4 0,4   |
| ITA   | Produzione industriale m/m    | dic     | 0,0 (0,1)     | %        | -0,5 -2,7 |
| ITA   | Bilancia commerciale (EU)     | dic     | 0.720 (0.702) | Mld €    | -0.748    |
| ITA   | Bilancia commerciale (totale) | dic     | 4.890 (4.872) | Mld €    | 5.013     |
| SPA   | IPCA a/a finale               | gen     | 1,1           | %        | 1,1 1,1   |

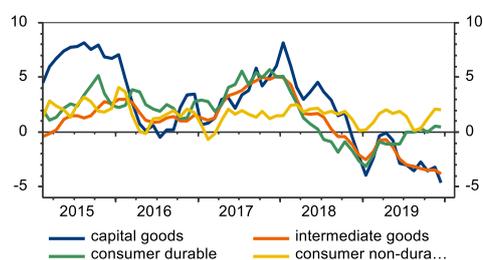
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Bloomberg

**Area euro.** La crescita del PIL nel 4° trimestre 2019 è stata confermata a 0,1% t/t e 0,9% a/a, come nella stima flash. La variazione media annua del PIL nel 2019 è stata preliminarmente indicata da Eurostat in 1,2%.

**Area euro.** L'**occupazione** è cresciuta di 0,3% t/t e 1,0% a/a nel 4° trimestre 2019. La crescita occupazionale ha raggiunto il picco fra 2017 e 2018, ma resta elevata rispetto alla dinamica del PIL.

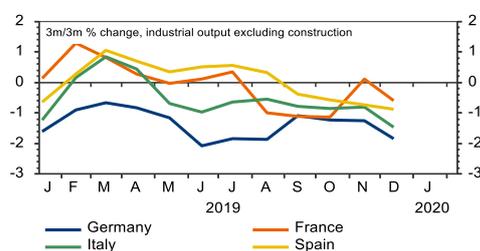
**Area euro.** La **produzione industriale** a dicembre è calata di **-2,1% m/m**, dopo essere rimasta stabile nel mese di novembre. A livello settoriale, il calo più marcato si è avuto nella produzione di beni di investimento (-4,0% m/m), ed in quella di beni intermedi (-1,7% m/m). La variazione annua è passata a **-3,5% a/a** dal -1,7% a/a precedente, con la Germania che ha registrato uno dei valori più bassi tra i paesi dell'Eurozona. L'**output** ha chiuso il trimestre con una flessione di -1,4% t/t, ancora più marcata di quella vista nei due trimestri precedenti. Un rimbalzo della produzione industriale è probabile in gennaio, ma in seguito i segnali incoraggianti usciti dalle indagini congiunturali di gennaio, rischiano di essere spiazzati dagli effetti negativi del blocco delle attività in alcune regioni della Cina, intrapreso per limitare l'impatto dell'epidemia di 2019-nCoV nel paese asiatico.

**Produzione industriale: variazione per destinazione finale dei beni (a/a, media mobile trimestrale)**



Fonte: Eurostat

**Produzione industriale: variazione 3m/3m nei principali paesi dell'Eurozona**



Fonte: Eurostat

**Germania.** La stima flash del **PIL** nel 4° trimestre ha mostrato una crescita nulla (contro una stima di consenso a +0,1% t/t), per una variazione tendenziale di 0,3% a/a. L'istituto di statistica riporta che nel trimestre c'è stato un marcato rallentamento dei consumi sia privati che pubblici, e un calo considerevole degli investimenti in macchinari e attrezzature; il commercio estero ha contribuito negativamente, con una flessione per l'export e un aumento dell'import. La tendenza

annua (corretta per gli effetti di calendario) è rallentata a 0,4% da 0,6% precedente (rivisto al rialzo di un decimo). Per il 2020, ci aspettiamo una crescita media annua invariata rispetto al 2019, che beneficia di un effetto di trascinarsi di 0,1% dal 2019. La proiezione non corretta per i giorni lavorativi (comparabile con quella della Commissione) è pari a 0,9%. I rischi, specie sulla prima parte dell'anno, restano verso il basso.

**Germania.** La **seconda stima dell'inflazione** di gennaio ha confermato la lettura preliminare. L'indice armonizzato è salito dell'1,6% a/a dall'1,5% di dicembre, mentre quello nazionale dell'1,7% a/a dall'1,5% precedente. Gli aumenti sono guidati da effetti statistici legati ai prezzi dell'energia. L'indice nazionale al netto dei prezzi dell'energia, infatti, è rimasto stabile all'1,5% a/a. Sul mese, i prezzi sono calati per effetto di fattori stagionali e per la riduzione dell'IVA sui biglietti ferroviari per gli spostamenti su lunghe tratte, il cui prezzo è calato del 10%.

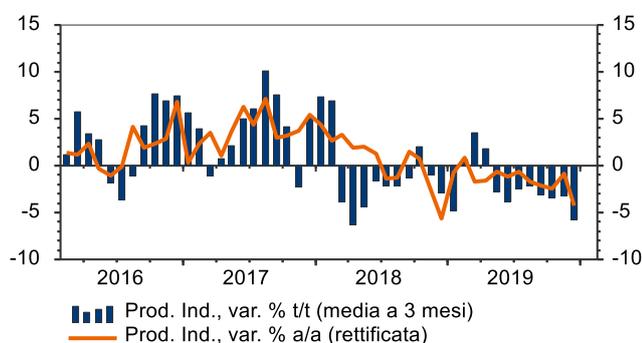
**Francia.** La **disoccupazione** migliora oltre le attese nel quarto trimestre 2019, con il livello che scende a 8,1% da 8,5% (dato quest'ultimo rivisto al ribasso di un decimo da 8,6%). Il dato è un minimo da inizio 2009 e segna un notevole miglioramento del mercato del lavoro francese in particolare perché è accompagnato da un aumento dell'occupazione. Nel trimestre i senza lavoro sono calati di 85mila unità ora a 2,4 milioni di persone. Il calo più cospicuo è concentrato nelle fasce 25-49 anni e oltre 50 anni, mentre aumenta nella fascia dei più giovani (15-24 anni). Il tasso di occupazione è salito nel quarto trimestre da 65,2% a 65,9%, con una crescita particolarmente accentuata nella fascia 55-64 anni, ma anche nella fascia 25-49 l'aumento è apprezzabile. L'occupazione rimane invece invariata nella fascia dei più giovani (15-24 anni). I contratti a tempo indeterminato sono aumentati dello 0,2% t/t nell'ultimo trimestre ma sono stabili in termini annui. L'indagine di fine 2019 quindi è positiva ed evidenzia che le politiche di collocamento attivo inaugurate da Macron cominciano a dare frutti, anche perché gli aumenti dell'occupazione nella fascia di età più alta sono spiegati in buona misura dalle politiche di ricollocamento attivo dello Stato. Il dato di fine 2019 abbassa di un decimo la media annua a 8,4% da 8,5%. Nel 2019 quindi la disoccupazione è calata di 0,6. Sebbene a marzo sia possibile registrare un rimbalzo della disoccupazione, in media annua quest'anno la disoccupazione è vista in calo ora all'8,2%.

**Paesi Bassi.** Nell'ultimo trimestre 2019 la stima flash indica che il **PIL** ha mantenuto una velocità di crociera di 0,4% t/t come nei precedenti tre trimestri, rispetto alla stima di 0,3% t/t previsto dal consenso. In termini annui, la crescita rallenta all'1,6% dall'1,8%. Sulla base dei dati disponibili, la spesa per consumi è cresciuta in modo inaspettato di 0,7% t/t da 0,1% t/t così come gli investimenti fissi sono rimbalzati all'1,2% t/t da -0,2% t/t riportandosi su livelli simili a quelli del secondo trimestre. Complessivamente, la domanda interna ha stupito al rialzo, dando un contributo di 0,6 da 0,1 precedente. Il canale estero ha anch'esso dato un contributo marginalmente positivo, a 0,1, in rallentamento da 0,2 di settembre: le importazioni sono cresciute solo di 0,6% t/t da 1,1% t/t mentre l'export è stato più forte del previsto, a +0,7% t/t da 1,2% t/t. Pertanto, nel 2019 l'economia è cresciuta dell'1,7% circa un punto in meno rispetto al 2018. Per l'anno in corso prevediamo un rallentamento del PIL verso l'1,3%.

**Italia.** La **produzione industriale è calata assai più del previsto a dicembre**, di ben -2,7% m/m, dopo la stabilità di novembre (dato rivisto al ribasso rispetto a +0,1% m/m della prima stima). **Il dato è stato di molto inferiore alle attese di consenso** (-0,6% m/m). **Su base annua (corretta per gli effetti di calendario), l'output è sceso in territorio ancor più negativo**, a -4,3% da -0,8% precedente (sui dati corretti per gli effetti di calendario). Si tratta di un minimo da 12 mesi. **Nell'intero 2019, la produzione industriale si è contratta di -1,3%:** è un minimo dal 2013. **Anche il dettaglio non è confortante.** Tutti i raggruppamenti principali di industrie hanno registrato una flessione congiunturale circa in linea con la media (si va dal -2,3% m/m dei beni strumentali al -2,9% m/m dei beni di consumo durevoli), risultando in calo su base annua (particolarmente colpiti sono i beni intermedi: -6,6% a/a). Tutti i settori di attività hanno fatto segnare una contrazione sul mese (spicca il -6,2% m/m di gomma e materie plastiche), e solo 3 comparti (su un totale di 15) risultano in progresso tendenziale: computer ed elettronica (+5,3%), alimentari

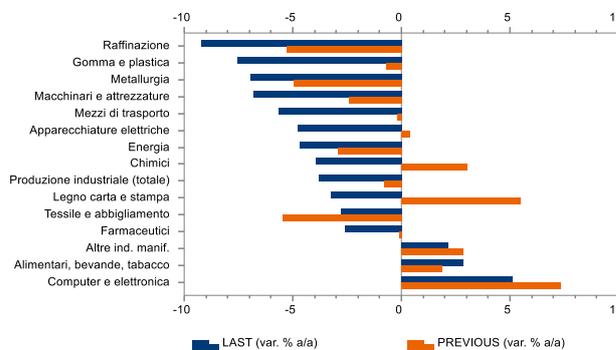
(+2,9%) e farmaceutici (+1,1%). **C'è da ricordare che, nello stesso mese, una flessione all'incirca della stessa entità è stata registrata sia in Germania (-2,5% m/m) che in Francia (-2,8% m/m).** Ciò suggerisce che possano aver inciso fattori di calendario, in particolare l'effetto "ponte" connesso con il posizionamento del giorno 27 (un venerdì). In tal senso, **ci aspettiamo un rimbalzo congiunturale nel mese di gennaio.** In ogni caso, **gli indicatori anticipatori ancora non segnalano una tendenza espansiva per l'industria:** a gennaio, l'indagine Istat ha mostrato un miglioramento, ma solo moderato, e l'indice PMI manifatturiero è rimbalzato, rimanendo però in territorio recessivo per il 16° mese consecutivo. Inoltre, **sia i dati reali sull'industria che le indagini ancora non includono l'effetto del nuovo shock idiosincratice che si è abbattuto sul settore manifatturiero a livello globale,** ovvero gli effetti del 2019-nCoV, che potrebbero spostare in avanti (riteniamo, di non più di qualche mese) il punto di svolta per l'attività economica nell'industria.

**Il trend di fondo per l'attività produttiva nell'industria resta debole**



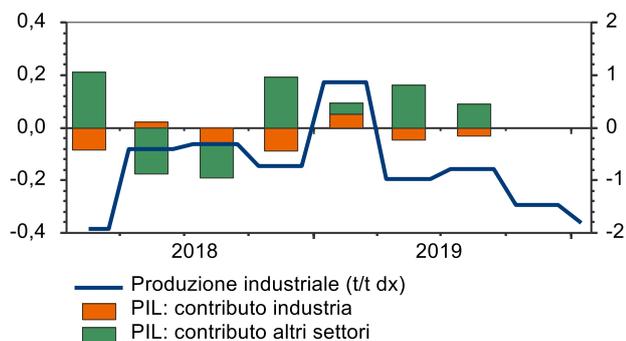
Fonte: Refinitiv Datastream

**Solo pochi settori si mantengono in progresso su base annua**



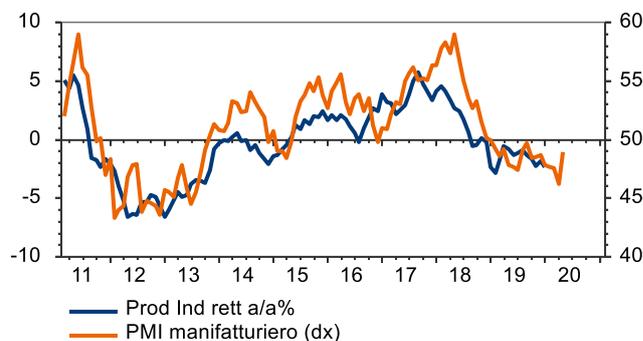
Fonte: Refinitiv Datastream

**L'industria è ancora un freno per il PIL**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Le indagini ancora non segnalano una svolta in senso espansivo**

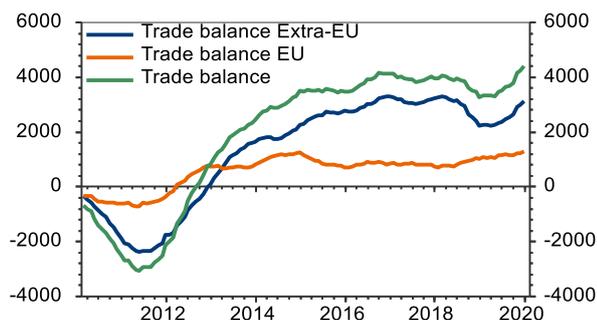


Fonte: Refinitiv Datastream

**Italia. I dati di dicembre sul commercio estero mostrano una flessione per le esportazioni (-0,9% m/m, dopo il -4,2% m/m di novembre), a fronte di un aumento per le importazioni (+0,8% m/m dopo la sostanziale stabilità del mese precedente).** Entrambi i flussi risultano in recupero su base annua, ma l'export è in progresso tendenziale (+4,2% a/a) mentre l'import resta in calo (-2,2% a/a). Dal lato degli acquisti dall'estero si nota una divergenza sia su base congiunturale che tendenziale tra Paesi Ue (in crescita) e Paesi extra-Ue (in calo). Nel mese si registra un significativo aumento solo per l'export di beni di consumo durevoli (+2,8% m/m) e per l'import di beni strumentali (+9,3% m/m). Tra i principali comparti, fanno segnare un progresso a doppia cifra su base annua i farmaceutici (+23,9%), gli articoli in pelle (+15,9%), l'abbigliamento (+13,7%) e gli

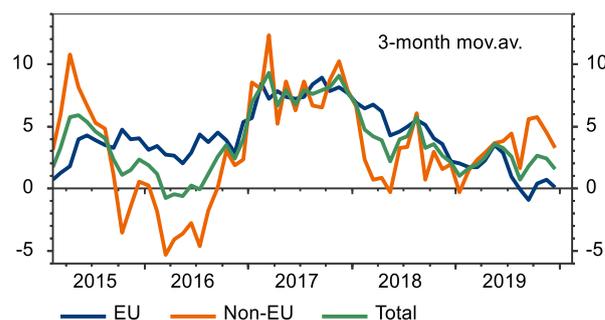
alimentari (+10,4%). Tra i mercati di sbocco, spiccano Giappone (+22,2% a/a), Cina (+21,2%), Svizzera (+19,3%), Turchia (+18,2%) e Belgio (+16,7%), mentre si nota una flessione delle vendite verso gli Stati Uniti (-7,7%). Nell'anno 2019, l'avanzo commerciale è salito a 52,9 miliardi (dai 39,3 mld del 2018); al netto dei prodotti energetici, il surplus ha raggiunto i 91,4 miliardi (erano 81 nel 2018). Nell'ultimo trimestre del 2019, il commercio estero ha contribuito al PIL (l'export è aumentato di 0,9% t/t, l'import è calato di -1,7% t/t). Tuttavia, l'inizio del 2020 potrebbe vedere una nuova battuta d'arresto, sulla scia degli effetti del coronavirus Covid-19.

#### Avanzo commerciale sui massimi storici



Fonte: Refinitiv Datastream

#### Export in rallentamento nell'ultimo mese del 2019

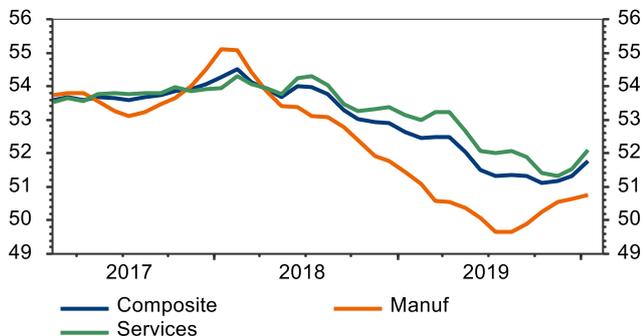


Fonte: Refinitiv Datastream

**Italia.** Il **debito delle amministrazioni pubbliche** è salito a 2.409,2 miliardi a fine 2019 (era pari a 2.380,6 miliardi a fine 2018). Nelle nostre stime, il rapporto debito/PIL sarebbe salito al 135,2% del PIL, dal 134,8% del 2018. L'aumento del debito nel 2019 (28,7 miliardi) è stato inferiore al fabbisogno delle amministrazioni pubbliche (35,2 miliardi) grazie alla lieve riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro (2,2 miliardi, a 32,9) e all'effetto complessivo degli scarti e dei premi all'emissione e al rimborso, della rivalutazione dei titoli indicizzati all'inflazione e della variazione del cambio, che ha diminuito il debito per 4,4 miliardi. Il debito consolidato delle amministrazioni centrali è cresciuto di 32,1 miliardi, a 2.324,8, mentre quello delle amministrazioni locali è diminuito di 3,4 miliardi, a 84,4; il debito degli enti di previdenza è rimasto sostanzialmente stabile. Lo scorso dicembre la durata media del debito era pari 7,3 anni, invariata rispetto a fine 2018. Nel corso del 2019 la quota di debito detenuta da non residenti è tornata ad aumentare, collocandosi a fine novembre al 31,4% (dal 28,6% di fine 2018).

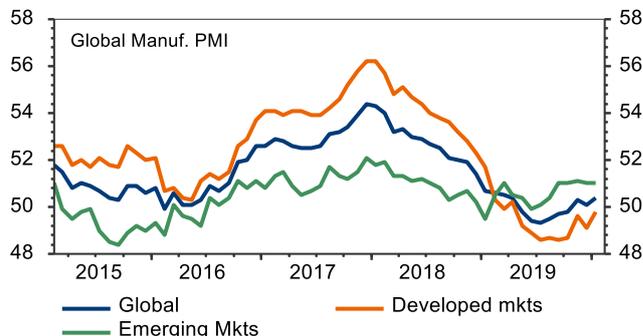
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



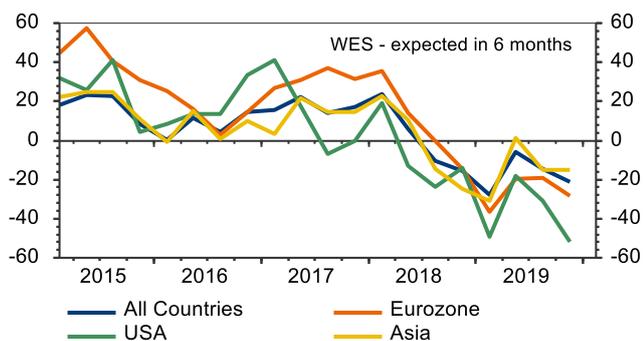
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



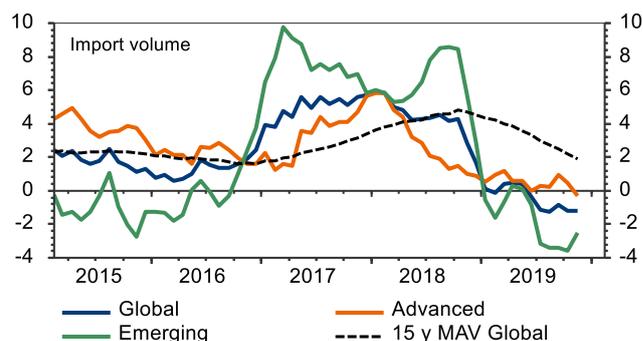
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Ifo: WES, aspettative a 6 mesi



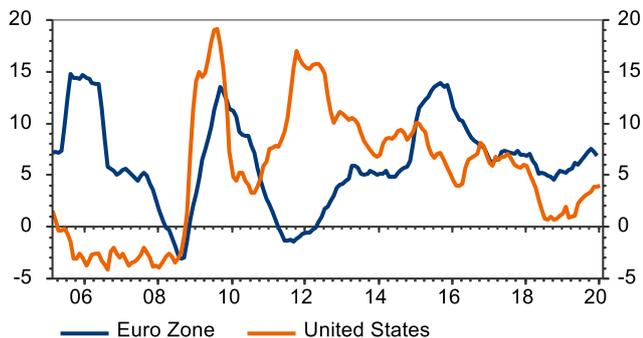
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

### Andamento del commercio mondiale



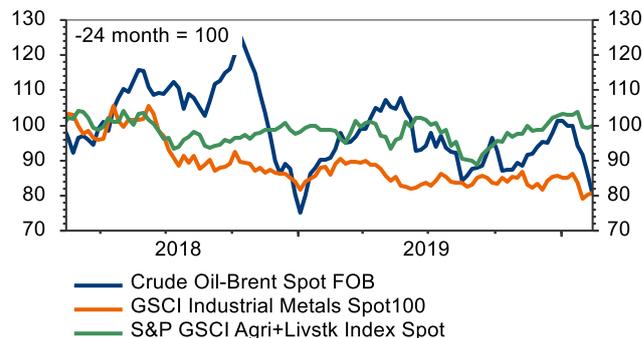
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

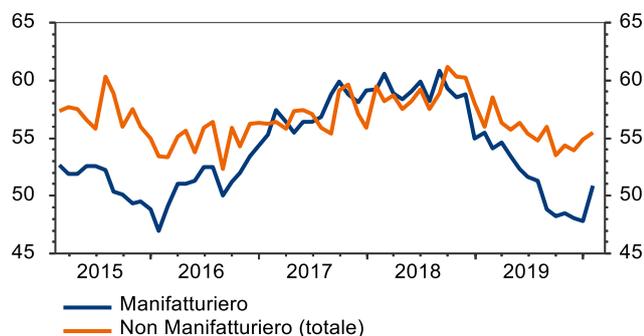
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

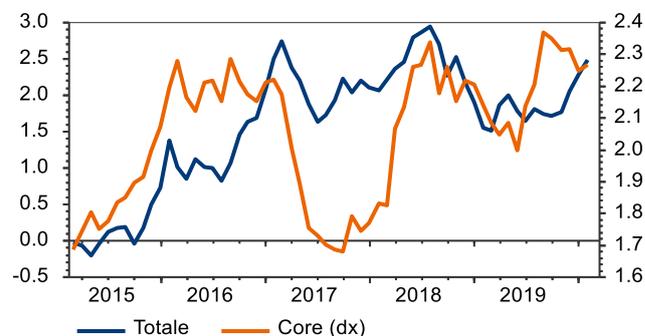
## Stati Uniti

## Indagini ISM



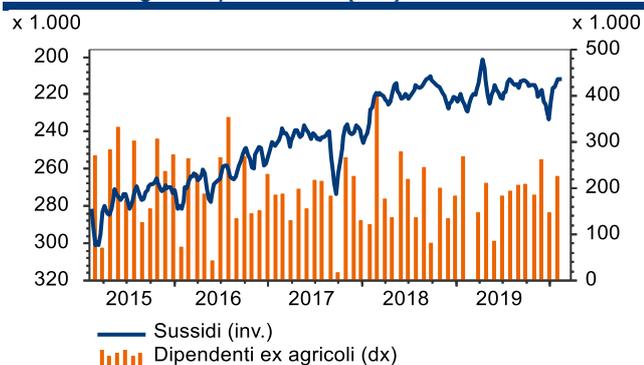
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



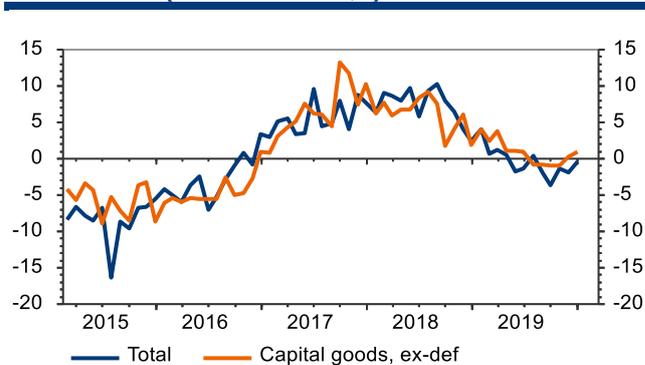
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

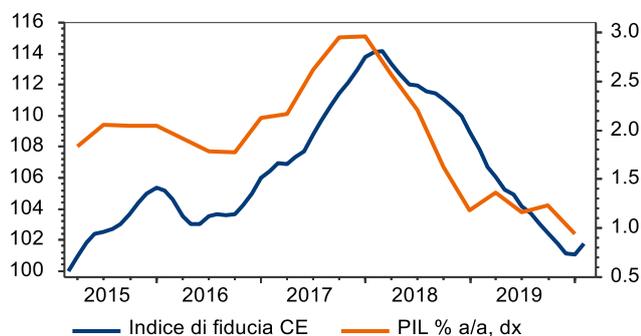
## Previsioni

|                                | 2018  | 2019  | 2020p | 2018 | 2019 | 2020 |      |      |      |     |      |
|--------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-----|------|
|                                |       |       |       | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2  | T3   |
| PIL (prezzi costanti, a/a)     | 2.9   | 2.3   | 1.8   | 2.5  | 2.7  | 2.3  | 2.1  | 2.3  | 1.9  | 1.9 | 1.7  |
| - trim./trim. annualizzato     |       |       |       | 1.1  | 3.1  | 2.0  | 2.1  | 2.1  | 1.4  | 1.8 | 1.7  |
| Consumi privati                | 3.0   | 2.6   | 2.3   | 1.4  | 1.1  | 4.6  | 3.1  | 1.8  | 2.1  | 2.0 | 2.2  |
| IFL - privati non residenziali | 6.4   | 2.1   | -0.1  | 4.8  | 4.4  | -1.0 | -2.3 | -1.5 | -0.8 | 1.8 | 2.3  |
| IFL - privati residenziali     | -1.5  | -1.5  | 3.0   | -4.7 | -1.0 | -3.0 | 4.6  | 5.8  | 4.5  | 1.2 | 1.0  |
| Consumi e inv. pubblici        | 1.7   | 2.3   | 1.6   | -0.4 | 2.9  | 4.8  | 1.7  | 2.7  | 1.1  | 1.4 | 0.3  |
| Esportazioni                   | 3.0   | 0.0   | 1.1   | 1.5  | 4.1  | -5.7 | 0.9  | 1.4  | 1.4  | 1.7 | 1.8  |
| Importazioni                   | 4.4   | 1.0   | -0.6  | 3.5  | -1.5 | 0.0  | 1.8  | -8.7 | 0.3  | 2.0 | 2.3  |
| Var. scorte (contrib., % PIL)  | 0.1   | 0.1   | -0.2  | 0.1  | 0.5  | -1.0 | 0.0  | -1.3 | 0.4  | 0.0 | -0.1 |
| Partite correnti (% PIL)       | -2.4  | -2.3  | -2.2  |      |      |      |      |      |      |     |      |
| Deficit Pubblico (% PIL)       | -6.6  | -7.1  | -6.6  |      |      |      |      |      |      |     |      |
| Debito pubblico (% PIL)        | 136.4 | 135.9 | 138.0 |      |      |      |      |      |      |     |      |
| CPI (a/a)                      | 2.4   | 1.8   | 2.3   | 2.2  | 1.6  | 1.8  | 1.8  | 2.0  | 2.4  | 2.0 | 2.3  |
| Produzione Industriale         | 3.9   | 0.8   | -0.1  | 1.0  | -0.5 | -0.6 | 0.3  | -0.1 | -0.5 | 0.2 | 0.4  |
| Disoccupazione (%)             | 3.9   | 3.7   | 3.5   | 3.8  | 3.9  | 3.6  | 3.6  | 3.5  | 3.5  | 3.5 | 3.5  |

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

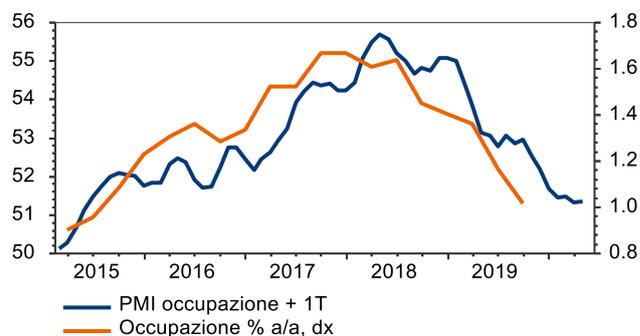
## Area euro

## PIL



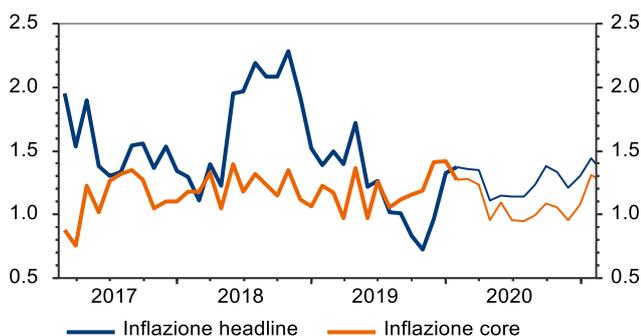
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

| %         | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|------|------|------|
| gennaio   | 1.3  | 1.4  | 1.4  |
| febbraio  | 1.1  | 1.5  | 1.4  |
| marzo     | 1.4  | 1.4  | 1.3  |
| aprile    | 1.2  | 1.7  | 1.1  |
| maggio    | 2.0  | 1.2  | 1.2  |
| giugno    | 2.0  | 1.3  | 1.1  |
| luglio    | 2.2  | 1.0  | 1.1  |
| agosto    | 2.1  | 1.0  | 1.2  |
| settembre | 2.0  | 0.8  | 1.4  |
| ottobre   | 2.3  | 0.7  | 1.3  |
| novembre  | 1.9  | 1.0  | 1.2  |
| dicembre  | 1.5  | 1.3  | 1.3  |

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

|                               | 2018  | 2019p | 2020p | 2018  | 2019  | 2020  |       |       |       |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                               |       |       |       | T4    | T1    | T2    | T3    | T4    | T1    | T2    | T3    |
| PIL (prezzi costanti, a/a)    | 1.9   | 1.2   | 0.8   | 1.2   | 1.4   | 1.2   | 1.2   | 0.9   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| - t/t                         |       |       |       | 0.3   | 0.4   | 0.2   | 0.3   | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.3   |
| Consumi privati               | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 0.4   | 0.4   | 0.2   | 0.5   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| Investimenti fissi            | 2.4   | 4.4   | 1.0   | 1.6   | 0.3   | 5.2   | -3.8  | 0.7   | 0.5   | 0.4   | 0.5   |
| Consumi pubblici              | 1.1   | 1.6   | 1.2   | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.2   |
| Esportazioni                  | 3.3   | 2.6   | 2.0   | 0.9   | 0.9   | 0.1   | 0.7   | 0.7   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| Importazioni                  | 2.7   | 3.6   | 2.8   | 1.1   | 0.2   | 2.7   | -1.2  | 1.0   | 1.0   | 0.7   | 0.6   |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | 0.0   | -0.4  | -0.1  | -0.2  | -0.3  | 0.0   | -0.1  | -0.1  | 0.1   | 0.0   | 0.0   |
| Partite correnti (% PIL)      | 3.6   | 3.3   | 3.2   |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Deficit pubblico (% PIL)      | -0.5  | -0.8  | -1.1  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Debito pubblico (% PIL)       | 87.9  | 86.4  | 85.1  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Prezzi al consumo (a/a)       | 1.8   | 1.2   | 1.3   | 1.9   | 1.4   | 1.4   | 1.0   | 1.0   | 1.4   | 1.1   | 1.3   |
| Produzione industriale (a/a)  | 0.9   | -1.7  | -2.5  | -1.9  | -0.5  | -1.4  | -2.1  | -2.8  | -4.0  | -3.2  | -2.1  |
| Disoccupazione (%)            | 8.2   | 7.6   | 7.5   | 7.9   | 7.8   | 7.6   | 7.5   | 7.5   | 7.4   | 7.5   | 7.5   |
| Euribor 3 mesi                | -0.32 | -0.36 | -0.41 | -0.32 | -0.31 | -0.32 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.41 | -0.41 |

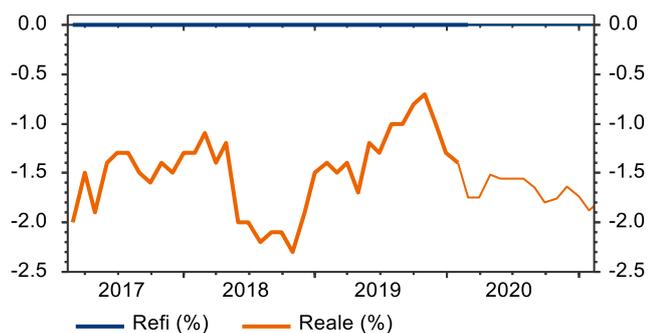
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

|            | giu   | set   | dic   | 13/2         | mar   | giu   | set   | dic   |
|------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| Refi       | 0.00  | 0.00  | 0.00  | <b>0.00</b>  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| Euribor 1m | -0.39 | -0.46 | -0.44 | <b>-0.48</b> | -0.45 | -0.46 | -0.46 | -0.46 |
| Euribor 3m | -0.35 | -0.42 | -0.38 | <b>-0.41</b> | -0.40 | -0.41 | -0.42 | -0.44 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

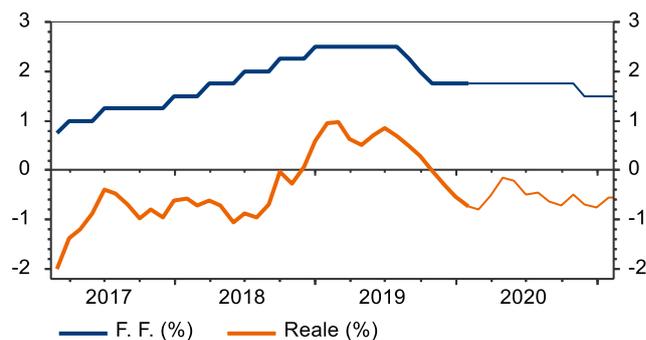


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

|              | giu  | set  | dic  | 13/2        | mar  | giu  | set  | dic  |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Fed Funds    | 2.50 | 2.00 | 1.75 | <b>1.75</b> | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.50 |
| Libor USD 3m | 2.32 | 2.09 | 1.91 | <b>1.70</b> | 1.91 | 1.81 | 1.73 | 1.62 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

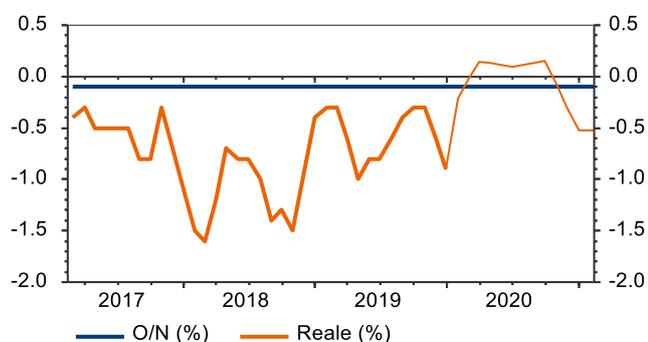


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

|              | giu   | set   | dic   | 13/2         | mar   | giu   | set   | dic   |
|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| O/N target   | -0.10 | -0.10 | -0.10 | <b>-0.10</b> | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |
| Libor JPY 3m | -0.07 | -0.10 | -0.05 | <b>-0.07</b> | -0.04 | -0.05 | -0.05 | -0.05 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

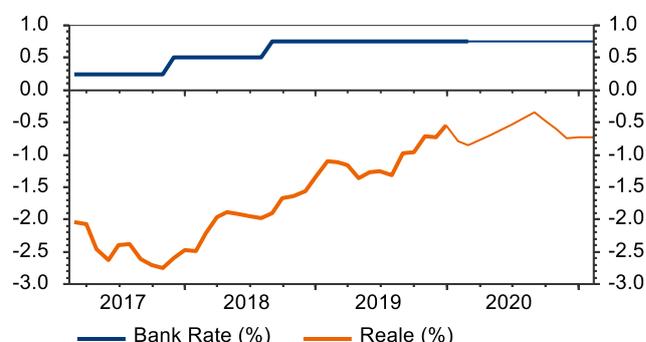


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Regno Unito

|              | giu  | set  | dic  | 13/2        | mar  | giu  | set  | dic  |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Bank rate    | 0.75 | 0.75 | 0.75 | <b>0.75</b> | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 |
| Libor GBP 3m | 0.77 | 0.76 | 0.79 | <b>0.76</b> | 0.82 | 0.85 | 0.88 | 0.90 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Tassi di cambio

|         | -24m | -12m | -6m  | -3m  | -1m  | 14/2          | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.23 | 1.13 | 1.12 | 1.10 | 1.11 | <b>1.0845</b> | 1.10 | 1.12 | 1.15 | 1.17 | 1.20 |
| USD/JPY | 107  | 111  | 106  | 109  | 110  | <b>109.80</b> | 109  | 110  | 111  | 112  | 114  |
| GBP/USD | 1.40 | 1.28 | 1.21 | 1.29 | 1.30 | <b>1.3035</b> | 1.30 | 1.33 | 1.35 | 1.38 | 1.43 |
| EUR/CHF | 1.15 | 1.14 | 1.09 | 1.09 | 1.08 | <b>1.0639</b> | 1.09 | 1.10 | 1.12 | 1.13 | 1.15 |
| EUR/JPY | 132  | 125  | 118  | 119  | 122  | <b>119.10</b> | 120  | 123  | 127  | 131  | 136  |
| EUR/GBP | 0.89 | 0.88 | 0.93 | 0.86 | 0.86 | <b>0.8317</b> | 0.84 | 0.84 | 0.85 | 0.85 | 0.83 |

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 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    |