

Weekly Economic Monitor

Il punto

Tutte le indagini europee di fiducia sono state migliori del previsto, in febbraio. Gli indici sarebbero coerenti con una netta riaccelerazione della crescita del PIL. Le prime settimane di notizie sulla COVID-19, quindi, non sono bastate a incrinare il clima di fiducia, neppure nella componente delle aspettative. Tuttavia, la presenza della COVID-19 in Italia è diventata di dominio pubblico soltanto da una settimana, e focolai non sono esclusi in altri Paesi. **L'adattamento degli indici di fiducia è soltanto rinviato a marzo.** In ogni caso, **gli impatti saranno di breve durata e, quindi, irrilevanti dal punto di vista della politica monetaria.**

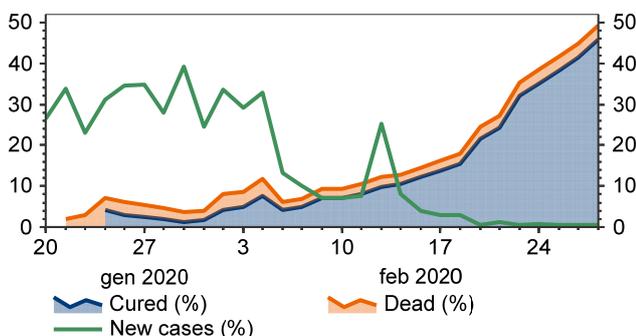
La Fed ha mantenuto un atteggiamento cauto riguardo ai possibili effetti degli shock negativi di inizio 2020, l'epidemia di Covid-19 e il blocco produttivo di Boeing. Con i dati di febbraio inizieranno a emergere maggiori informazioni che indurranno un **atteggiamento più dovish da parte del FOMC.** È possibile che la Fed si trovi a inseguire di nuovo la correzione dei mercati, nel caso in cui l'inversione della curva e il calo dell'azionario proseguano per un periodo prolungato. È però ancora **presto per prevedere una svolta esplicita da parte della Fed,** che richiederebbe maggiori segnali di indebolimento diffuso, ancora incerti e comunque difficilmente evidenti prima del 2° trimestre.

I market mover della settimana

Nell'area euro, il dato principale sarà la stima dell'inflazione di febbraio, che è vista in rallentamento all'1,2%. Sempre nell'eurozona, a gennaio, la disoccupazione è attesa stabile, mentre le vendite al dettaglio non recupereranno il deciso calo di dicembre. La seconda stima dei PMI di febbraio è vista confermare gli indici in recupero. In Italia, il deficit 2019 dovrebbe risultare sotto controllo; i dettagli sul calo del PIL a fine 2019 dovrebbero evidenziare il ruolo decisivo svolto dalle scorte; la disoccupazione è vista in lieve aumento a gennaio.

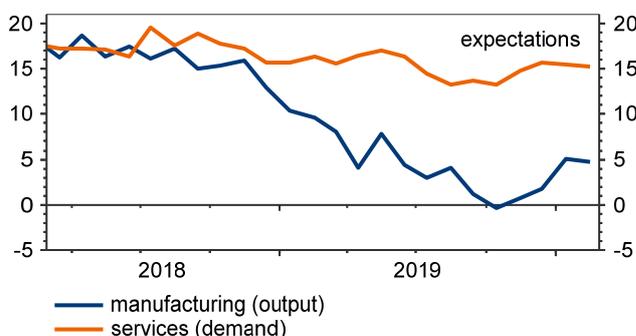
I principali dati in uscita negli Stati Uniti riguardano il mese di febbraio e saranno informativi per valutare i primi effetti degli shock di inizio 2020. Gli indici ISM manifatturiero e non manifatturiero dovrebbero correggere, rafforzando la previsione di rallentamento della crescita del PIL nel 2020T1. L'employment report, pur restando positivo, dovrebbe mostrare un rallentamento della dinamica occupazionale. Fra i dati di gennaio, il deficit della bilancia commerciale dovrebbe ampliarsi, delineando un contributo negativo delle esportazioni nette, e la spesa in costruzioni è attesa in rialzo, spinta anche dal clima più mite della media stagionale. Il Beige Book potrebbe dare informazioni nuove sugli effetti del COVID-19 e del blocco produttivo di Boeing sull'attività di febbraio.

In Cina, l'epidemia di COVID-19 si sta fermando e crescono le guarigioni



Fonte: National Health Commission of the People's Republic of China. Nota: % dei casi totali accertati.

In febbraio, la COVID-19 non aveva ancora intaccato la fiducia delle imprese europee



Fonte: Commissione Europea. Nota: indice di diffusione delle aspettative a tre mesi rispettivamente su produzione (manifatturiero) e domanda (servizi).

28 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

Il punto

Tutte le indagini europee di fiducia sono state decisamente migliori del previsto, in febbraio. Gli indici del primo bimestre sarebbero coerenti con una netta riaccelerazione della crescita del PIL su base trimestrale. Le prime due-tre settimane di notizie sulla COVID-19, quindi, non sono bastate a incrinare il clima di fiducia, neppure nella componente delle aspettative. Tuttavia, la presenza della COVID-19 in Italia è diventata di dominio pubblico soltanto da una settimana, e focolai non sono esclusi in altri paesi. Assieme ai ritardi della trasmissione degli shock cinesi, ciò fa pensare che **l'adattamento degli indici di fiducia sia soltanto rinviato a marzo.** La minore severità della patologia rispetto ai timori iniziali potrebbe concentrare gli effetti negativi su viaggi, turismo e il loro indotto. In ogni caso, **gli impatti saranno di breve durata e, quindi, irrilevanti dal punto di vista della politica monetaria.**

- L'indice di fiducia economica della Commissione Europea è salito per il terzo mese di fila in febbraio, toccando il livello più alto dall'aprile 2019. Il miglioramento ha interessato anche l'industria, dove è spiegato da un giudizio più favorevole dell'andamento della produzione e degli ordini domestici. Ma **né nei servizi, né nell'industria è emerso alcun impatto dell'epidemia di COVID-19 neppure sulle aspettative delle imprese**, malgrado il flusso di notizie sull'evoluzione in Cina fosse già martellante nei giorni in cui le risposte sono state raccolte. Assieme alla stima flash dei PMI, anche l'indagine congiunturale della Commissione punterebbe a una significativa riaccelerazione a 0,3-0,4% della crescita congiunturale del PIL nel 1° trimestre 2020, dopo il debole andamento registrato nel 2019T4.
- Inoltre, **l'evoluzione dell'epidemia in Cina ha imboccato ormai la via della discesa.** Oltre il 45% dei casi ufficialmente accertati è guarito, mentre la mortalità si colloca intorno al 3,5%. Non è difficile prevedere che l'attività economica riprenderà velocemente nelle prossime settimane. Questo significa che la COVID-19, come avevamo ipotizzato, non causerà uno shock di offerta persistente, né sulla forza lavoro né sulle linee produttive che, nel resto del mondo, dipendono da beni intermedi cinesi. Come si era ipotizzato, il suo effetto sarà limitato a una perturbazione intensa ma del tutto transitoria dei livelli di attività economica.
- **Una certa cautela, però, è d'obbligo – almeno nel valutare le conseguenze di breve termine sull'economia.** In primo luogo, come già segnalato in passato, l'attività industriale tedesca risponde agli shock della produzione cinese con un ritardo di qualche mese. In secondo luogo, le notizie sui focolai epidemici italiani sono successive, così come l'impatto negativo sui flussi turistici e sull'indotto del turismo. Terzo, non si escludono ora focolai simili a quello italiano anche in altri paesi europei. Nello scenario più probabile, **l'impatto sull'economia italiana nel 1° trimestre potrebbe raggiungere un massimo di 0,5% del PIL**, connesso alla drastica riduzione delle entrate nella bilancia turistica, solo in parte compensato da una contrazione anche delle uscite, oltre che a crollo del fatturato di ristorazione, alberghi e trasporti. Tuttavia, riteniamo che gran parte della contrazione rientrerebbe nel secondo trimestre, sicché l'impatto sulla media annua potrebbe ridursi a uno o due decimi. Non c'è motivo per attendersi effetti permanenti sul turismo, a parte quelli connessi al rischio che, purtroppo, la fase di stallo porti al fallimento delle imprese più fragili prima che arrivi la ripresa dell'attività.

Non c'è motivo di pensare che l'impatto sulle economie degli altri paesi europei sarà maggiore, quando anche li appariranno i primi focolai domestici. Con il tempo, è divenuto evidente che la COVID-19 è decisamente meno severa di quanto si temesse, anche se molto contagiosa, e che il suo impatto sul tasso di mortalità complessivo della popolazione sarà alla fine inferiore a quello stimato per l'influenza stagionale. Quindi, anche le misure di contenimento adottate dai paesi occidentali saranno molto meno radicali di quanto avvenuto in Cina e, forse, anche di quelle italiane. Per inciso, **la natura transitoria e molto concentrata dal punto di vista settoriale dell'impatto sulla domanda aggregata sconsiglia dall'usare la leva della politica monetaria.** Questa settimana, due membri del comitato esecutivo BCE (Lagarde e Schnabel) e un

governatore di Banca centrale nazionale (Holzmann, austriaco) hanno rilasciato dichiarazioni in tal senso.

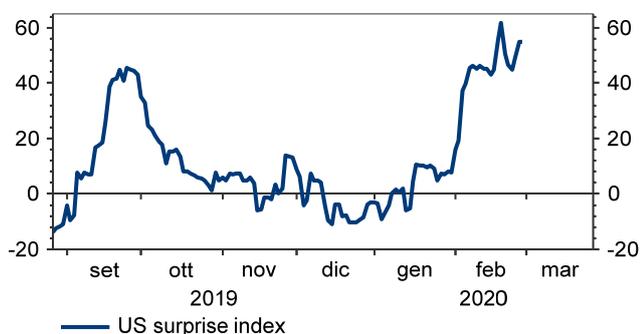
La Fed ha mantenuto un atteggiamento cauto riguardo ai possibili effetti degli shock negativi di inizio 2020, l'epidemia di Covid-19 e il blocco produttivo di Boeing. Con i dati di febbraio inizieranno a emergere maggiori informazioni che indurranno, a nostro avviso, un **atteggiamento più dovish da parte del FOMC**. È possibile che la Fed si trovi poi di nuovo a inseguire la correzione dei mercati, nel caso in cui l'inversione della curva e il calo dell'azionario proseguano per un periodo prolungato. È però ancora **presto per prevedere una svolta esplicita da parte della Fed**, che richiederebbe maggiori segnali di indebolimento diffuso dell'attività reale (al di là di Boeing), ancora incerti e comunque difficilmente evidenti prima del 2° trimestre.

- I **dati di attività di gennaio in USA** sono stati complessivamente positivi (fig. 1), in linea con una crescita intorno al 2%. Infatti, la stima *Nowcasting* dell'Atlanta Fed segnala una variazione di 2,7% t/t ann. Tuttavia, **il resto del trimestre dovrebbe dare indicazioni di rallentamento** su diversi fronti: la nostra previsione per la crescita del PIL nel 1° trimestre è intorno a 1,5% t/t ann., con un freno di circa -0,4/-0,5pp collegato a Boeing e 0,1-0,2 pp dai primi effetti del Covid-19. La dinamica dei consumi resta la forza trainante della crescita, ma è in via di ridimensionamento verso un ritmo compreso tra 2 e 2,5% t/t ann. Gli investimenti non residenziali dovrebbero essere ancora un freno, per via del blocco produttivo di Boeing e della correzione dell'estrattivo (trivelle in calo di -25% dal picco di fine dicembre). È importante rilevare però che gli ordini e le consegne di beni capitali a gennaio hanno sorpreso verso l'alto. Anche le scorte dovrebbero contribuire negativamente, sulla scia della contrazione del comparto aeronautico. La maggiore incognita per le previsioni è l'eventuale effetto del Covid-19 sull'attività nella seconda parte del trimestre.
- Il **focus della prossima settimana** sarà sull'**ISM non manifatturiero**, più ancora che sull'*employment report*. Il crollo del PMI Markit dei servizi a febbraio, sceso in territorio recessivo con la stima flash (fig. 2) sui minimi dal 2012, mette in evidenza un rischio verso il basso per la crescita, che finora aveva visto i servizi contrastare la debolezza del manifatturiero in atto da metà 2019. L'ISM non manifatturiero a gennaio era salito sui massimi da agosto anche grazie a una stagionalità favorevole in un mese con un clima particolarmente mite. A febbraio i fattori stagionali sono negativi e contribuiranno a una correzione dell'indice di attività, balzato a gennaio sui massimi da febbraio 2019. Aggiungendo a questo un indebolimento anche più limitato rispetto a quello dell'indice PMI, porta a prevedere un **calo dell'indice non manifatturiero composito verso i livelli di fine 2019**. Questo lascerebbe aperto il dubbio fra una situazione di stabilizzazione e una di ulteriore correzione, che richiederà maggiori informazioni, ma sarà seguito "da vicino" dal FOMC. Per quanto riguarda l'*employment report* (v. sezione "I market mover della settimana"), i dati non dovrebbero modificare il quadro recessivo per il manifatturiero e positivo, ma meno dinamico, per i servizi privati. Fra il 1° e il 2° trimestre, la dinamica occupazionale sarà sostenuta dalle assunzioni temporanee per il censimento 2020, ma andranno seguite alcune serie "collaterali" che possono segnalare l'invecchiamento del ciclo anche nel mercato del lavoro (ore lavorate, part-time per motivi non economici), che si stanno allineando alla svolta delle posizioni aperte ormai in atto da un anno.
- Nelle ultime settimane, i **commenti dal FOMC** sui nuovi rischi sono stati generalmente cauti. Tutti gli interventi (da Powell in Congresso ai discorsi più recenti di membri del Board e presidenti) hanno sottolineato che la Fed sta monitorando gli sviluppi dei nuovi shock "da vicino" ma ritiene sia ancora troppo presto per dire se gli effetti del Covid-19 porteranno a una "rialutazione significativa" dello scenario, tale da influenzare il sentiero dei tassi. Secondo Kaplan (Dallas Fed), inoltre, i segnali dei mercati sui tassi sono viziati dalla ricerca di protezione e vanno letti con cautela. Sarà importante vedere se nei prossimi giorni i commenti si sposteranno verso atteggiamenti più preoccupati, in seguito alle ampie correzioni dei mercati. La nostra previsione è che **alla riunione di marzo ci sia soltanto uno spostamento dovish delle proiezioni dei tassi**, il FOMC dovrebbe riconoscere che, anche se

ancora incerto, il prossimo movimento dei tassi sarà più probabilmente verso il basso che verso l'alto. Manteniamo la previsione, formulata da tempo, di un taglio dei tassi nel 2019.

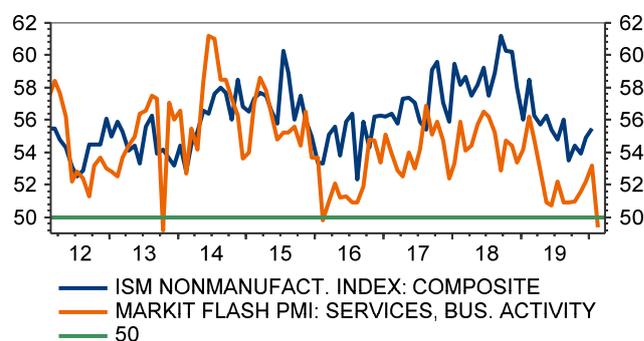
■ In questa fase preliminare in cui anche gli USA iniziano a registrare una diffusione di casi di Covid-19, per avere qualche punto di riferimento può essere utile riferirsi a un esercizio di stima del *Congressional Budget Office* (CBO), datato 2006, sugli **effetti di una possibile pandemia sull'economia americana**. Il CBO, in un'analisi seguita all'esperienza dell'epidemia di H5N1, identifica due scenari, definiti sulla base dell'esperienza passata. Il **caso "severo"**, tipo influenza spagnola del 1918-19, con circa 90 mln di individui contagiati e 2 mln di morti negli USA, genererebbe una restrizione del PIL di circa -4,25 pp rispetto allo scenario base. Secondo il CBO, l'effetto di questa pandemia severa sarebbe paragonabile a una recessione media (pre-grande recessione). Il **caso "mite"**, analogo alle pandemie del 1957 e del 1968, prevede 75 mln di contagiati e 100 mila morti negli USA, con una contrazione del PIL di -1 pp rispetto allo scenario base, sostanzialmente insufficiente a causare una recessione. Ci sono notevoli differenze fra l'epidemia di H5N1 e quella di Covid-19 (fra cui la maggiore trasmissibilità ma la mortalità molto inferiore del secondo rispetto al primo), e i casi base considerati dal CBO possono essere valutati come "estremi". Tuttavia, l'esercizio ha l'utilità di offrire un intervallo di stima per gli effetti di una epidemia grave negli USA. Inoltre, al momento i mercati si concentrano su **aspettative di tagli dei tassi** (quasi 4 tagli della Fed nel 2020, v. fig. 4) che probabilmente avrebbero efficacia estremamente limitata. Il focus deve essere eventualmente sulla **politica fiscale** e su misure di sostegno del credito. Il Congresso sta discutendo un pacchetto di fondi per una eventuale emergenza da Covid-19 nell'ordine di 4-8 mld di dollari, inclusi sostegni agli stati. **Anche se le espansioni non muoiono di vecchiaia, non è detto che debbano morire di Covid-19.**

Fig. 1 - Dopo le sorprese positive sui dati di gennaio, in arrivo qualche delusione



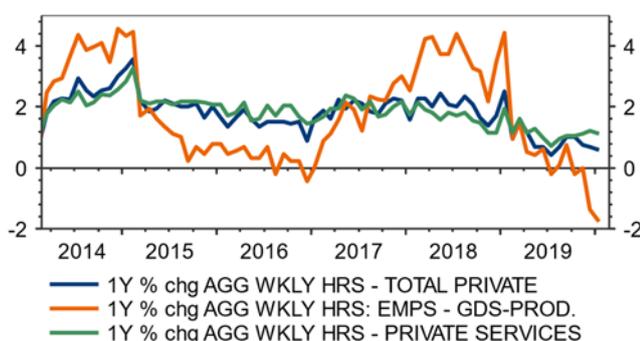
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 - Focus sull'ISM non manifatturiero di febbraio



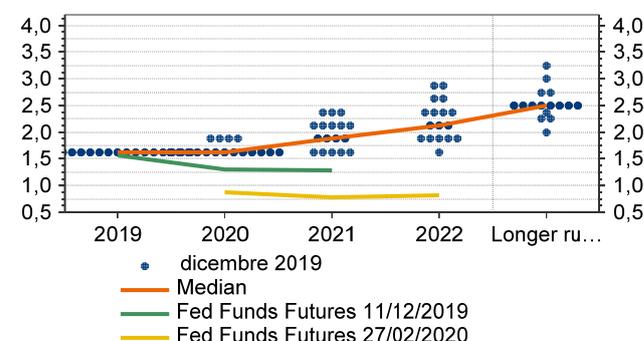
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 3 - Le ore lavorate sono in calo



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 4 - La Fed è di nuovo molto dietro alla curva



Fonte: Refinitiv Datastream

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il dato principale sarà la stima dell'inflazione di febbraio, che è vista in rallentamento di due decimi all'1,2%. Sempre nell'eurozona, a gennaio, la disoccupazione è attesa stabile, mentre le vendite al dettaglio non recupereranno il deciso calo di dicembre. La seconda stima dei PMI di febbraio è vista confermare gli indici in recupero rispetto ai livelli di gennaio. In Italia, il deficit 2019 dovrebbe risultare sotto controllo; i dettagli sul calo del PIL a fine 2019 dovrebbero evidenziare il ruolo decisivo svolto dalle scorte; la disoccupazione è vista in lieve aumento a gennaio.

I principali dati in uscita negli **Stati Uniti** riguardano il mese di febbraio e saranno informativi per valutare i primi effetti degli shock di inizio 2020. Gli indici ISM manifatturiero e non manifatturiero dovrebbero correggere, dando ulteriore supporto alla previsione di rallentamento della crescita del PIL nel 1° trimestre. L'employment report, pur restando positivo, dovrebbe mostrare un rallentamento della dinamica occupazionale, dopo l'ampio rialzo di gennaio, riportando il trend dei nuovi occupati privati su un sentiero più moderato rispetto a quello del 2019, al netto dell'aumento di occupati collegato al censimento 2020. Fra i dati di gennaio, il deficit della bilancia commerciale dovrebbe ampliarsi, delineando un contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita di inizio 2020 e la spesa in costruzioni è attesa in rialzo, spinta anche dal clima più mite della media stagionale. Il Beige Book potrebbe dare informazioni nuove sugli effetti del COVID-19 e del blocco produttivo di Boeing sull'attività di febbraio.

Lunedì 2 marzo

Area euro

- **Area euro.** La lettura finale di febbraio potrebbe indicare una lieve revisione al rialzo del **PMI manifatturiero**, stimiamo a 49,2 da 49,1 (e da 47,9 di gennaio) per effetto della revisione del PMI francese (a 50,0 da 49,7). Le indagini nazionali francesi hanno dato un'immagine più positiva del clima nel comparto. Il dato tedesco dovrebbe invece essere confermato a 47,8, in salita da 45,3 di gennaio. La prima stima per l'Italia dovrebbe vedere un PMI manifatturiero in aumento a 49,4 da 48,9 precedente.
- **Italia.** I **dati annui sull'andamento del PIL e dei saldi delle amministrazioni pubbliche nel 2019** dovrebbero mostrare che il PIL è cresciuto dello 0,2% in volume e dello 0,8% ai prezzi di mercato (da 0,8% e 1,7% del 2018, rispettivamente). Il rapporto deficit/PIL potrebbe attestarsi a 2,1%, inferiore di un decimo rispetto alle più recenti stime ufficiali del governo. Il rapporto debito/PIL sarebbe salito al 135,2% del PIL, dal 134,8% del 2018.

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a febbraio è previsto in calo a 50,1 da 50,9 di gennaio. Il mese scorso l'indagine ISM aveva sorpreso verso l'alto, con incrementi della produzione e degli ordini. A febbraio si dovrebbero sentire i primi effetti del coronavirus e un maggiore impatto dal blocco produttivo di Boeing. Tutte le indagini recentemente hanno registrato contributi positivi dai tempi di consegna, che tipicamente segnalano crescita dell'attività: tuttavia nelle circostanze attuali l'allungamento dei tempi di consegna è probabilmente un fattore negativo, collegato all'interruzione delle consegne di beni intermedi prodotti in Cina e/o a Singapore, *hub* produttivi a livello globale per il manifatturiero. I dati reali di produzione nel manifatturiero continuano a segnalare recessione a livello settoriale e le indagini dovrebbero allinearsi a queste indicazioni.
- La **spesa in costruzioni** a gennaio dovrebbe balzare di 0,7% m/m dopo -0,2% m/m di dicembre, spinta dal comparto residenziale e dal clima straordinariamente mite. I dati di attività nell'edilizia residenziale sono stati ampiamente positivi fra dicembre e gennaio, non solo grazie al continuo calo dei tassi sui mutui ma anche alle temperature molto superiori alla media stagionale. Nel segmento delle costruzioni non residenziali il trend dovrebbe rimanere negativo.

Martedì 3 marzo**Area euro**

- **Area euro.** La stima flash dovrebbe indicare un rallentamento dell'**inflazione** all'1,2% dall'1,4% di gennaio. L'indice *core* BCE (al netto di alimentari ed energia) è visto rimanere stabile all'1,3%. Sul mese i prezzi sono visti in aumento di +0,2% m/m, dopo il -1,0% m/m di gennaio. L'inflazione è attesa rallentare ulteriormente nei prossimi mesi per portarsi all'1% in primavera.
- **Area euro.** La **disoccupazione** è attesa stabile al 7,4% a gennaio. Si tratta di un minimo da maggio 2008. Non è da escludere però che il tasso dei senza-lavoro possa risalire lievemente nel corso dell'anno: la nostra stima per la disoccupazione in media nel 2020 è 7,5% (da 7,6% nel 2019).
- **Italia.** La **disoccupazione** potrebbe essere aumentata di un decimo al 9,9% a gennaio. L'indagine di dicembre aveva evidenziato un calo degli occupati (soprattutto stabili). Per la media 2020, ci aspettiamo un tasso dei senza-lavoro al 10% ovvero in moderata salita rispetto ai livelli attuali e alla media 2019.

Stati Uniti

- Le **vendite di autoveicoli** a febbraio sono attese in modesto rialzo a 16,9 mln di unità ann. da 16,8 mln di gennaio, confermando che il picco di vendite di auto è alle spalle.

Mercoledì 4 marzo**Area euro**

- **Area euro.** La lettura finale di febbraio potrebbe indicare una lieve revisione al rialzo del **PMI composito**, a 51,7 da 51,6 della prima stima e da 51,3 di gennaio, per effetto della riletture dell'indice manifatturiero. Il **PMI servizi** dovrebbe essere confermato a 52,8 da 52,5 di gennaio. La prima stima per l'Italia dovrebbe vedere un PMI servizi poco variato a 51,3 da 51,4 precedente. Il livello dei PMI potrebbe tornare a calare da marzo, sulla scia degli effetti del COVID-19.
- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono attese in crescita di appena 0,1% m/m a gennaio, dopo il crollo di -1,6% m/m a dicembre. Il calo registrato in Francia aggiunge rischi al ribasso. La variazione annua scenderebbe a 0,7% da 1,4%. I consumi sono attesi rimanere fiacchi nella prima metà dell'anno.
- **Italia.** La **seconda lettura dei conti economici trimestrali** relativi all'ultimo scorcio del 2019 dovrebbe confermare la lettura preliminare, ovvero un calo del PIL di -0,3% t/t (per una variazione annua nulla). Sospettiamo che un ruolo decisivo possa essere stato giocato dalla riduzione delle scorte (speculare all'apporto positivo del commercio con l'estero). Stimiamo che la domanda domestica finale (al netto delle scorte) possa essere risultata circa stagnante nel trimestre, per via di un aumento marginale dei consumi (in rallentamento rispetto ai tre mesi precedenti) e di una probabile contrazione degli investimenti.

Stati Uniti

- La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** è prevista dal consenso a 188 mila, dopo 291 mila di gennaio.
- L'**ISM non manifatturiero** a febbraio dovrebbe correggere a 54,9 da 55,5 di gennaio, rimanendo all'interno dell'intervallo visto dall'autunno scorso e segnalando stabilizzazione del ritmo di crescita. I dati dovrebbero ridimensionarsi alla luce delle informazioni particolarmente deboli della stima flash del PMI dei servizi Markit, calato a 49,4. L'indagine ISM a gennaio era stata generalmente positiva e la correzione attesa per febbraio non dovrebbe portare l'indice composito in territorio recessivo.
- La Fed pubblica il **Beige Book**, in preparazione per la riunione del FOMC di metà marzo. L'indagine questa volta sarà particolarmente rilevante per raccogliere informazioni sugli effetti del COVID-19 e del blocco produttivo di Boeing che, complessivamente, dovrebbero limare almeno 0,5pp dalla crescita del PIL del 1° trimestre. Le indicazioni del Beige Book

potrebbero contribuire a spostare verso il basso il bias della stance di politica monetaria alla vigilia della riunione del FOMC del 18 marzo.

Giovedì 5 marzo

Stati Uniti

- La seconda stima della **produttività** dovrebbe registrare una crescita di 1,3% t/t ann., circa in linea con la prima lettura di 1,4% t/t ann.

Venerdì 6 marzo

Area euro

- **Germania**. In gennaio, è attesa una ripresa dei **nuovi ordinativi industriali**, in crescita del 2,1% m/m dopo essere calati del -2,1% a dicembre. Su base tendenziale, il dato dovrebbe passare a -4,5% a/a in gennaio, da -8,6% a/a precedente. Le indagini congiunturali indicano una ripresa nel settore manifatturiero, grazie ai miglioramenti registrati per gli indici dei nuovi ordini e delle esportazioni. Tuttavia, la ripresa è minacciata dagli effetti negativi sull'economia del COVID-19.

Stati Uniti

- Il **deficit della bilancia commerciale** a gennaio è previsto in ampliamento, a -49,5 mld di dollari da -48,9 mld di dicembre. con l'aspettativa di aumento delle importazioni maggiore rispetto alla dinamica attesa dell'export. I dati non rifletteranno ancora gli effetti dell'epidemia di coronavirus in Cina, ma dovrebbero confermare la persistente debolezza dei flussi commerciali. La previsione è un contributo negativo delle esportazioni nette nel 1° trimestre intorno a -0,3pp.
- L'**employment report** di febbraio dovrebbe registrare un rallentamento della dinamica occupazionale dopo il sorprendente rialzo di gennaio. Gli **occupati non agricoli** sono previsti in **aumento di 175 mila** dopo 291 mila di gennaio. Il settore **manifatturiero** dovrebbe registrare un modesto calo di occupati per il 3° mese consecutivo, causato dalle ricadute (per ora limitate) del blocco produttivo di Boeing e del coronavirus: le indagini di settore e il PMI Markit flash hanno evidenziato una dinamica circa stagnante degli occupati manifatturieri. Le **costruzioni** dovrebbero segnare un rallentamento dopo due mesi di aumenti molto sostenuti spinti soprattutto dal clima più mite della media stagionale. I **servizi privati** rappresentano il maggiore rischio per i dati, alla luce del crollo del PMI Markit dei servizi, entrato in territorio recessivo con la stima flash di febbraio e con un calo dell'indice occupazione a 50,7, sui minimi da aprile 2017, se si escludono i mesi fra agosto e novembre 2019 indirettamente influenzati dallo sciopero di GM. La previsione per i **servizi privati** è di rallentamento della dinamica occupazionale a 150 mila da 174 mila di gennaio, concentrata nei settori dell'ospitalità (che nell'ultimo anno ha creato 322 mila posti), nel commercio, già da tempo strutturalmente debole, e nei servizi alle imprese. Nel **settore pubblico**, sta iniziando la stagione centrale per la raccolta dei dati del **censimento 2020** da parte del Census Bureau, che programma di assumere circa 500 mila per le operazioni di raccolta ed elaborazione dei dati. Finora, il governo federale ha assunto 16 mila persone fra dicembre e gennaio. Sulla base dei dati del censimento 2010, la previsione è una variazione complessiva di 30 mila occupati federali a febbraio, in accelerazione successiva (in media +60 mila sia a marzo sia ad aprile) fino a un picco a maggio di circa +450 mila, seguita poi da riduzioni concentrate fra giugno e agosto. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere stabile a 3,6%, con un recupero dell'occupazione rilevata con l'indagine presso le famiglie compensato da un rallentamento della partecipazione. Un indicatore da seguire con maggiore attenzione nel 1° trimestre è quello delle **ore lavorate**, già debole da molti mesi soprattutto nel manifatturiero e probabilmente in ulteriore calo con il blocco produttivo di Boeing. I **salari orari** dovrebbero aumentare di 0,3% m/m dopo 0,2% m/m a gennaio, anche sulla scia del rialzo del salario minimo in 20 stati. La variazione tendenziale tuttavia dovrebbe correggere, scendendo a 3% a/a e confermando che il picco della dinamica salariale è ormai alle spalle ed è stato toccato un anno fa (a 3,5% a/a). Nel complesso i dati dovrebbero essere in linea con un ridimensionamento della crescita occupazionale sul trend precedente fine 2019-inizio 2020.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (2 - 6 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	2/3	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		feb	prel 47.6			
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		gen	19.2	Mld €		
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	feb	48.9		49.4		
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		feb	prel 49.7		50.0		
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	feb	prel 47.8	47.8	47.8		
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	feb	prel 49.1	49.1	49.2		
	10:30	GB	Credito al consumo		gen	1.218	Mld €			
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	feb	51.9	51.9			
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	feb	50.9	50.5	50.1		
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		gen	-0.2	%	0.4	0.7	
Mar	3/3	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		feb	39.1			
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	gen	9.8	%	9.9	
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	gen	7.4	%	7.4	
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	feb	1.4	%	1.2	
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	feb	1.3	%	1.3	
		11:00	EUR	PPI a/a		gen	-0.7	%	-0.5	
Mer	4/3	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	gen	-3.3	%	0.9	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		gen	0.8	%		
		09:45	ITA	PMI servizi	*	feb	51.4		51.3	
		09:50	FRA	PMI servizi finale		feb	prel 52.6		52.6	
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	feb	prel 53.3	53.3	53.3	
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	feb	prel 52.8	52.8	52.8	
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	feb	prel 51.6	51.6	51.7	
		10:00	ITA	PIL a/a finale		T4	prel 0.0	%	0.0	
		10:00	ITA	PIL t/t finale	*	T4	prel -0.3	%	-0.3	
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	feb	53.3	53.3		
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		gen	-1.6	%	0.6	0.1
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		feb	291	x1000	191	
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	feb	55.5	55.5	54.9	
Gio	5/3	14:30	USA	Richieste di sussidio		settim	219	x1000		
		14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale		T4	prel 1.4	%	1.4	
		14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	*	T4	prel 1.4	%	1.4	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	gen	prel -0.2	%		
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	gen	prel 0.9	%		
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		gen	1.8	%	-0.3	
Ven	6/3	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	gen	-4.8	%	-4.0	
		08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	gen	-2.1	%	1.4	
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		gen	0.8	%		
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		gen	0.9	%		
		14:30	USA	Bilancia commerciale		gen	-48.9	Mld \$	-47.2	-49.5
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	feb	225	x1000	178	175
		14:30	USA	Salari orari m/m		feb	0.2	%	0.3	0.3
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	feb	3.6	%	3.6	3.6

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 (2 - 6 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	3/3	11:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		18:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		20:50	USA	Discorso di Mester (Fed)
		22:30	USA	Discorso di Logan (Fed)
Mer	4/3	00:30	USA	Discorso di Evans (Fed)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	5/3	00:30	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		14:00	GB	Discorso di Andy (BoE)
		18:00	GB	* Discorso di Carney (BoE)
Ven	6/3	00:30	USA	Discorso di Kaplan (Fed)
		02:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		02:45	USA	Discorso di Williams (Fed)
		15:20	USA	Discorso di Evans (Fed)
		17:20	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		21:30	USA	Discorso di George (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice dei prezzi delle case m/m	dic	0.3 (0.2)	%		0.6
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	dic	2.5 (2.6)	%	2.8	2.9
Fiducia consumatori (CB)	feb	130.4 (131.6)		132.0	130.7
Vendite di nuove case (mln ann.)	gen	0.708 (0.694)	Mln	0.710	0.764
Richieste di sussidio	settim	211 (210)	x1000	212	219
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	gen	0.1 (-0.1)	%	0.2	0.9
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	gen	2.9 (2.4)	%	-1.5	-0.2
Deflatore consumi core t/t prelim	T4	1.3	%	1.3	1.2
PIL t/t ann. prelim	T4	2.1	%	2.1	2.1
PIL, deflatore t/t ann. prelim.	T4	1.5	%	1.4	1.3
Bilancia commerciale prelim	gen	-68.67	Mld \$		
Deflatore consumi (core) a/a	gen	1.6	%	1.7	
Deflatore consumi a/a	gen	1.6	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	gen	0.3	%	0.3	
Redditi delle famiglie m/m	gen	0.2	%	0.3	
Deflatore consumi (core) m/m	gen	0.2	%	0.2	
PMI (Chicago)	feb	42.9		45.9	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	feb	100.9		100.9	

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

La **fiducia delle famiglie** rilevata dal Conference Board a febbraio aumenta a 130,7 da 130,4 (rivisto da 131,6), toccando il massimo da sei mesi. Le informazioni dell'indagine sono miste, con un calo della situazione corrente (a 165,1 da 173,9) a fronte di un aumento delle aspettative a 107,8 (massimo da luglio 2019) da 101,4. La valutazione del mercato del lavoro peggiora a 29,8 da 33,5 di gennaio, e tocca il minimo da luglio 2019. L'indagine nel complesso si mantiene positiva e in linea con un sentiero di espansione moderato dei consumi. I dati non riflettono la diffusione del COVID-19 al di fuori dalla Cina e la correzione di mercato degli ultimi giorni.

L'indagine del manifatturiero della **Richmond Fed** cala a febbraio a -2 da 20. Le indagini del settore a febbraio finora sono state miste, con alcuni risultati migliori e altri più deboli rispetto a gennaio.

Le **vendite di case nuove** a gennaio balzano a 764 mila da 708 mila di dicembre (rivisto da 694 mila), toccando il massimo da luglio 2007. L'aumento è diffuso a tutte le aree geografiche, con l'eccezione degli stati meridionali. Il clima straordinariamente mite negli stati centrali e nord-occidentali ha sostenuto l'attività nel settore immobiliare residenziale a dicembre e gennaio. Il calo dei tassi sui mutui e il mercato del lavoro solido contrastano il freno originato dalla scarsità di scorte (scorte di case invendute a 5,1 mesi di vendite) e i prezzi elevati (prezzo mediano +14% a/a). Gli investimenti residenziali dovrebbero dare un contributo positivo alla crescita del PIL nel 1° trimestre.

Gli **ordini di beni durevoli** a gennaio sorprendono verso l'alto, con una correzione di solo -0,2% m/m, contro una previsione di consenso di -1,5% m/m. Il dato di dicembre è rivisto verso l'alto a +2,9% m/m da +2,4% m/m. Il calo degli ordini è concentrato nel settore della difesa, che registra una contrazione di -39,8% m/m a gennaio, dopo un ampio incremento a dicembre. Al netto dei trasporti, gli ordini sono in rialzo di 0,9% m/m; la variazione al netto della difesa è di 3,6% m/m. La sorpresa più positiva viene dall'aggregato degli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei, in rialzo di 1,1% m/m, come le consegne relative allo stesso insieme di beni. Le consegne di beni capitali totali sono spinte verso il basso dal comparto dell'aeronautica civile. I dati sono migliori del previsto e segnalerebbero una ripresa degli ordini, al netto degli effetti del blocco produttivo di Boeing, dopo la debolezza della seconda parte del 2019. L'incertezza sulla trasmissione della frenata del manifatturiero cinese e del commercio internazionale a inizio 2020 mantiene il quadro molto incerto.

I nuovi **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 22 febbraio aumentano a 219 mila, da 211 mila della settimana precedente, al di sopra della media a 4 settimane (209750). I sussidi restano sui minimi da circa 50 anni, ma in questa fase di rallentamento della crescita e di shock verso il basso sarà importante monitorare il trend della serie. I nuovi sussidi sono uno dei migliori indicatori anticipatori di svolta ciclica.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	gen	1.57	1.57	1.49
Tasso di disoccupazione	gen	2.2	% 2.2	2.4
Vendite al dettaglio a/a	gen	-2.6	% -1.1	-0.4
Produzione industriale m/m prelim	gen	1.2	% 0.2	0.8
PMI manifatturiero finale	feb	47.6		

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

Fonte: Bloomberg

I dati giapponesi iniziano a includere, almeno parzialmente, i primi effetti del Covid-19. La **produzione industriale** a gennaio, con dati raccolti fino al 10 febbraio, sorprende verso l'alto, e aumenta di 0,8% m/m, dopo 1,2% m/m (consenso: 0,2% m/m) e di -2,5% a/a (consenso: -3,1% a/a). La ripresa dell'output dopo la contrazione dell'autunno legata al rialzo dell'imposta sui consumi è sostenuta dal comparto trasporti e registra modeste correzioni nell'elettronica e nei macchinari, potenzialmente influenzati dai blocchi produttivi in Cina. Le informazioni principali dei dati dovrebbero venire dalle proiezioni per i mesi successivi, con attese di rialzo di 5,3% m/m a febbraio e di calo di -6,9% m/m a marzo, e indicazioni di espansione trimestrale. È probabile che il deteriorarsi della situazione in Cina e ora in Corea e altri paesi strettamente legati al commercio giapponese porti a revisioni verso il basso delle previsioni delle imprese, tuttavia sulla base delle prime informazioni disponibili il 1° trimestre potrebbe essere solo marginalmente negativo. Le **vendite al dettaglio** sono in rialzo di 0,6% m/m a gennaio (-0,4% a/a), in ripresa dopo gli effetti negativi della restrizione fiscale dell'autunno, senza evidenti effetti del Covid-19. Da febbraio in poi le vendite dovrebbero essere frenate dalla riduzione del turismo cinese e dalla minore domanda in alcuni comparti. Il primo ministro **Abe** ha affermato che il governo interverrà a sostegno dell'economia con un pacchetto fiscale.

Il **CPI di Tokyo** a febbraio rallenta a 0,4% a/a da 0,6% a/a di gennaio. L'indice al netto degli alimentari freschi è in rialzo di 0,5% a/a ed escludendo gli effetti delle misure fiscali dell'autunno la variazione è in rallentamento a 0,2% a/a. Nei dati di inflazione si registra un freno collegato al comparto alberghiero e turistico, primo segnale dell'impatto del Covid-19.

Il **tasso di disoccupazione** a gennaio aumenta a 2,4% da 2,2% di dicembre, con un calo sia degli occupati sia della forza lavoro. Il **job-to-applicant ratio** cala a 1,49 da 1,57, sui minimi da maggio 2017, con una variazione molto ampia che andrà monitorata nei prossimi mesi.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T4	0.4	%		
EUR	M3 dest. a/a	gen	5.0	%	5.3	5.2
EUR	Fiducia consumatori finale	feb	-8.1	(-6.6)	-6.6	-6.6
EUR	Fiducia servizi	feb	11.0		11.2	11.2
EUR	Fiducia industria	feb	-7.0	(-7.3)	-7.3	-6.1
EUR	Indice di fiducia economica	feb	102.6	(102.8)	102.8	103.5
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	feb	102	(100)	99	102
FRA	Fiducia consumatori	feb	104		103	104
FRA	Spese per consumi m/m	gen	-0.3	%	0.1	-1.1
FRA	IPCA a/a prelim	feb	1.7	%	1.6	1.6
GER	IFO	feb	96.0	(95.9)	95.3	96.1
GER	IFO (sit. corrente)	feb	99.2	(99.1)	98.6	98.9
GER	IFO (attese)	feb	92.9		92.2	93.4
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T4	0.4	%	0.4	0.4
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T4	0.0	%	0.0	0.0
GER	Prezzi import a/a	gen	-0.7	%	-0.4	-0.9
GER	Tasso di disoccupazione	feb	5.0	%	5.0	5.0
GER	Variazione n° disoccupati	feb	-4	(-2) x1000	3	-10
GER	IPCA m/m prelim	feb	-0.8	%	0.4	
GER	CPI (Lander) m/m prelim	feb	-0.6	%	0.3	
GER	IPCA a/a prelim	feb	1.6	%	1.6	
GER	CPI (Lander) a/a prelim	feb	1.7	%	1.7	
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	gen	5.77	Mld €		-0.28
ITA	Fiducia consumatori	feb	111.8		111.4	111.4
ITA	Indice di fiducia delle imprese	feb	100.0	(99.9)	99.4	100.6
ITA	IPCA m/m prelim	feb	-1.8	%	-0.3	-0.4
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	feb	0.5	%	0.5	0.4
ITA	IPCA a/a prelim	feb	0.4	%	0.4	0.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	feb	0.1	%		0.0
SPA	IPCA a/a prelim	feb	1.1	%	0.8	0.9

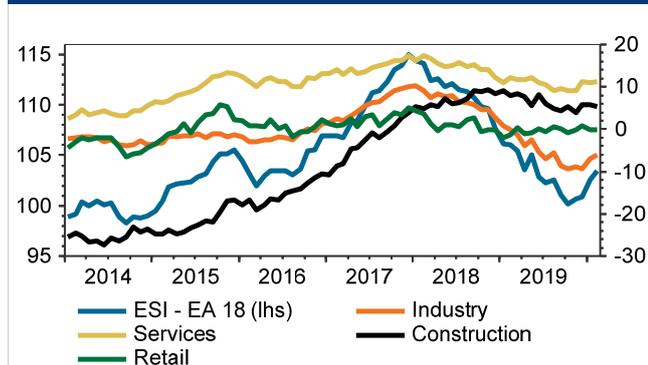
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Bloomberg

Area euro. In gennaio, la crescita di **M3** è riaccelerata da 4,9 a 5,2% a/a. L'espansione della massa monetaria continua a essere concentrata nella componente più liquida, M1, mentre resta sostanzialmente nulla per M2-M1 e negativa per M3-M2. La domanda di moneta è alimentata prevalentemente dall'espansione del credito al settore privato, che contribuisce per 3,7 punti percentuali ed è sostanzialmente stabile, e in minor misura dall'incremento delle attività nette del sistema bancario.

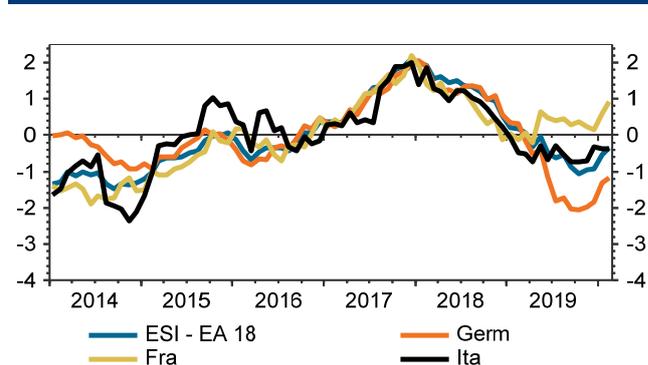
Area euro. L'indice **ESI** di **fiducia economica** elaborato dalla Commissione Europea ha registrato un miglioramento in febbraio, a 103,5 (+0,9 punti). L'incremento è spinto da un balzo della **fiducia dei consumatori** a -6,6 (+1,5 punti), ed in misura minore dalla fiducia nel settore manifatturiero, salita a -6,1 (+0,9 punti). Rimane pressoché invariata la fiducia nel settore dei servizi (a 11,2 da 11,0 precedente) e nel commercio al dettaglio (-0,2 da -0,1 precedente), mentre registra un lieve calo il settore delle costruzioni, sceso a 5,3 (-0,5 punti). Lo spaccato per paesi indica che, tra le maggiori economie dell'Eurozona, l'ESI è fortemente cresciuto nei Paesi Bassi (+2,0), Francia (+1,9) e Spagna (+1,2); la Germania ha registrato una crescita moderata (+0,6), mentre per l'Italia l'indice è rimasto stabile. Il miglioramento risulta evidente nei paesi *core*, mentre i paesi *periphery* evidenziano una quasi invarianza (-0,2 punti) rispetto al dato di gennaio. Il livello dell'indice composito della Commissione ed i dati PMI di febbraio sono coerenti con una crescita del PIL compresa tra lo 0,3-0,4% t/t, in forte ripresa dall'ultimo trimestre del 2019. Tuttavia, pensiamo che l'ottimismo dei mesi iniziali del nuovo anno debba ancora scontare gli effetti negativi sull'economia dell'impatto del COVID-2019, visibili solamente da marzo. Per questa ragione, permangono forti rischi al ribasso sul tasso di crescita del PIL atteso per il primo trimestre del 2020.

Area euro- Indice ESI in ripresa



Fonte: Refinitiv Datastream

Indice in ripresa in Francia e in Germania, stabile in Italia



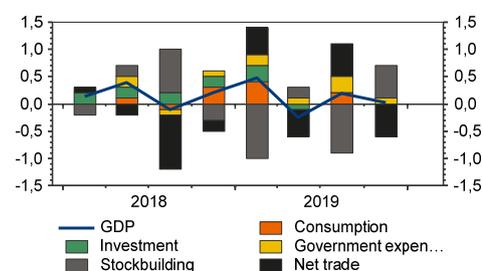
Fonte: Refinitiv Datastream

Germania. Nell'ultimo trimestre del 2019, l'economia tedesca ha registrato una stagnazione della crescita del **PIL**, dopo il +0,2% t/t (dati aggiustati per la stagionalità e per gli effetti di calendario) del trimestre precedente. La crescita tendenziale è passata a +0,4% da +0,6%, con un tasso medio annuo di crescita in diminuzione a 0,6% nel 2019, dall'1,5% del 2018.

La **domanda interna**, uno dei motori dell'economia tedesca, **ha segnato un rallentamento**. La spesa pubblica è aumentata solamente dello 0,3% t/t, scendendo dall'1,3% del terzo trimestre. Il consumo delle famiglie ha registrato una stagnazione, dopo un +0,5% t/t nel trimestre precedente, mentre gli investimenti fissi sono scesi del -0,2% t/t da -0,1% t/t, spinti al ribasso dal calo della spesa per macchinari ed attrezzature (-2,0% t/t, da -1,4% precedente). Il settore delle costruzioni è cresciuto dello 0,6% t/t dallo 0,4% precedente, aiutato dalle favorevoli condizioni climatiche. **La componente estera netta ha contribuito negativamente alla crescita**, con le esportazioni calate del -0,2% da +1,0% del 3° trim., e le importazioni salite del +1,3%, dopo il -0,4% precedente. **Il contributo delle scorte è stato di 0,6 punti percentuali**, ed ha controbilanciato il calo delle esportazioni nette. Dal lato dell'offerta, i settori dei servizi e delle costruzioni accelerano, mentre il manifatturiero rimane debole. **Migliorano i dati sull'occupazione, nonostante la debolezza del PIL tedesco.** Nel 2019, il numero di posti di lavoro è cresciuto dello 0,7% (circa 300 mila posti di lavoro in più), portando l'occupazione verso un nuovo massimo.

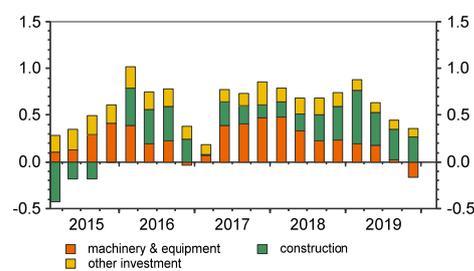
Lo scenario macroeconomico futuro si mostra particolarmente fragile. Prevediamo una crescita dello 0,2% t/t nel 1° trim. del 2020 e dello 0,3% nel secondo, con un tasso annuo dello 0,5%. Il miglioramento dell'economia dovrebbe essere guidato dalla conclusione della fase-1 dell'accordo sui dazi tra Cina ed USA, anche se la ripresa è minacciata dagli effetti negativi del COVID-19. Nel breve periodo permangono i rischi al ribasso per la crescita economica.

Germania: contributo della domanda alla crescita trimestrale del PIL



Fonte: Destatis

Germania: frenata degli investimenti in macchinari, tengono le costruzioni

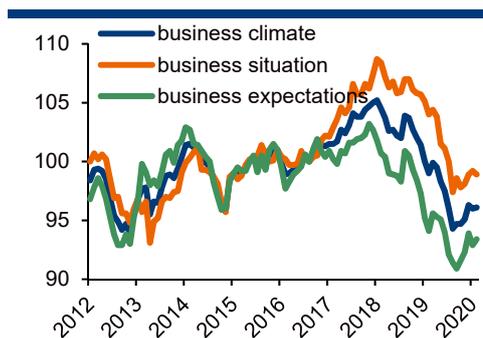


Contributo alla crescita % a/a del PIL. Fonte: elaborazioni su dati DeStatis

Germania. Il **clima di fiducia** misurato dall'Ifo è salito a 96,1 in febbraio, da 96,0 (dato rivisto al rialzo da 95,9) di gennaio. L'aumento è guidato dal miglioramento delle aspettative, passate a 93,4 da 92,9, mentre l'indice della situazione corrente è sceso a 98,9 da 99,2 (dato rivisto al rialzo da 99,1). La fiducia nei settori dei servizi, del commercio e delle costruzioni è lievemente diminuita; il manifatturiero ha mostrato un comportamento meno pessimistico rispetto alle altre componenti, come si deduce dal grafico per la Germania.

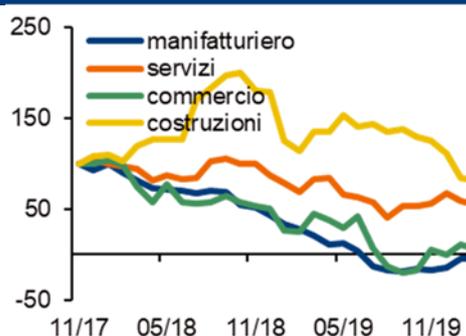
I valori degli ultimi mesi dell'indice Ifo sono coerenti con un'espansione dell'attività economica nel 1° trim. del 2020, dopo una stagnazione nel 4° trimestre dell'anno precedente. Inoltre, l'andamento positivo è supportato dagli ultimi dati sul PMI. Il miglioramento è guidato dalla fase-1 dell'accordo sui dazi tra Cina e USA, anche se la ripresa potrebbe rivelarsi di breve durata, spiazzata in parte dagli effetti negativi dell'epidemia di COVID-19. Ci aspettavamo che l'economia riprendesse la crescita dello 0,2% t/t nel 1° trim. e dello 0,3% nel secondo, ma i rischi sono fortemente al ribasso. L'esplosione di casi di COVID-19 in Italia ha dimostrato che il rischio di contagio è elevato anche in Europa; pertanto, allo shock negativo esterno, legato al calo dell'attività economica in Cina, potrebbe aggiungersi una componente interna, legata alla diffusione del COVID-19 nei Paesi del vecchio continente. Il contagio potrebbe trasferirsi dal manifatturiero al settore dei servizi, con un'alta probabilità che il declino e la successiva ripresa seguano un andamento a "V".

Germania: indice Ifo di fiducia economica



Fonte: Istituto Ifo, Intesa Sanpaolo

Germania: andamento delle componenti dell'indice Ifo (Novembre 2017=100)



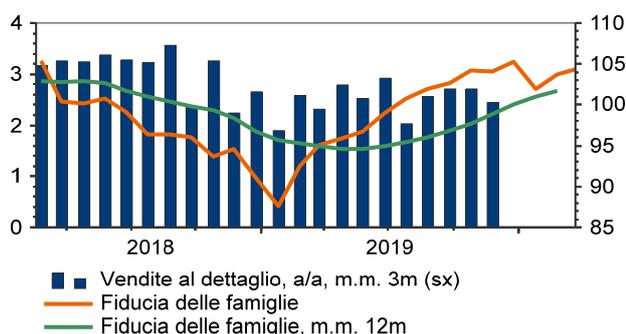
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ifo

Germania. In febbraio è sceso il numero di disoccupati. I dati ufficiali mostrano una diminuzione di 10 mila senza lavoro (dato destagionalizzato), dopo il calo di 4 mila (rivisto dai -2 mila) unità del mese precedente. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 5%, un decimo più alto del suo minimo storico raggiunto tra marzo ed aprile dello scorso anno. Le indagini congiunturali segnalano un mercato del lavoro stabile, anche se i dati ancora non riflettono gli effetti negativi sull'economia del COVID-19.

Francia. L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** elaborato dall'**INSEE** è rimasto stabile a 102, ma il dato di gennaio è stato rivisto al rialzo di due punti da 100 a 102. Questo conferma la nostra previsione che lo stato di salute del comparto manifatturiero francese è migliore rispetto all'immagine data dalle indagini PMI, che per febbraio avevano indicato un calo a 49,7 da 51,1. Lo spaccato mostra un aumento della produzione corrente e degli ordini dall'estero, con una domanda interna che si rafforza, mentre quella estera rimane però fiacca. Il livello dei prezzi in input è atteso in aumento mentre le prospettive occupazionali risultano stabili. L'indagine di febbraio indica che il comparto manifatturiero sta incrementando la produzione nel trimestre in corso rispetto al livello di fine 2019. A marzo potrebbe aversi una battuta d'arresto sull'onda della diffusione della COVID-19 in Europa.

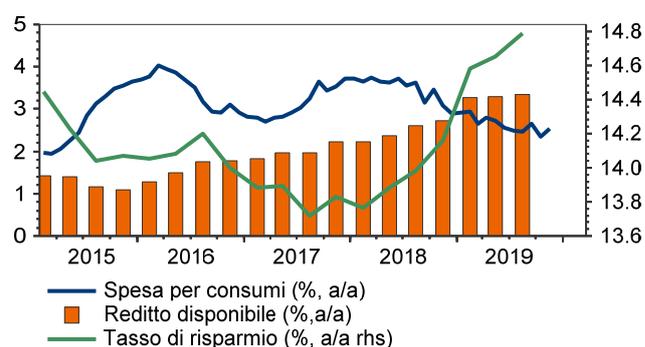
Francia. L'indice di **fiducia dei consumatori** rimane stabile a febbraio a 104. Il consenso era per una lieve correzione. Lo spaccato indica che gli intervistati sono più ottimisti sul tenore di vita futuro ma rivedono al ribasso il giudizio sul tenore di vita attuale. La propensione al consumo peggiora rispetto allo scorso trimestre pur rimanendo al di sopra della media storica. Calano sensibilmente anche i timori legati al mercato del lavoro mentre le attese sui prezzi rimangono stabili. Nel complesso, l'indagine indica che il morale delle famiglie sta migliorando nel 1° trimestre rispetto a fine anno. Prevediamo che i consumi ritornino a crescere sopra l'1% nel 2020, dopo aver stagnato nel 2019.

Francia - I consumi delle famiglie sono attesi in aumento quest'anno



Fonte: Refinitiv Datastream

Francia - La crescita del reddito disponibile sta alimentando più i risparmi dei consumi

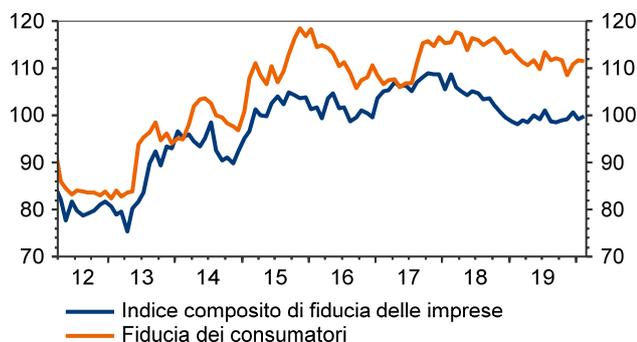


Fonte: Refinitiv Datastream

Italia. I dati sulla fiducia di famiglie e imprese a febbraio sono stati misti: è diminuito (circa in linea con le attese) il morale dei consumatori, è salita a sorpresa la fiducia delle aziende. **Il morale delle famiglie è tornato a calare dopo essere migliorato nei due mesi precedenti**, a 111,4 da 111,8 di gennaio. Le condizioni correnti sono poco variate, ma sono peggiorate le aspettative per il futuro. Il calo riguarda più la situazione personale degli intervistati che il clima nazionale. Le famiglie sono meno ottimiste sulla situazione occupazionale. **L'indice composito di fiducia delle imprese ha registrato un rimbalzo a febbraio**, a 99,8, dopo essere calato a 99,2 a gennaio. **La ripresa è dovuta al commercio al dettaglio**, dove l'indice è risalito dopo il forte calo precedente (a 107,6 da 106,6) **e al manifatturiero** (100,6 da 100). **Il morale è rimasto invariato nei servizi** (a 99,4, non recuperando la correzione di gennaio) **ed è calato nelle costruzioni** (a 142,3 da 142,7), dopo che il mese scorso l'indice nel settore era tornato vicino ai massimi da 13 anni. **La fiducia delle aziende manifatturiere è salita per il terzo mese**, tornando in sostanza sui massimi dell'ultimo anno. **Il miglioramento riguarda per il secondo mese soprattutto gli ordini correnti (dall'interno**, mentre calano le commesse dall'estero), così come i livelli attuali di produzione, mentre le attese sia sull'output che sugli ordinativi sono meno ottimistiche, come pure le aspettative sull'economia.

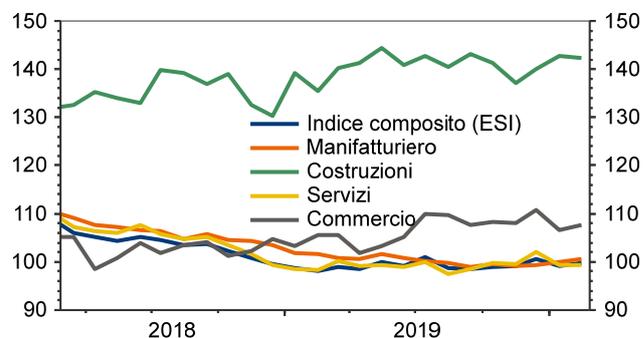
In sintesi, **le informazioni che giungono dalle indagini di gennaio sono miste, ma in media migliori del previsto. Tuttavia, c'è da tener presente che le survey non includono appieno gli effetti della diffusione del COVID-19 sul territorio nazionale:** l'indagine sui consumatori viene svolta nella prima metà del mese, quella sulle imprese è stata condotta fino al 23/25 febbraio (le misure restrittive per la "zona gialla" sono state implementate a partire da domenica 22). In tal senso, **ci aspettiamo un impatto più tangibile nelle indagini di marzo. La nostra prima stima, del tutto provvisoria, degli effetti del nuovo coronavirus sulla crescita del PIL italiano nel 2020 è di circa lo 0,2%**, di cui 0,1% dal canale del commercio estero e altrettanto dall'impatto delle misure prese per contenere il contagio sul territorio nazionale. Tuttavia, il secondo canale potrebbe rivelarsi potenzialmente più dirompente, in caso di eventuale estensione delle restrizioni nello spazio e nel tempo. **A nostro avviso, la diffusione del COVID-19 potrebbe mettere a rischio la ripresa del PIL che ci aspettavamo per il primo trimestre del 2020, e potenzialmente anche per l'intero anno.**

Italia - Fiducia dei consumatori e delle imprese



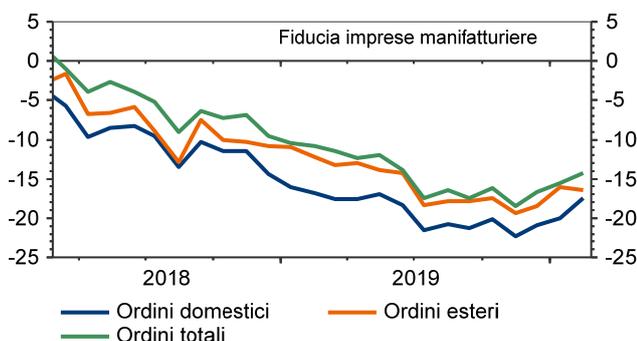
Fonte: Refinitiv Datastream

Italia - Fiducia delle imprese nei principali settori



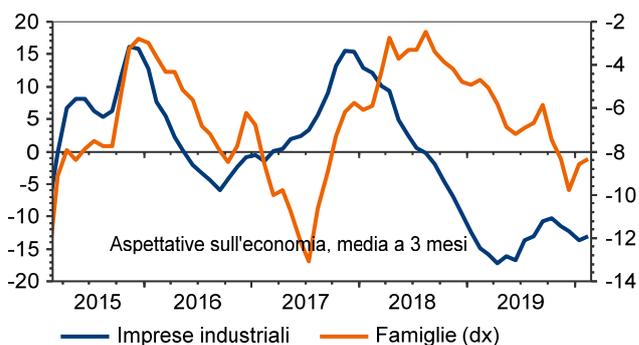
Fonte: Refinitiv Datastream

Le aziende manifatturiere segnalano una ripresa dai minimi degli ordini correnti, soprattutto sul mercato interno



Fonte: Refinitiv Datastream

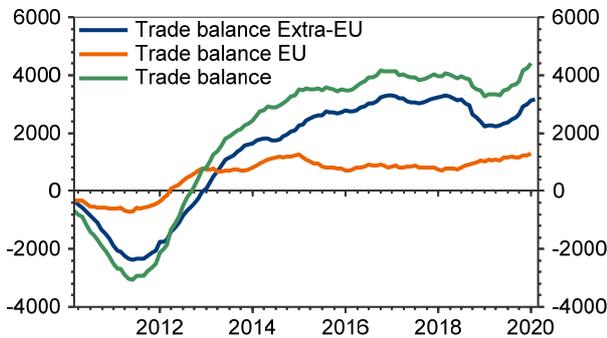
Tuttavia, le aspettative sull'economia restano non certo brillanti (e non includono appieno gli effetti del COVID-19)



Fonte: Refinitiv Datastream

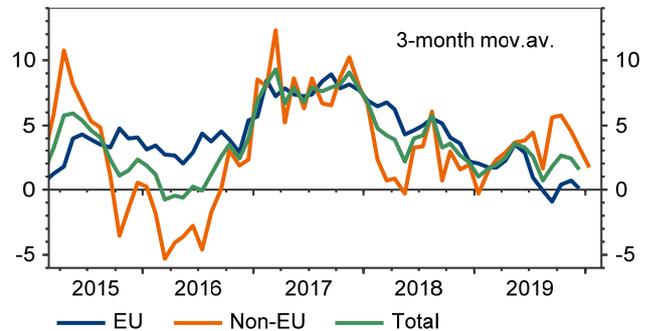
Italia. I dati di gennaio sul commercio coi Paesi extra-UE mostrano un deciso rimbalzo per entrambi i flussi, più marcato per le importazioni (+7,2% da -1,7% m/m di dicembre) che per le esportazioni (+5,4% m/m da -1% precedente). Si nota in particolare un netto incremento, in entrambe le direzioni, per energia e beni strumentali. Su base tendenziale, l'export risulta in crescita di +4,4% (in lieve rallentamento rispetto a dicembre), l'import torna in positivo a +2,3%. Dal lato dell'export, spicca una accelerazione, a ritmi superiori al 30%, per Turchia e Giappone; in ripresa anche le vendite verso i Paesi OPEC gli Stati Uniti, che risultavano in calo il mese precedente. Restano in negativo India (-15,2%), Cina (-11,9%) e Paesi MERCOSUR (-4,1%). Come già lo scorso ottobre, l'aumento dell'export di gennaio, sia su base mensile sia annua, è influenzato da movimentazioni occasionali di elevato impatto (cantieristica navale) verso gli Stati Uniti, che contribuiscono da sole a spiegare per circa 3 punti percentuali l'incremento tendenziale dell'export verso i Paesi extra-UE. Al netto di ciò, e tenendo conto dei possibili effetti del COVID-19 sui dati da febbraio in poi, ci sembra prematuro parlare di ripresa del commercio internazionale.

L'avanzo commerciale è ai massimi storici



Fonte: Refinitiv Datastream

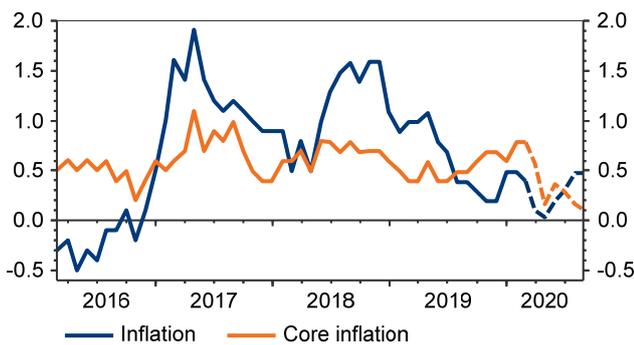
Ma la tendenza per le esportazioni è in ripiegamento sia verso i Paesi UE che extra-UE



Fonte: Refinitiv Datastream

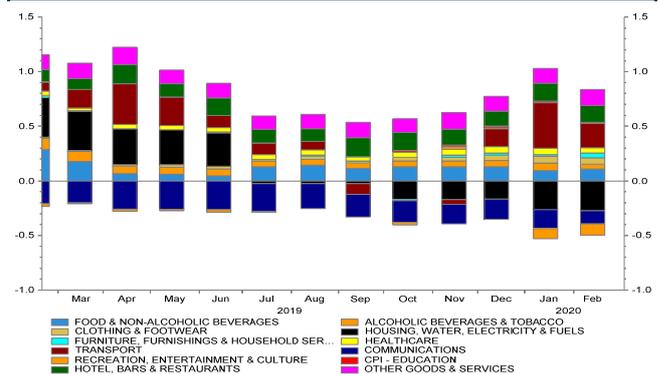
Italia. L'inflazione è scesa di un decimo a febbraio, allo 0,4% a/a in base all'indice NIC e allo 0,3% a/a in termini armonizzati UE. I dati sono risultati inferiori al consenso e in linea con la nostra stima. Nel mese, i prezzi sono rimasti stabili sull'indice domestico e sono diminuiti di quattro decimi sull'armonizzato. Come da noi previsto, **le pressioni al ribasso sono venute principalmente dai trasporti** (-0,9% m/m, principalmente per via dei ribassi dei carburanti) **e dalle comunicazioni** (-0,6% m/m), **mentre i prezzi dei generi alimentari hanno continuato ad aumentare** (+ 0,5% m/m). L'inflazione di fondo è rimasta invariata allo 0,8% a/a: per trovare un valore più elevato, occorre risalire ad agosto del 2017. L'inflazione sul cosiddetto "carrello della spesa" è salita a 1,7% da 1,6%, principalmente per effetto dei rincari sugli alimentari. Viceversa, l'inflazione sui beni a più alta frequenza di acquisto è invece scesa all'1% dall'1,3% precedente. In prospettiva, **riteniamo che sia iniziato un nuovo trend al ribasso per l'inflazione: il CPI potrebbe tornare attorno a zero tra marzo e aprile**. Nelle nostre stime, l'inflazione italiano rimarrà inferiore all'1% (e significativamente inferiore alla media della zona euro) per l'intero anno. A nostro avviso, la media 2020 dovrebbe essere inferiore a quella dell'anno scorso (stimiamo uno 0,5% per il NIC e uno 0,4% per l'IPCA). I rischi per lo scenario di inflazione rimangono al ribasso.

Ci aspettiamo che il CPI torni vicino a zero in marzo-aprile



Fonte: Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

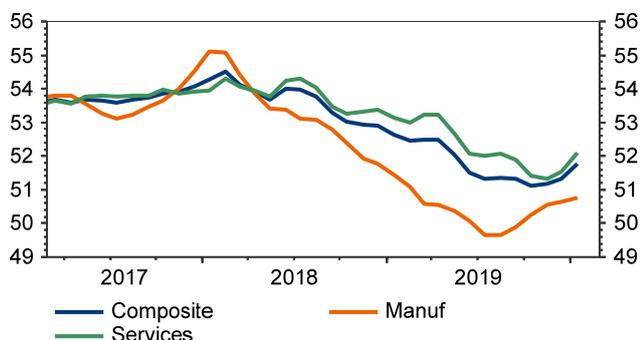
Il rallentamento recente è dovuto soprattutto ai trasporti



Nota: contributi alla variazione % a/a del CPI. Fonte: Refinitiv Datastream

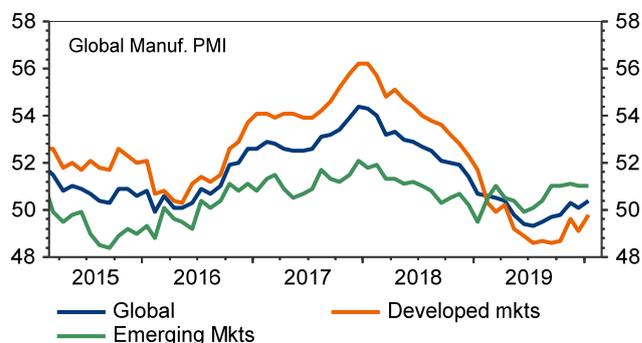
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



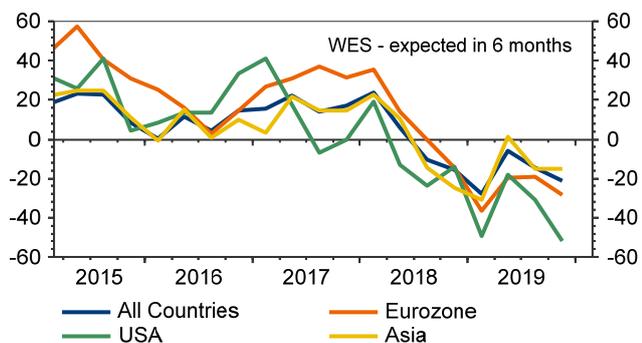
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



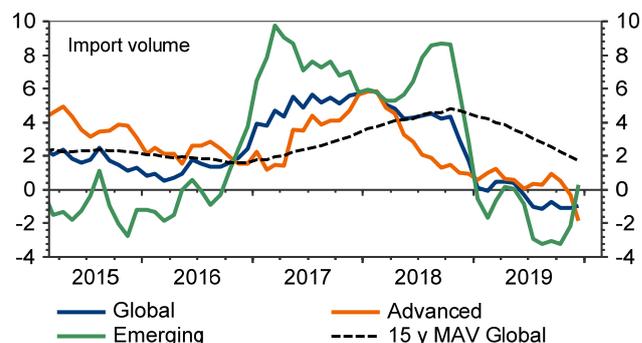
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Ifo: WES, aspettative a 6 mesi



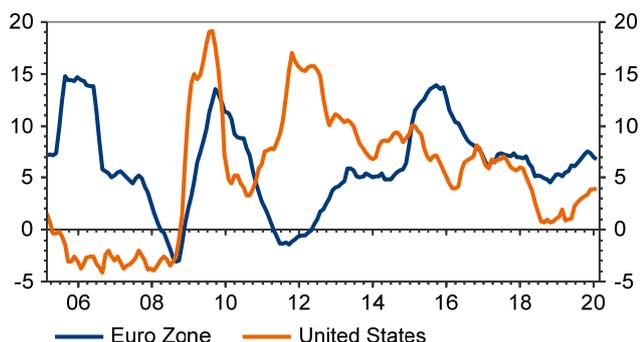
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

Andamento del commercio mondiale



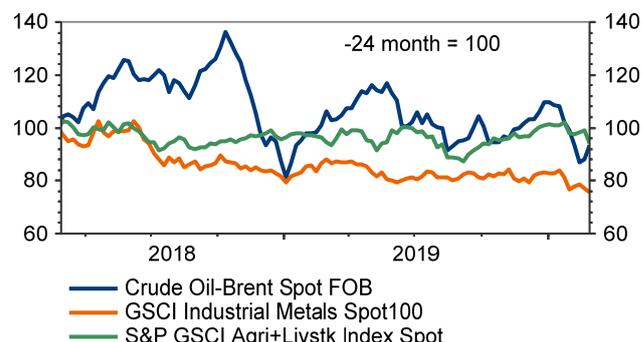
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

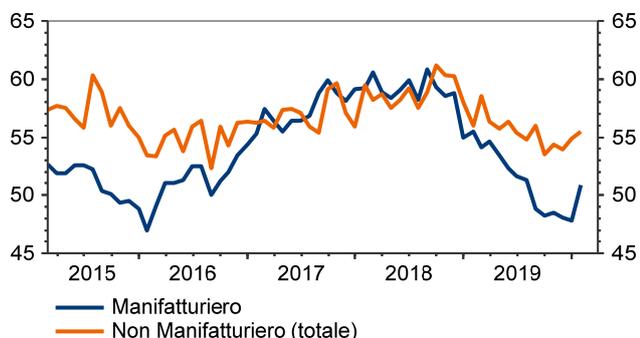
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

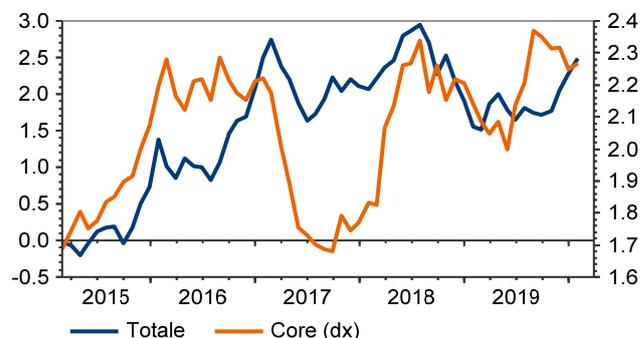
Stati Uniti

Indagini ISM



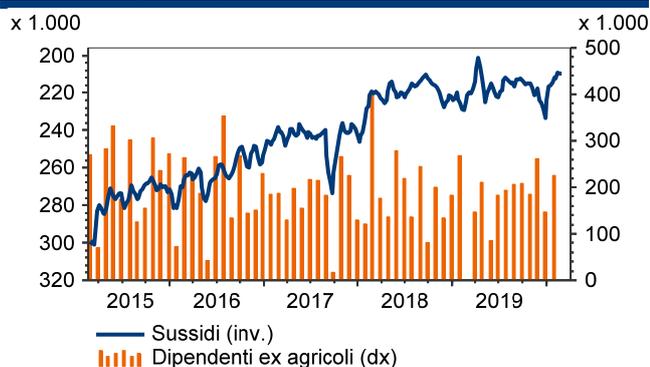
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI - Var. % a/a



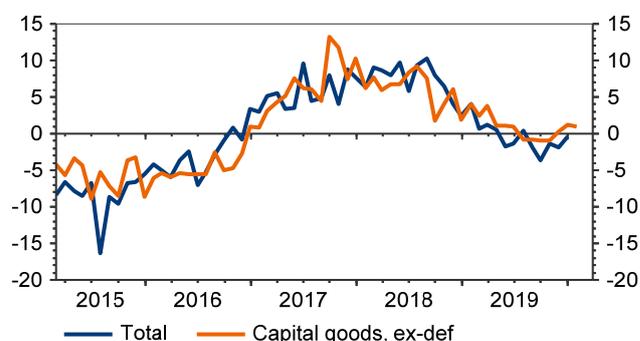
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

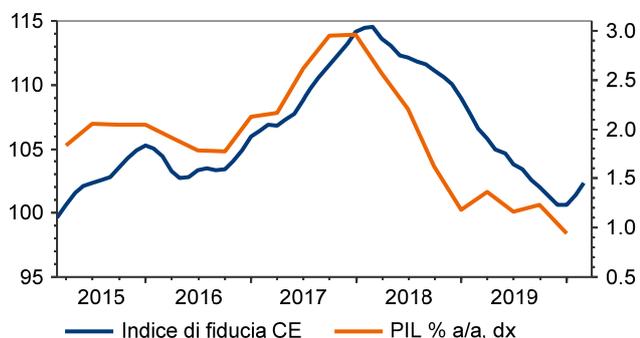
Previsioni

	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	1.8	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	2.4	1.4	1.1	4.6	3.1	1.7	2.3	2.0	2.2
IFL - privati non residenziali	6.4	2.1	-0.1	4.8	4.4	-1.0	-2.3	-2.3	-0.1	1.8	2.3
IFL - privati residenziali	-1.5	-1.5	3.2	-4.7	-1.0	-3.0	4.6	6.2	5.1	1.2	1.0
Consumi e inv. pubblici	1.7	2.3	1.6	-0.4	2.9	4.8	1.7	2.6	1.1	1.4	0.3
Esportazioni	3.0	0.0	0.9	1.5	4.1	-5.7	0.9	2.0	0.2	1.7	1.8
Importazioni	4.4	1.0	-0.6	3.5	-1.5	0.0	1.8	-8.6	0.3	2.0	2.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.5	-1.0	0.0	-1.2	0.2	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	2.0	2.2	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1	1.7	2.2
Produzione Industriale	3.9	0.8	0.0	1.0	-0.5	-0.6	0.3	0.0	-0.3	0.0	0.3
Disoccupazione (%)	3.9	3.7	3.5	3.8	3.9	3.6	3.6	3.5	3.5	3.6	3.4

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	1.2
marzo	1.4	1.4	1.2
aprile	1.2	1.7	1.0
maggio	2.0	1.2	1.0
giugno	2.0	1.3	1.0
luglio	2.2	1.0	1.0
agosto	2.1	1.0	1.1
settembre	2.0	0.8	1.2
ottobre	2.3	0.7	1.2
novembre	1.9	1.0	1.1
dicembre	1.5	1.3	1.2

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2018	2019	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	0.6	0.8	0.8
- t/t				0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	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	0.8	1.6	0.3	5.2	-3.8	0.5	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	0.6	0.4	0.4	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	0.0	-0.2	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.1	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	1.1	1.9	1.4	1.4	1.0	1.0	1.3	1.0	1.1
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	-0.40	-0.41	-0.42

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	27/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.39	-0.46	-0.44	-0.48	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47
Euribor 3m	-0.35	-0.42	-0.38	-0.42	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

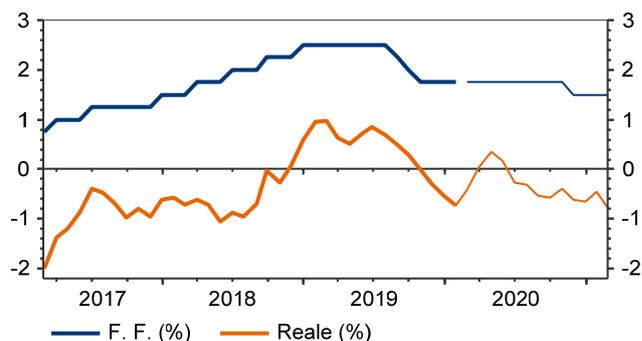


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	27/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.50
Libor USD 3m	2.32	2.09	1.91	1.61	1.72	1.70	1.61	1.51

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

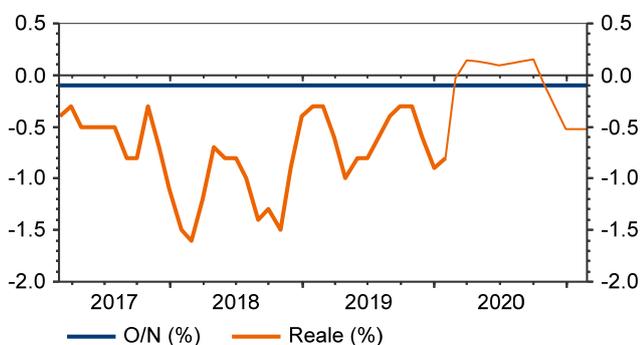


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	27/2	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.07	-0.10	-0.05	-0.07	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

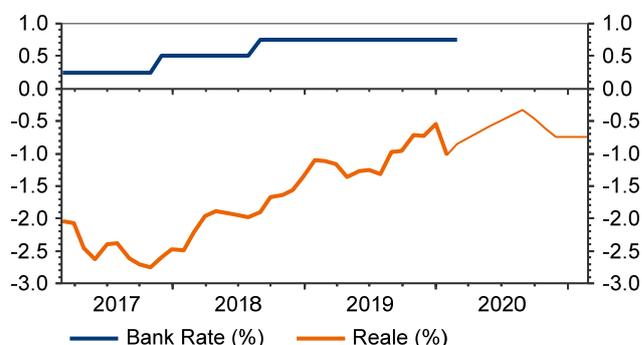


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Regno Unito

	giu	set	dic	27/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Libor GBP 3m	0.77	0.76	0.79	0.73	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	28/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.22	1.14	1.11	1.10	1.10	1.1043	1.10	1.12	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	107	111	106	110	109	108.62	109	110	111	112	114
GBP/USD	1.38	1.33	1.22	1.29	1.30	1.2882	1.30	1.33	1.35	1.38	1.43
EUR/CHF	1.15	1.13	1.09	1.10	1.07	1.0616	1.09	1.10	1.12	1.13	1.15
EUR/JPY	131	126	117	121	120	119.97	120	123	127	131	136
EUR/GBP	0.88	0.86	0.91	0.85	0.85	0.8571	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
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
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
 Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com