INTESA SANPAOLO

Macro

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro: via libera entro il 1° giugno a PCS, SURE e Fondo Europeo di Garanzia per la BEI. Il **Consiglio Europeo** ha anche deciso di continuare a lavorare sul Recovery Fund. I nodi da sciogliere sono intricati e sarà difficile che il fondo possa essere operativo tanto presto.

Non si attendono nuove misure dalla **riunione del Consiglio direttivo BCE** del 30 aprile. Nelle ultime settimane, dopo il potenziamento dei programmi di acquisto il focus si è spostato sulla protezione della massa delle garanzie necessarie all'approvvigionamento della liquidità, che sono state anche isolate da possibili azioni di rating.

I market mover della settimana

Il calendario dell'**Eurozona** vede questa settimana l'uscita di dati cruciali per iniziare a misurare concretamente l'impatto dell'epidemia sulle economie nazionali. La stima preliminare del PIL dell'Eurozona potrebbe mostrare un crollo del -3,8% t/t (-3,3% a/a) da 0,1% t/t; in Francia, la contrazione del PIL è attesa essere più marcata (-6% t/t da -0,1% t/t), così come in Italia (-5,4% t/t da -0,3% t/t) e in Spagna (a -4,9% t/t da +0,4% t/t). Di rilievo sarà anche la riunione della BCE, sebbene la seduta di aprile si prospetti come interlocutoria. Sono in agenda anche le stime preliminari dell'inflazione di aprile, che per l'Eurozona dovrebbe vedere un nuovo rallentamento a 0,2% a/a da 0,7% a/a precedente; in Francia, l'inflazione è attesa rallentare di altri cinque decimi a 0,3% da 0,8%, mentre in Italia è vista scivolare in territorio negativo a -0,5% da +0,1%. La disoccupazione di marzo nell'Eurozona è prevista a 7,5%, mentre in Italia potrebbe risalire di tre decimi al 10,0%.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**. La riunione del FOMC non dovrebbe produrre novità, con il Comitato ancora restio a dare indicazioni precise per lo scenario di crescita ma sempre esplicito nel garantire che verranno messe in atto tutte le misure disponibili per sostenere il credito e l'economia. Le nuove richieste di sussidio di disoccupazione sono attese poco sotto i 5 mln, spinte da nuovi disoccupati e da coloro che non sono riusciti a presentare le domande nelle settimane precedenti. Fra i dati di aprile, la fiducia dei consumatori e l'ISM manifatturiero dovrebbero registrare ampie correzioni. Per quanto riguarda marzo, la spesa in costruzioni, la spesa e il reddito personali dovrebbero essere negativi. La stima advance del PIL del 1° trimestre dovrebbe registrare una variazione vicina a -4% t/t ann.

24 aprile 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

Area euro: via libera entro il 1° giugno a PCS, SURE e Fondo Europeo di Garanzia per la BEI. Il Consiglio Europeo ha anche deciso di continuare a lavorare sul Recovery Fund. I nodi da sciogliere sono intricati e sarà difficile che il fondo possa essere operativo tanto presto.

Non si attendono nuove misure dalla riunione del Consiglio direttivo BCE del 30 aprile. Nelle ultime settimane, dopo il potenziamento dei programmi di acquisto il focus si è spostato sulla protezione della massa delle garanzie necessarie all'approvvigionamento della liquidità, che sono state anche isolate da possibili azioni di rating.

- La videoconferenza del Consiglio Europeo ha dato **via libera alle tre misure di sostegno concordate dall'Eurogruppo il 9 aprile**, dando indicazione di renderle **operative entro il 1° giugno**. Si tratta della linea di credito PCS (Pandemic Crisis Support) del MES, del fondo europeo di garanzia per la BEI e del fondo SURE della Commissione Europea per rifinanziare i meccanismi di sicurezza sociale. Inoltre, il Consiglio Europeo ha dato **assenso in linea di principio a continuare i lavori sul Recovery Fund**, incaricando la Commissione Europea di disegnare una proposta operativa che gli Stati membri possano poi discutere. Il 6 maggio potrebbe essere il giorno in cui la Commissione presenterà la proposta iniziale.
  - Come era emerso alla vigilia, la proposta dovrebbe essere ancorata al quadro finanziario pluriennale 2021-27 dell'Unione, che dovrà essere ampliato di conseguenza. La dichiarazione conclusiva del presidente Michel non fa menzione di altri aspetti, il che indica che restano ancora molti angoli da smussare. Sono ancora indefiniti la dimensione del fondo (la Commissione ha parlato di un migliaio di miliardi, ma non è chiaro se questa cifra riguarda il fondo o la spesa finale attivata), la proporzione di sovvenzioni sul totale e il livello di controllo su entrate e spese.
  - Il fatto che la proposta della Commissione sia di alzare il limite sulle risorse proprie da 1,2% a 2,0% del reddito nazionale lordo europeo per qualche anno (cioè circa 100 miliardi all'anno) suggerisce cautela nel formulare ipotesi sull'effettiva dimensione delle risorse.
  - Riguardo al controllo sulle erogazioni, il presidente dell'Eurogruppo ha accennato alla necessità di essere pronti a discutere insieme come si spende e come si tassa; anche la cancelliera Merkel ha sottolineato la necessità di valutare l'impatto settore per settore, al fine di decidere come dimensionare il programma.
  - Il legame con il budget 2021-27 (che, come detto, deve essere ancora finalizzato) rende poco probabile che il meccanismo possa essere operativo in tempi brevi ed erogare fondi già nel 2° semestre. Per questo si parla della possibilità di un meccanismo ponte per anticiparne gli effetti che potrebbe essere incluso nella proposta della Commissione, anche se l'Olanda si è già detta scettica sulla necessità di altri fondi prima della fine di quest'anno.
  - Il passo in avanti riflette la preoccupazione crescente per l'impatto della crisi sui conti pubblici degli Stati membri, che non sono ugualmente attrezzati a farvi fronte a causa di condizioni di partenza molto diverse. Peraltro, le valutazioni attuali di impatto non riflettono soltanto quanto già annunciato in termini di misure attive, e solo in parte gli stabilizzatori automatici. L'Italia, per esempio, si appresterebbe a rivedere il deficit 2020 al 10,4% del PIL e quello 2021 al 5,7%.
- Sul fronte della politica monetaria, il 22 aprile **la BCE si è mossa per evitare che le azioni di rating possano ridurre improvvisamente la massa di titoli utilizzabili come garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema**, causando un'indesiderata stretta delle condizioni di liquidità in alcuni paesi dell'unione. Il rating minimo per l'ammissione delle attività finanziarie negoziabili è stato abbassato da BBB- a BB fino al settembre 2021, data del primo rimborso anticipato del programma TLTRO III. Si tratta del secondo intervento da inizio mese sulle garanzie che servono ad accedere alla provvista di liquidità dell'Eurosistema: in precedenza, erano stati ridotti i margini di garanzia. La necessità di garantire l'accesso delle banche alle operazioni BCE deriva dal fatto che la funzionalità del mercato monetario

sembra essersi deteriorata nell'ultimo mese con l'emergere delle pesantissime conseguenze delle misure di contenimento sull'attività economica: i tassi Euribor hanno iniziato a divergere da quelli overnight e dai tassi ufficiali, e ciò malgrado il regime di piena allocazione alle operazioni di liquidità e un enorme eccesso di riserve. Ciò poteva anche riflettere la paura che le azioni di rating potessero compromettere l'accesso delle banche di alcuni paesi alla liquidità BCE, a causa della mancanza di titoli stanziabili come garanzia. **Giovedì 30 il Consiglio direttivo si riunisce di nuovo per la riunione di politica monetaria, ma non vi sono attese di nuove misure**. Il comunicato prenderà atto del grave deterioramento della situazione economica di breve termine rispetto a marzo, ma noterà anche l'aumento dello sforzo fiscale avvenuto nel frattempo, anche a livello di unione. Per ora, l'annuncio del PEPP e l'integrazione all'APP annunciata in precedenza, garantiscono sufficiente spazio di manovra.

I market mover della settimana

Il calendario dell'**Eurozona** vede questa settimana l'uscita di dati cruciali per iniziare a misurare concretamente l'impatto dell'epidemia sulle economie nazionali. La stima preliminare del PIL dell'Eurozona potrebbe mostrare un crollo del -3,8% t/t (-3,3% a/a) da 0,1% t/t; in Francia, la contrazione del PIL è attesa essere più marcata (-6% t/t da -0,1% t/t), così come in Italia (-5,4% t/t da -0,3% t/t) e in Spagna (a -4,9% t/t da +0,4% t/t). Di rilievo sarà anche la riunione della BCE, sebbene la seduta di aprile si prospetti come interlocutoria. Sono in agenda anche le stime preliminari dell'inflazione di aprile, che per l'Eurozona dovrebbe vedere un nuovo rallentamento a 0,2% a/a da 0,7% a/a precedente; in Francia, l'inflazione è attesa rallentare di altri cinque decimi a 0,3% da 0,8%, mentre in Italia è vista scivolare in territorio negativo a -0,5% da +0,1%. La disoccupazione di marzo nell'Eurozona è prevista a 7,5%, mentre in Italia potrebbe risalire di tre decimi al 10,0%.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**. La riunione del FOMC non dovrebbe produrre novità, con il Comitato ancora restio a dare indicazioni precise per lo scenario di crescita ma sempre esplicito nel garantire che verranno messe in atto tutte le misure disponibili per sostenere il credito e l'economia. Le nuove richieste di sussidio di disoccupazione sono attese poco sotto i 5 mln, spinte da nuovi disoccupati e da coloro che non sono riusciti a presentare le domande nelle settimane precedenti. Fra i dati di aprile, la fiducia dei consumatori e l'ISM manifatturiero dovrebbero registrare ampie correzioni. Per quanto riguarda marzo, la spesa in costruzioni, la spesa e il reddito personali dovrebbero essere negativi. La stima advance del PIL del 1° trimestre dovrebbe registrare una variazione vicina a -4% t/t ann.

Martedì 28 aprile

Area euro

- **Francia**. L'indice **INSEE** di **fiducia dei consumatori** è visto in calo ad aprile in area 90 da 103,2 di marzo. L'indagine di aprile sarà una prima misurazione dell'impatto dell'epidemia sul morale delle famiglie francesi; l'indice fino a marzo aveva mantenuto un profilo ancora al di sopra della media storica. L'attuale serie INSEE aveva toccato il suo minimo storico a 79 nel 2013 quando la disoccupazione era oltre il 10%.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board ad aprile è prevista in calo a 85 da 120 di marzo. L'indice della situazione corrente a marzo era stato poco variato e la correzione dell'indice totale era stata guidata principalmente dal calo delle aspettative. Ad aprile le informazioni dovrebbero essere più negative sia per l'indice coincidente sia per le aspettative. È atteso un ulteriore ampio deterioramento della valutazione del mercato del lavoro, e sarà importante vedere l'andamento atteso delle variabili collegate all'occupazione e al reddito.

Mercoledì 29 aprile

Area euro

- **Area euro.** La **stima flash** dovrebbe indicare un rallentamento dell'**inflazione** allo 0,2% a/a dallo 0,7% di marzo, sulla scia del calo dei prezzi dell'energia (visti in discesa di -3,8% m/m) e dell'impatto negativo sulla domanda della pandemia di COVID-19. L'indice *core* BCE (al netto di alimentari ed energia) è visto in rallentamento allo 0,8% a/a dall'1,2% precedente. Sul mese, i prezzi sono visti in aumento di +0,2% m/m, per via della stagionalità, dopo il +0,5% m/m di marzo. L'inflazione è attesa rallentare ulteriormente nei prossimi mesi.
- **Area euro.** L'**indice ESI** di fiducia economica elaborato dalla **Commissione Europea** è atteso in forte calo ad aprile, a 65,0 da 94,5. L'indice per l'industria è visto in flessione, a -37,0 da -10,8 di marzo, mentre nel settore dei servizi il calo potrebbe essere decisamente più severo

di quello registrato a marzo (-26,0 da -2,2 precedente). Entrambi gli indici dovrebbero muoversi verso i minimi visti durante la recessione del 2009; a pesare sarebbero le drastiche misure di contenimento del COVID-19 adottate dalla maggior parte dei Paesi. Il dato finale dell'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare la stima preliminare di -22,7 punti.

- **Germania.** La **stima flash dell'inflazione** dovrebbe registrare un rallentamento a 0,4 per entrambi gli indici, da 1,4% a/a (indice nazionale) e 1,3 a/a (indice armonizzato) precedente, sulla scia del calo dei prezzi dell'energia e dell'impatto negativo sulla domanda della pandemia di COVID-19. Sul mese, i prezzi sono attesi scendere del -0,1% in aprile. Le misure prese per combattere il COVID-19 potrebbero non solo spingere al ribasso l'inflazione nei prossimi mesi, ma anche causare problemi nella significatività della rilevazione statistica dei dati. In ogni caso, la tendenza al calo dei prezzi dovrebbe accentuarsi ad aprile, con l'indice destinato a toccare il minimo dalla recessione del 2009.

Stati Uniti

- La stima *advance* del **PIL del 1° trimestre** dovrebbe registrare una contrazione di -3,9% t/t ann., dopo 2,1% t/t ann. del 4° trimestre 2019. Il trimestre era iniziato con dati discreti per gennaio e febbraio, anche se in moderato rallentamento rispetto a fine 2019, soprattutto sul fronte dei consumi, mentre gli investimenti, sia residenziali sia non residenziali apparivano su un sentiero di accelerazione. Il mese di marzo ha cambiato il quadro e determinerà un parziale riscontro degli effetti dell'epidemia sulla crescita. I consumi dovrebbero essere in calo di -4,3% t/t ann. Gli investimenti fissi non residenziali dovrebbero correggere di circa -8% t/t ann., con un ampio contributo negativo dall'estrattivo, colpito già da inizio anno dalla riduzione del prezzo del petrolio. Gli investimenti residenziali dovrebbero essere ancora positivi, segnando un netto rallentamento della crescita. I flussi commerciali dovrebbero essere in calo, con un contributo netto solo marginalmente negativo. Il focus è però ora sull'evoluzione della crescita durante e dopo il *lockdown*. La nostra previsione è di calo di -35% t/t ann. nel 2° trimestre, seguito da una ripresa nel 2° semestre.

- La **riunione del FOMC** di fine aprile sarà la prima riunione "regolare" dopo due incontri straordinarie. Dal 3 marzo in poi, la Fed ha attuato una terapia d'urto per contrastare gli effetti della pandemia sulla liquidità, i mercati e l'economia e ha messo le basi per erogare in modo massicciamente credito a tutti i settori. Il bilancio del primo mese di azione è positivo, con il ritorno alla funzionalità dei mercati e il rientro dell'emergenza-liquidità. Ora inizia il periodo di mantenimento in cui, a fronte di una riduzione del ricorso alla liquidità offerta, il bilancio della Fed si gonfierà con l'utilizzo delle *facility* istituite per erogare credito a tutti i settori dell'economia. **Il FOMC non dovrebbe modificare il menu di interventi messi in atto** e dovrebbe ribadire l'impegno ad agire come necessario per sostenere il ritorno alla crescita.

Giovedì 30 aprile

Area euro

- **Area euro.** La **disoccupazione** è attesa in aumento a marzo al 7,5% da 7,3 di febbraio. Il tasso dei senza-lavoro è atteso risalire nel corso dell'anno, sulla scia dell'impatto negativo della pandemia di COVID-19. Il tasso dei senza-lavoro è atteso in ulteriore crescita nei prossimi mesi, e dipenderà dalla durata dell'emergenza sanitaria e delle restrizioni sulle attività economiche.

- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** dovrebbe aumentare a 5,1% in aprile, dopo il 5,0% dei mesi precedenti. L'indagine PMI indica che l'occupazione sta calando: la flessione dell'indice di diffusione è stata la più rapida dal maggio 2009 e ha interessato sia l'industria manifatturiera sia i servizi, quest'ultimi colpiti da una crisi senza precedenti. Per proteggere il mercato del lavoro il Governo tedesco ha esteso il suo programma *Kurzarbeit*, che consente alle aziende, se affrontano un calo della domanda, di ridurre l'orario di lavoro senza dover licenziare i lavoratori. Il programma può effettivamente impedire un forte aumento della

disoccupazione: le indagini PMI sembrano prevedere un indice dell'occupazione meno volatile rispetto alla produzione.

- **Francia**. La stima flash potrebbe indicare una profonda flessione del **PIL** nel 1° trimestre, attorno al -6% t/t da -0,1% t/t. La nostra previsione è allineata con quella di Banque de France e dell'INSEE. Il calo di attività dovuto alle misure di confinamento ha riguardato la maggior parte dei settori produttivi ma in modo diseguale, e nel mese di marzo si è registrata una chiusura degli stabilimenti produttivi media attorno ai 5 giorni e nei servizi di 6 giorni su 10,5 di confinamento (giorni feriali). In termini annui, il crollo sarebbe pari a -5,5% da 0,9%. La nostra previsione attuale per il PIL prevede uno scenario centrale attorno al -8% nel 2020.

- **Francia**. La stima flash di aprile potrebbe mostrare una nuova frenata dell'**inflazione** a 0,2% da 0,7% sulla scia del nuovo crollo in particolare dei prezzi energetici e dei trasporti. L'indice armonizzato è visto anch'esso frenare allo 0,3% da 0,8%. Sul mese i prezzi al consumo sono attesi in calo di 0,2% m/m da +0,1% m/m sia sulla misura nazionale sia su quella armonizzata.

- **Area euro**. La **stima preliminare del PIL** nel **1° trimestre 2020** dovrebbe registrare un forte calo: -3,8% t/t, che si tradurrebbe in una contrazione di -3,3% a/a. Nel 1° trimestre, dopo un primo bimestre discreto, diversi paesi dell'Eurozona hanno introdotto misure di distanziamento sociale che hanno negativamente impattato turismo, viaggi e una parte della distribuzione commerciale, nonché i consumi di beni durevoli. Nella seconda quindicina di marzo, in particolare, il calo dell'attività rispetto alla norma stagionale è stato molto marcato nelle maggiori quattro economie della zona euro, dove ha coinvolto anche il comparto manifatturiero e l'edilizia; ciò dovrebbe riflettersi negativamente anche sulla stima del PIL del 1° trimestre, forse non del tutto catturati dalla stima flash.

- **Italia**. I dati mensili sulle forze di lavoro riferiti a marzo registreranno i primi effetti della crisi sull'occupazione e le altre variabili del mercato del lavoro. Pensiamo che il tasso di **disoccupazione** possa salire al 10% dal 9,7% precedente, tornando ai massimi da quasi un anno. Gli effetti sul mercato del lavoro sono destinati ad ampliarsi anche significativamente nei prossimi mesi.

- **Italia**. La stima preliminare del **PIL** relativa al 1° trimestre avrà un set informativo più fragile del normale ma costituirà la prima misura complessiva dell'ampiezza della contrazione dell'attività. Stimiamo una flessione pari a -5,4% t/t, ma la stima è soggetta a un'incertezza senza precedenti. L'economia si è mossa su ritmi prossimi alla norma nei primi due mesi dell'anno, ma ha viaggiato a velocità inferiori di quasi il 20% rispetto al normale a marzo. Vista l'incompletezza delle informazioni a disposizione, non è da escludere che il dato possa essere rivisto significativamente con la seconda lettura in calendario il 29 maggio.

- **Italia**. La stima preliminare dei prezzi al consumo ad aprile dovrebbe mostrare un'**inflazione** annua in territorio negativo, stimiamo a -0,5% da +0,1% di marzo su entrambi gli indici. Nel mese i prezzi sarebbero calati di un decimo sull'indice armonizzato e di quattro decimi sul NIC. I vistosi ribassi delle tariffe su gas e elettricità e dei carburanti saranno solo in parte compensati dai rincari degli alimentari e delle spese per la salute. L'inflazione potrebbe rimanere in territorio negativo per diversi mesi.

- **Area euro**. Il **Consiglio direttivo della BCE** dovrebbe lasciare i tassi ufficiali invariati, come anche atteso dagli operatori. Non si attendono modifiche neppure ai programmi di acquisto (APP e PEPP), né al programma TLTRO III. Nelle scorse settimane, la Banca Centrale è intervenuta sui criteri di ammissibilità dei titoli come garanzia per le operazioni di credito, riducendo i margini di garanzia e abbassando transitoriamente da BBB- a BB la soglia minima di rating per i titoli negoziabili diversi dagli ABS.

- **Spagna**. La **stima preliminare del PIL** nel **1° trimestre 2020** dovrebbe registrare un forte calo: -4,9% t/t, che si tradurrebbe in una contrazione di -3,8% a/a. La nostra previsione è allineata con quella di Banca di Spagna (-4,7% t/t). Nel 1° trimestre, dopo un primo bimestre discreto, il Governo spagnolo, dal 14 marzo, ha introdotto misure di distanziamento sociale che hanno negativamente impattato su turismo, viaggi e una parte della distribuzione commerciale,

nonché sui consumi di beni durevoli. Il 28 marzo, inoltre, è stato introdotto il blocco delle attività produttive non essenziali. La Banca di Spagna ha stimato una perdita del 30% del PIL per ogni settimana di confinamento, ed una ripresa solamente parziale nella seconda metà dell'anno. Prevediamo una caduta del PIL del -7,3% nel 2020.

Stati Uniti

- Le nuove **richieste di sussidio** di disoccupazione nella settimana conclusa il 18 aprile dovrebbero essere intorno a 4,5 mln, da 5,2 mln della settimana precedente. I sussidi continuativi nella settimana conclusa l'11 aprile dovrebbero toccare i 19 mln.
- La **spesa personale** a marzo è prevista in calo di -6% m/m dopo +0,2% m/m a febbraio. Il calo nel comparto dei beni durevoli e in una parte di quelli non durevoli dovrebbe essere parzialmente contrastato dall'aumento della spesa per beni di prima necessità e per servizi sanitari e della persona, oltre che per le utility. Il reddito personale a marzo dovrebbe essere in contrazione di -0.9, dopo +0,6% m/m, sulla scia dell'occupazione in calo a partire da metà mese. Gli indici dei prezzi dovrebbero essere deboli, con il deflatore dei consumi in calo di -0,3% m/m (1,4% a/a). Il deflatore core dovrebbe essere circa invariato su base mensile (1,6% a/a), ed evitare la contrazione vista con il CPI core, per via dei diversi pesi delle principali voci nei due indici. Il trend dei prezzi, sia headline sia core, sarà verso il basso nella parte centrale dell'anno, sotto gli effetti del crollo del prezzo del petrolio e delle tariffe di molti servizi colpiti dal *lockdown* (tariffe aeree e alberghiere, servizi per la persona, istruzione, tempo libero e ricreazione, abbigliamento). Le pressioni verso l'alto nei comparti in cui la domanda è aumentata (alimentari, sanità) per ora non saranno in grado di compensare la debolezza dell'inflazione complessiva, che aumenterà ulteriormente nei prossimi mesi e potrebbe portare le variazioni tendenziali al di sotto dell'1% a/a.

Venerdì 1 maggio

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** ad aprile dovrebbe correggere a 38 da 49,1 di marzo. L'indice della Philadelphia Fed ad aprile è sceso a -56,6 su livelli che non si vedevano dalla recessione del 1980, quando l'ISM manifatturiero era sceso fino a 32. Nella situazione attuale c'è ancora una notevole varianza fra gli stati, e il *lockdown* nel settore dovrebbe avere colpito in modo particolare California, Washington, Virginia per l'aeronautica, Michigan, Illinois, Pennsylvania per l'auto. Come per tutte le altre variabili, il focus ora è sulla velocità e sull'estensione del rimbalzo post-*lockdown*.
- La **spesa in costruzioni** a marzo è prevista in calo di -4,2% m/m, dopo -1,3% m/m di febbraio. A marzo la correzione nel comparto non residenziale dovrebbe essere guidata dall'estrattivo, mentre nel settore residenziale dovrebbe iniziare una svolta negativa dopo diversi trimestri di rialzi.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (27 aprile – 1° maggio) … continua…

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente			Consenso	Intesa Sanpaolo
Mar	28/4	01:30	GIA	Job to applicant ratio		mar	1.45			1.40	
		01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mar	2.4		%	2.5	
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		apr	103.0				90.0
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		mar	-59.9		Mld $		
		15:00	USA	C/Shiller indice prezzi delle case a/a		feb	3.1		%		
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	apr	120.0			95.0	85.0
Mer	29/4	10:00	ITA	PPI a/a		mar	-2.6		%		
		10:00	ITA	PPI m/m		mar	-0.4		%		
		11:00	EUR	M3 dest. a/a	*	mar	5.5		%	5.5	
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		apr	prel -22.7			-22.7	-22.7
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	apr	94.5			75.0	65.0
		11:00	EUR	Fiducia industria		apr	-10.8			-25.0	-37.0
		11:00	EUR	Fiducia servizi		apr	-2.2				-26.0
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	apr	0.1		%	0.2	-0.1
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	apr	1.3		%	0.6	0.4
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	apr	1.4		%	0.8	0.4
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	apr	0.1		%	0.1	-0.1
		14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T1	2.1		%	-4.1	-3.9
		15:00	BEL	PIL t/t prelim		T1	0.4		%		
Gio	30/4	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		mar	1.6	(1.7)	%	-4.7	
		01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		mar	-0.3		%	-5.2	
		07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		apr	30.9				
		07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T1	-0.1		%	-4.0	-6.0
		08:00	GER	Prezzi import a/a		mar	-2.0		%		
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mar	1.2		%	-5.9	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		mar	6.4		%		
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	apr	0.8		%	0.1	0.3
		08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	mar	-0.1		%		
		09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T1	0.4		%	-4.5	-4.9
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		apr	0.1		%		
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	apr	1		x1000		
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		apr	5.0		%	5.2	5.1
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	mar	9.7		%		10.0
		11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T1	0.1		%	-3.2	-3.8
		11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T1	1.0		%	-2.7	-3.3
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	apr	0.1		%	-0.4	-0.5
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	apr	0.8		%	0.1	0.2
		11:00	EUR	CPI ex en. e alim. non lav. a/a flash	*	apr	1.2		%		0.8
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	apr	0.1		%		-0.5
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	apr	2.2		%		-0.1
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	apr	0.1		%		-0.4
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	mar	7.3		%	7.7	7.5
		12:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T1	0.1		%	-5.6	-5.6
		12:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T1	-0.3		%	-5.4	-5.4
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	4427		x1000		4500
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	15.976		Mln		19.000
		14:30	USA	Costo del lavoro	*	T1	0.7		%		
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	mar	1.8		%	1.6	1.6
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	mar	1.8		%		1.4
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	mar	0.2		%	0.0	0.0
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mar	0.2		%	-6.0	-6.0
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		mar	0.6		%	-0.9	-0.9
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	apr	47.8				

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (27 aprile – 1° maggio)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Ven	1/5	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		apr	prel 43.7			
		10:30	GB	Credito al consumo		mar	0.900	Mld £	0.667	
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	apr	32.9		32.9	
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale	0	apr	36.9			
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	apr	49.1		42.0	38.0
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		mar	-1.3	%	-4.2	-4.2

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 (27 aprile – 1° maggio)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Mar	28/4		GIA	*	Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%) e pubblicazione Outlook trimestrale
Mer	29/4	20:00	USA	*	Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 0-0,25%)
		20:30	USA	**	Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	30/4	13:45	EUR	*	BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.5%)
		14:30	EUR	*	Conferenza stampa di Lagarde (BCE)

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

Osservatorio macroeconomico

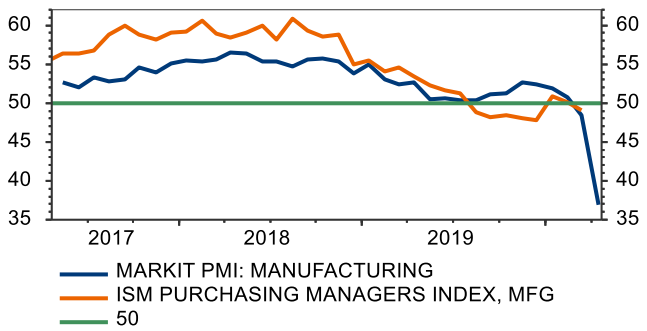
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mar	5.76	~~(5.77)~~	Mln	5.30	5.27
Indice dei prezzi delle case m/m	feb	+0.5	~~(0.3)~~	%		0.7
Richieste di sussidio	settim	5237	~~(5245)~~	x1000	4200	4427
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	11.912	~~(11.976)~~	Mln	16.476	15.976
Markit PMI Composito prelim.	apr	40.9				27.4
Markit PMI Manif. prelim.	apr	48.5			38.0	36.9
Markit PMI Servizi prelim.	apr	39.8			31.5	27.0
Vendite di nuove case (mln ann.)	mar	0.741	~~(0.765)~~	Mln	0.645	0.627
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	mar	-0.6		%	-5.8	
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	mar	1.2		%	-11.9	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	apr	71.0			68.0	

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

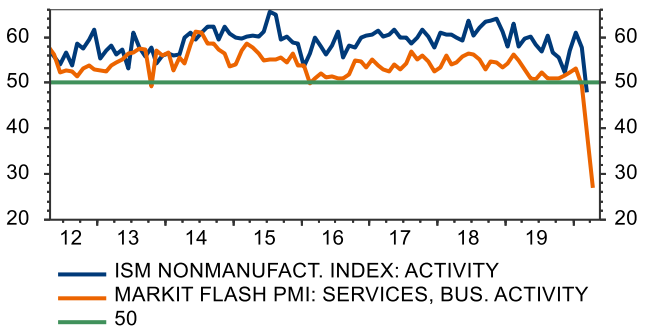
Il **PMI manifatturiero flash** ad aprile crolla a 36,9, da 49,2 di marzo. Tutte le componenti sono in ampio calo: nuovi ordini a 28,6 da 46,8, ordini all'export a 25,1 da 47,1, output a 29,4 da 47,6, occupazione a 37,7 da 47,6, prezzi di vendita a 45,6 da 49,8. Nei **servizi** il quadro è anche più sconfortante, con un calo dell'indice di attività a 27 da 39,1, e contrazioni ancora massicce delle sottocomponenti dell'indagine: occupazione a 37,4 da 47,7, aspettative di attività futura a 39,6 da 50. L'indice **composito** tocca un nuovo minimo storico a 27,4 da 40,9, con l'occupazione a 37,4 da 47,4, i nuovi ordini a 27,2 da 40,9, l'output a 27,4 da 40,5. I dati, come atteso, registrano il netto peggioramento dell'attività ad aprile rispetto a marzo, quando il *lockdown* era solo parziale. Il crollo di questo mese dovrebbe segnare il minimo per gli indici, dato che da metà maggio probabilmente diversi stati ridurranno parzialmente o totalmente le misure di *lockdown*, con la possibile ripresa dell'attività in aree che producono circa il 35% del PIL USA.

PMI manifatturiero flash e ISM



Fonte: Markit

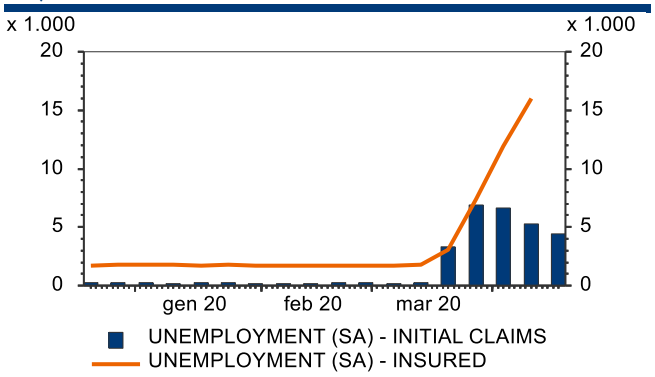
PMI servizi flash e ISM non manifatturiero



Fonte: Markit

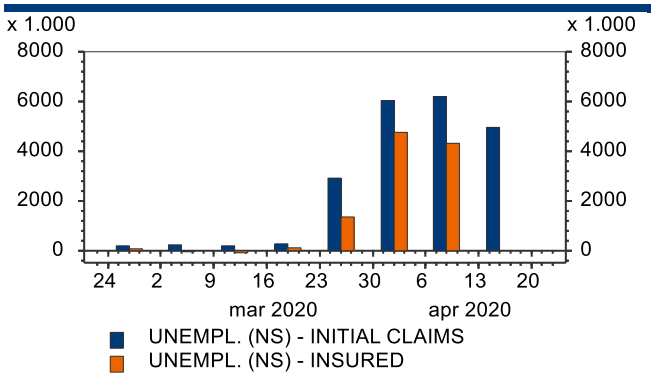
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 18 aprile sono pari a 4,427 mln, in calo di 810 mila, dopo 5,245 mln della settimana precedente. I **sussidi continuativi** nella settimana conclusa l'11 aprile aumentano a 15,976 mln, da 11,912 mln della prima settimana di aprile. Come mostra la figura qui sotto, la variazione settimanale dei sussidi esistenti rimane al di sotto delle nuove richieste. In parte, questo può essere ancora dovuto alla difficoltà nella presentazione delle richieste e nella gestione da parte degli uffici statali di nuove condizioni per la partecipazione al programma di sussidi. Tuttavia, se il gap fra le due serie persisterà, ci sarà un'indicazione di parziale contenimento del rialzo del tasso di disoccupazione atteso nei prossimi mesi, a fronte di un probabile aumento del tasso di partecipazione. I dati mostrano anche un ulteriore aumento del **tasso di disoccupazione assicurata** a 11%, sui massimi storici per la serie.

Nuove richieste di sussidi di disoccupazione ancora vicine a 5 mln, sussidi esistenti a mln



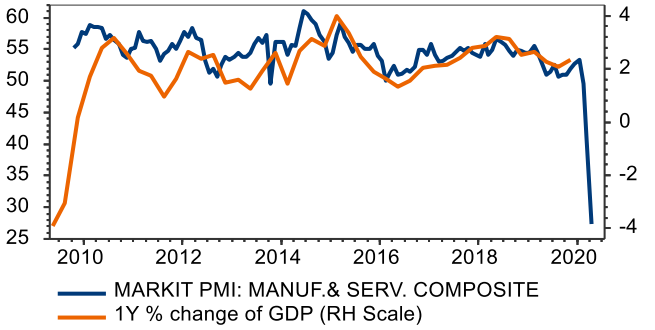
Fonte: Refinitiv-Datastream

Variazioni dei sussidi esistenti sempre inferiori alle nuove richieste di sussidio



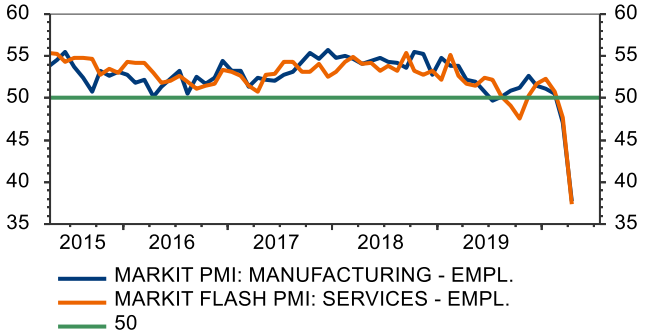
Fonte: Refinitiv-Datastream

PMI Markit composito e PIL a/a



Fonte: Markit

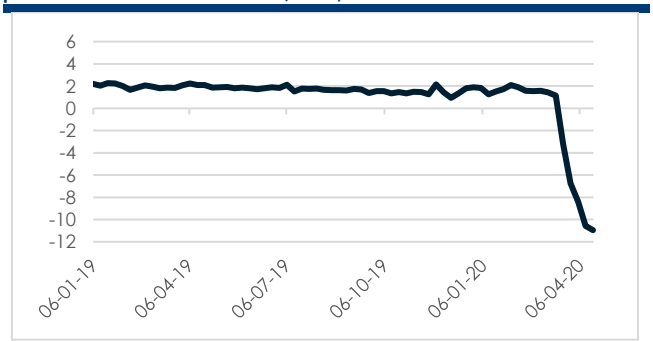
Componente occupazione nei PMI Markit



Fonte: Markit

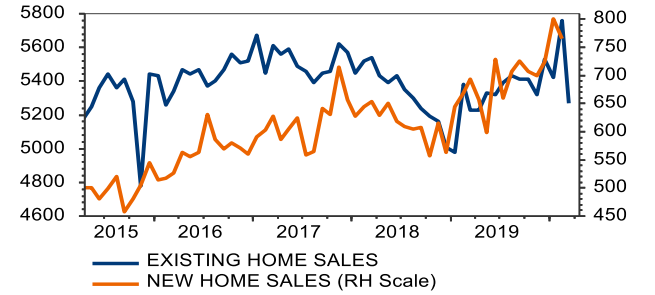
Il **Weekly Economic Index** della NY Fed continua la sua discesa, toccando -11,70 nella settimana conclusa il 18 aprile, da -10,4 della settimana precedente (l'indice era a 1,58 a fine febbraio). Il calo dell'indice è dovuto alla correzione delle vendite, che più che compensa un modesto miglioramento della produzione di acciaio e della fiducia dei consumatori, oltre che al numero elevato di richieste di sussidio di disoccupazione (v. sopra). L'indice è basato su 7 indicatori settimanali ed è costruito in modo da essere paragonabile alla crescita del PIL a/a durante un trimestre in cui l'indice sia sul livello stimato.

Il Weekly Economic Index della NY Fed rallenta il ritmo di caduta e punta a un calo del PIL di -10,9% a/a



Fonte: NY Fed

Le vendite di case esistenti eliminano il rialzo dei mesi scorsi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **vendite di case esistenti** a marzo crollano di -8,5% m/m, scendendo a 5,27 mln. Nonostante l'ampia contrazione, le scorte di case invendute restano su livelli storicamente bassi, a 3,4 mesi, pur in aumento da 3 di febbraio. I prezzi continuano ad aumentare, sulla scia dello stock ridotto di unità in vendita: il prezzo mediano è in rialzo di 8% a/a. Secondo la National Association of Realtors, che raccoglie i dati delle vendite, l'attività resterà in calo per via dell'epidemia, ma, come mostrano le transazioni di marzo, non subirà un vero e proprio tracollo, dato che una parte cospicua degli scambi ha potuto realizzarsi anche a distanza.

Giappone

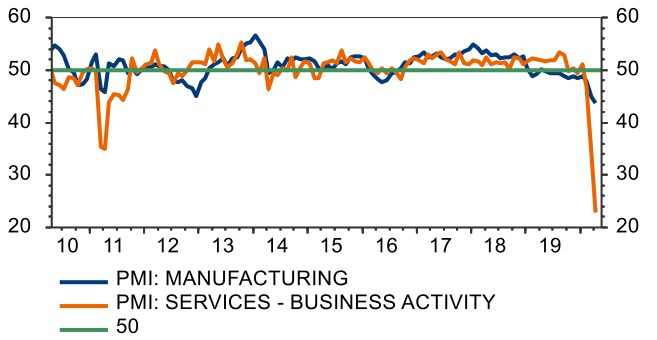
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	mar	1108.8	Mld ¥	420.0	+4.9
PMI manifatturiero prelim	apr	44.8			43.7
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mar	0.6	%	0.4	0.4
CPI (naz.) a/a	mar	0.4	%		0.4
Job to applicant ratio	mar	1.45		1.40	

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

Il **saldo commerciale** non destagionalizzato a marzo è pari a 4,946 mld di yen. Le esportazioni calano di -11,7% a/a, con contrazioni massicce verso tutte le aree (Asia, -9,4% a/a, Nord America -16,5% a/a, EU -11,1% a/a). Su base destagionalizzata, il saldo è pari a -190 mln, con un aumento dell'import di 7,2% m/m e un calo dell'export di -4,1% m/m.

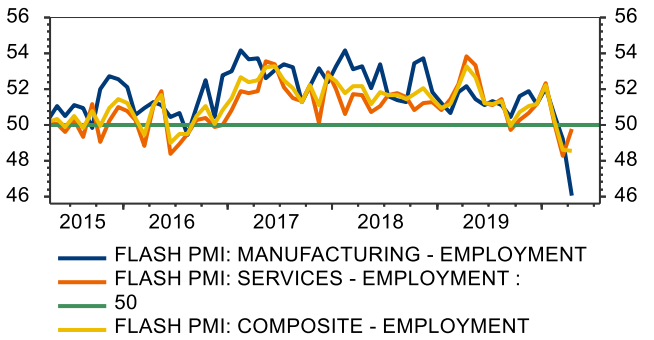
Il **PMI manifatturiero flash** ad aprile cala a 43,7 da 43,8 di marzo, toccando i minimi da aprile 2009, con tutte le componenti di attività in flessione (occupazione a 46,1, nuovi ordini a 36,7, ordini dall'estero a 33,6, produzione a 37,8). Il **PMI dei servizi** ad aprile crolla a 22,8, minimo da quando esiste la serie (2007), da 33,8 di marzo. Nei servizi tutti i sottoindici sono in calo, anche se per ora l'occupazione rimane solo di poco sotto 50 (a 49,8); le aspettative sono a 29,9. Il Governo ha annunciato lo stato di emergenza il 7 aprile, inizialmente limitato alle principali prefetture, e successivamente lo ha esteso a tutto il Paese fino al 6 maggio. Il 22 aprile i contagi riportati da JHU erano pari a 11.950. Il 7 aprile il Governo ha introdotto un pacchetto di sostegno per 108 tln di yen (20% del PIL). In Giappone l'epidemia si è diffusa più tardi rispetto a quanto visto nel resto dell'Asia e negli altri paesi avanzati e il Governo ha risposto tardi con misure preventive non coercitive ma attuate su base volontaria. I nuovi contagi sembrano su un trend in calo dopo l'introduzione dello stato di emergenza.

PMI flash di aprile: calo del manifatturiero, crollo dei servizi



Fonte: IHS Markit

PMI flash di aprile: la componente occupazione non segue l'attività nel baratro



Fonte: IHS Markit

Il **CPI** a marzo aumenta di 0,4% a/a, come atteso dal consenso, sia misurato con l'indice *headline* sia con quello al netto degli alimentari freschi. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia cresce di 0,6% a/a. Su base mensile, l'indice *headline* è invariato e quello al netto degli alimentari

freschi corregge di -0,1% m/m. Fino a inizio aprile l'economia giapponese non ha subìto effetti particolarmente marcati dovuti al Covid-19, con una fase iniziale di contagi minimi e nessuna restrizione, a parte la chiusura temporanea delle scuole. Lo stato di emergenza (con la richiesta di restrizioni di comportamento) è stato dichiarato solo il 7 aprile. Pertanto, non si vedono nei dati di marzo variazioni di prezzo negative per le voci collegate ad attività aggregative, né a capitoli di spesa discrezionali, attese per i dati da aprile in poi.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	apr	-10.9			-21.0	
EUR	Fiducia consumatori flash	apr	-11.6			-19.6	-22.7
EUR	PMI servizi prelim	apr	26.4			23.8	11.7
EUR	PMI manifatturiero prelim	apr	44.5			39.2	33.6
EUR	PMI composito prelim	apr	29.7			25.7	13.5
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	apr	98.0			83.0	82.0
FRA	PMI servizi prelim	apr	27.4			25.0	10.4
FRA	PMI manifatturiero prelim	apr	43.2			37.5	31.5
GER	PPI a/a	mar	-0.1		%	-0.8	-0.8
GER	PPI m/m	mar	-0.4		%	-0.7	-0.8
GER	ZEW (Sit. corrente)	apr	-43.1			-77.5	-91.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	apr	-49.5			-42.3	28.2
GER	Fiducia consumatori	mag	2.7			-1.8	-23.4
GER	PMI servizi prelim	apr	31.7			28.5	15.9
GER	PMI manifatturiero prelim	apr	45.4			39.0	34.4
GER	IFO	apr	85.9	~~(86.1)~~		80.0	74.3
GER	IFO (sit. corrente)	apr	92.9	~~(93.0)~~		81.0	79.5
GER	IFO (attese)	apr	79.5	~~(79.7)~~		75.0	69.4
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	mar	5.10		Mld €		5.21

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

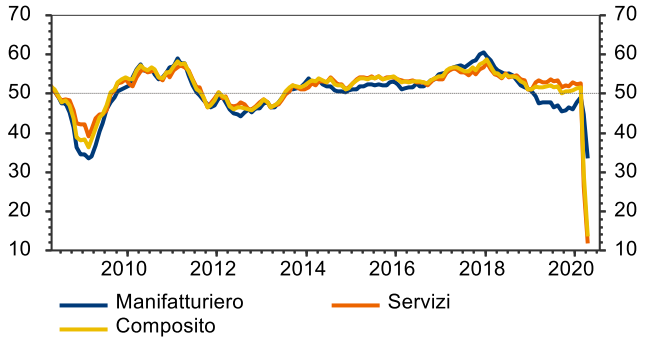
Area Euro. La stima flash dell'**indice di fiducia dei consumatori** elaborato dalla **Commissione Europea** ha registrato un calo drastico in aprile, a -22,7 punti da -11,6 di marzo. L'indice ha subito uno dei peggiori crolli di sempre, paragonabile solo a quelli visti con la grande crisi del 2009, dovuto, completamente, agli effetti negativi della pandemia di Covid-19 e alle misure messe in campo per limitare il contagio. L'indagine è stata condotta escludendo dal campione i dati relativi all'Italia, la cui inclusione avrebbe potuto produrre una flessione ancora più grave di quella registrata.

Area euro. Il **dato finale** di marzo ha registrato un rallentamento dell'**inflazione** allo 0,7% a/a dall'1,2% di febbraio, in linea con la stima flash. La diminuzione è guidata dal crollo dei prezzi dell'energia (in discesa di -3,3% m/m e -4,5% a/a), mentre sono aumentati i listini alimentari. L'indice *core* BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) ha segnato un rallentamento all'1,2% a/a dall'1,3% precedente. Sul mese, i prezzi hanno visto un aumento di +0,5% m/m, per via della stagionalità, dopo il +0,2% m/m di febbraio. L'inflazione è attesa rallentare ulteriormente nei prossimi mesi, a causa dell'impatto negativo sulla domanda della pandemia di Covid-19.

Area euro. La **stima flash del PMI manifatturiero** di aprile ha segnato una drastica diminuzione a 33,6 da 44,5 precedente, toccando il minimo dal febbraio del 2009. L'indice registra una flessione meno severa, ma pur sempre considerevole, rispetto agli altri indicatori. Il calo coinvolge la maggior parte delle componenti, in particolar modo i nuovi ordini e le esportazioni. Lo spaccato per Paesi ha visto il manifatturiero francese collocarsi sotto la media dell'Eurozona (31,5 da 43,2 di marzo). Il settore dei **servizi** ha segnato un nuovo crollo da 26,4 a 11,7. Si tratta del peggior risultato dal luglio del 1998, ed ha coinvolto, con riferimento alle componenti dell'indice, soprattutto l'attività corrente e l'occupazione; al contrario, le aspettative hanno mostrato un aumento, seppur leggero. Lo **spaccato per Paesi** vede, come nel caso del manifatturiero, la Francia registrare una flessione peggiore (10,4 da 27,4 precedente) rispetto alla Germania. Il **PMI**

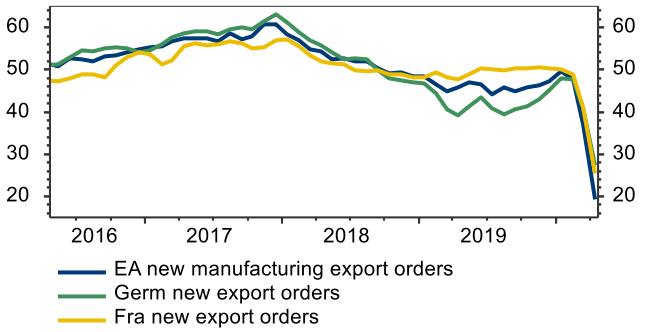
composito dell'area euro ha toccato anch'esso il minimo da luglio del 1998, passando a 13,5 da 29,7 precedente. L'indagine congiunturale di aprile risente pienamente degli effetti negativi del COVID-19, derivanti dalle azioni intraprese per limitare l'impatto della pandemia nel vecchio continente, le quali causeranno questo mese un crollo senza precedenti dell'attività economica.

Flash PMI - Eurozona



Fonte: IHS Markit

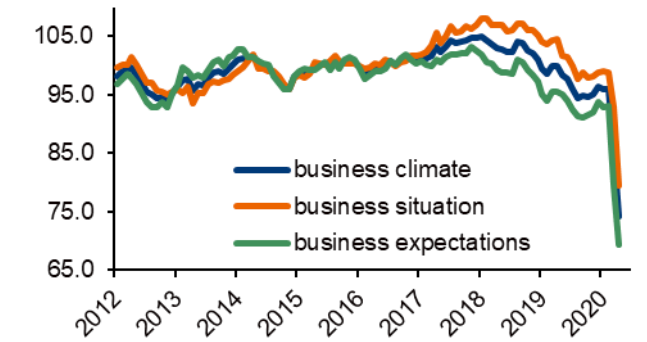
Crollo degli ordini dall'estero



Fonte: IHS Markit

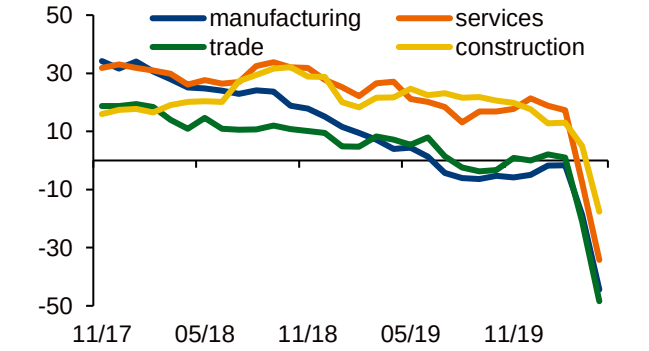
Germania. In aprile, l'**indice Ifo** è crollato a 74,3 punti da 85,9 precedente, toccando così il minimo storico. La componente della situazione corrente è passata a 79,5 da 92,9, rimanendo sopra i valori registrati durante la recessione del 2008-09. Questi dati sono coerenti con un forte crollo delle attività nel 2° trimestre, dopo una prima contrazione, meno severa, nel trimestre iniziale. La componente delle aspettative ha registrato un declino a 69,4 da 79,5, anche se è rimasta ben al di sopra dei valori visti durante la grande recessione del 2008-09. Lo spaccato per settori ha visto il calo peggiore nei servizi e nel commercio, che hanno registrato una riduzione senza precedenti nei rispettivi indici; il manifatturiero ha, invece, segnato la peggiore flessione dal marzo del 2009. Infine, le costruzioni, pur ancora mostrando una discreta situazione corrente, dovranno fare i conti con un peggioramento sia della stessa situazione corrente, sia delle aspettative.

Indice Ifo



Fonte: Ifo

Indice Ifo: andamento delle componenti



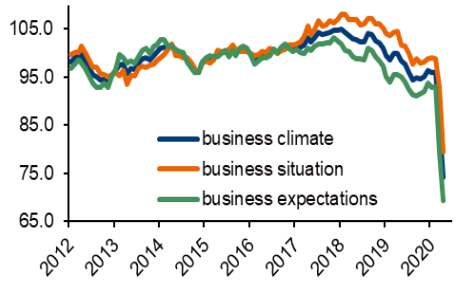
Fonte: ifo

Germania. La **stima flash del PMI composito** ha segnato un ulteriore calo in aprile, a 17,1 da 35,0 di marzo, raggiungendo un nuovo minimo storico. Il valore più basso registrato durante la recessione del 2009 era stato di 36,3. Le misure di contenimento per impedire il contagio di Covid-19 hanno colpito, soprattutto, il settore dei **servizi,** pilastro della crescita nel 2019: l'indice è passato a 15,9 da 31,7 precedente. Il **PMI manifatturiero** ha registrato una flessione meno severa da 45,4 a 34,4, minimo da marzo 2009. Lo spaccato per componenti ha visto un crollo della produzione (19,4) e dei nuovi ordini (21,0), mentre hanno segnato un aumento i tempi di

consegna e le scorte; l'indice delle aspettative, al contrario dell'indagine ZEW, è cresciuto dal minimo di marzo ma solo marginalmente.

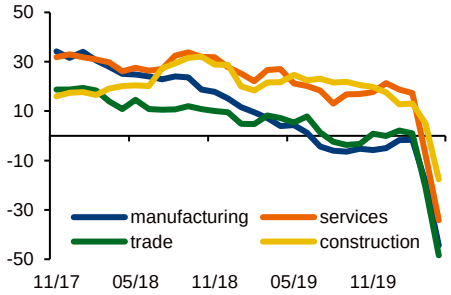
Germania. L'**indice Ifo** di fiducia delle imprese è crollato al minimo storico di 74,3 punti in aprile, in calo rispetto all'85,9 di marzo. La valutazione delle condizioni attuali è scesa da 92,9 a 79,5. Il ritmo della riduzione è il più ripido di sempre, in linea con la grave contrazione attesa per il PIL nel secondo trimestre, che segue una contrazione più lieve nel primo trimestre. Le aspettative sull'attività nei prossimi mesi sono scese a 69,4 da 79,5, ben al di sotto del precedente minimo registrato nel 2008. La crisi legata al coronavirus ha colpito soprattutto i servizi e il commercio. Le imprese di servizi non sono mai state così pessimiste riguardo alla situazione attuale e futura. Anche il pessimismo nel commercio è senza precedenti. Nel settore manifatturiero, il clima degli affari è sceso al livello più basso dal marzo 2009. Anche le prospettive sono ai minimi storici. La maggior parte delle società di costruzioni è ancora soddisfatta della situazione attuale, ma la fiducia sta peggiorando su entrambi i lati, situazione attuale e prospettive.

Germania - Indici Ifo di fiducia delle imprese



Fonte: Ifo Institut

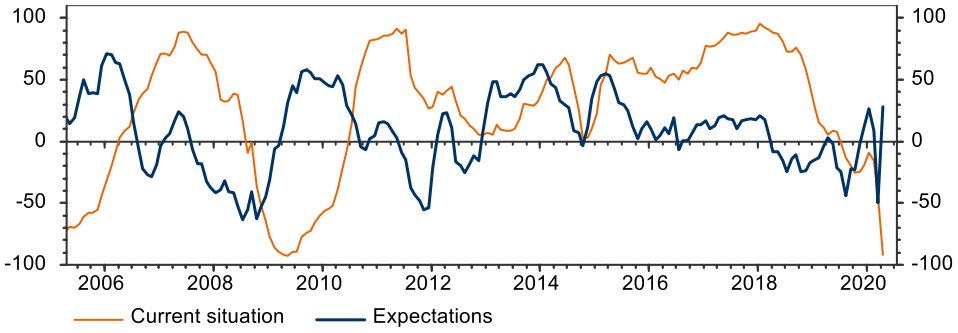
Germania - Indici Ifo per settore economico



Fonte: Ifo Institut

Germania. L'**indice ZEW** del sentimento economico tra gli esperti finanziari è balzato di 77,7 punti a **28,2 in aprile** dal -49,5 di marzo, quando era precipitato per l'incertezza dovuta alla pandemia. Come rilevato dallo ZEW nel comunicato stampa, l'aumento è guidato dalle aspettative: la Germania ha già iniziato a eliminare alcune delle restrizioni e il governo tedesco sostiene l'economia con il più grande pacchetto di aiuti economici di sempre. Di contro, la valutazione della situazione attuale è precipitata da 48,4 punti a -91,5 in aprile, mese fortemente impattato dalle misure di distanziamento sociale. La domanda speciale inclusa nell'indagine ha mostrato che gli esperti si attendono che la crescita economica torni a essere positiva dal 3° trimestre 2020 e che la produzione economica non torni ai livelli pre-pandemici prima del 2022.

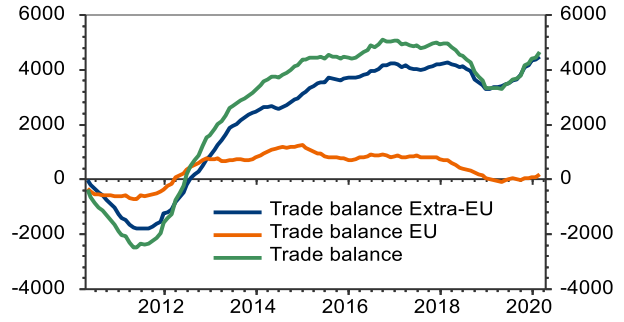
ZEW: migliorano le aspettative



Fonte: Refinitiv-Datastream

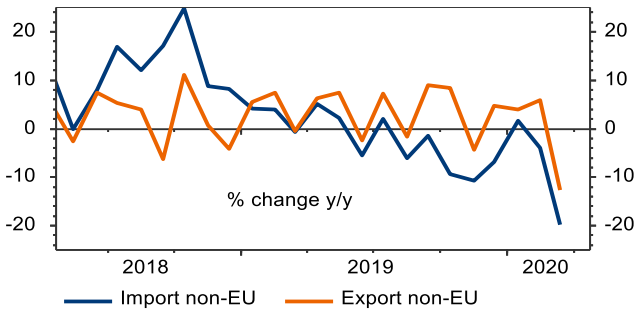
Italia. I dati sul **commercio estero extra-Ue** a marzo hanno evidenziato una flessione congiunturale a due cifre sia per le esportazioni (-13,9%) sia per le importazioni (-12,4%, che rappresenta un minimo storico e segue il -7,5% di febbraio). Su base annua, l'export è sprofondato a -12,7%, l'import a -19,8%: in entrambi i casi si tratta di un minimo dal 2009. La caduta dell'export, sia sul mese che sull'anno, è particolarmente accentuata per i beni durevoli e strumentali. Dal lato dell'import, crollano energia (-33,5% a/a) e acquisti dai Paesi OPEC e dalla Cina (-45,6% e -27,4% a/a). La contrazione dei flussi potrebbe accentuarsi ulteriormente ad aprile.

L'avanzo commerciale verso i Paesi extra-Ue (comprensivi del Regno Unito) resta ai massimi storici…



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

…ma marzo fa registrare un calo marcato di entrambi i flussi (che con ogni probabilità si accentuerà ad aprile)



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

Italia. Il mese di febbraio ha fatto registrare una diminuzione su base mensile sia per il fatturato industriale (-2,1% m/m) **che per gli ordini all'industria** (-4,4% m/m), che in entrambi i casi segue l'incremento del mese precedente. Su base annua il fatturato rallenta a 0,9% da 3,8%, gli ordini calano in territorio ancor più negativo, a -2,6% da -1,9% di gennaio. Nel confronto annuo, su entrambi gli aggregati, pesa in particolare il mercato domestico. L'andamento tendenziale per settore mostra robusti incrementi per gli alimentari e i farmaceutici (che verosimilmente potranno migliorare ulteriormente la loro performance relativa nei mesi successivi). Elettronica e mezzi di trasporto fanno segnare un ampio aumento del fatturato, ma una diminuzione quasi altrettanto pronunciata degli ordinativi (un indicatore con valenza maggiormente anticipatrice). **I dati di febbraio riflettono solo in minima parte gli effetti della diffusione del Covid-19 sul territorio nazionale, che risulteranno assai più evidenti nelle rilevazioni di marzo e soprattutto aprile**.

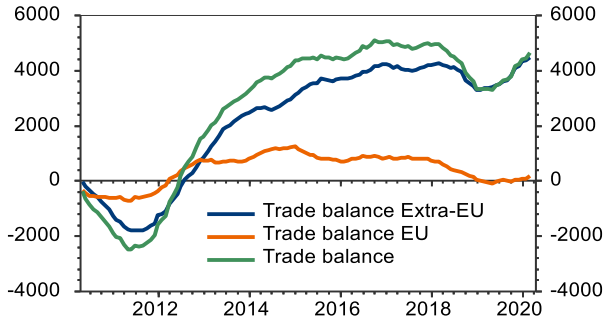
Italia. La produzione nelle costruzioni è calata di -3,4% m/m a febbraio, dopo il +7,9% m/m di gennaio (che rappresentava un record da marzo 2012). Su base annua, l'output è rallentato decisamente, a -0,3% da +8,4% precedente. Il dato mostra una correzione solo parziale dopo il balzo di gennaio, ma non incorpora gli effetti dell'emergenza Covid-19: le imprese di costruzione sono state coinvolte dai provvedimenti del Governo solo nell'ultima settimana di marzo, con la chiusura di aziende che valgono oltre il 58% del fatturato (e un calo di attività nei settori non sospesi). È dunque probabile una contrazione a due cifre nei mesi di marzo e soprattutto aprile.

Italia. La Banca d'Italia nel **Bollettino Economico** ha incluso una **prima valutazione degli effetti sull'economia dell'emergenza Covid-19**. Secondo l'istituto, le attività commerciali e industriali sospese dal DPCM del 22 marzo contribuiscono a circa il 28% del totale del valore aggiunto, il che implica che ogni settimana di blocco dell'attività economica di questa portata comporta una riduzione del PIL annuale di circa lo 0,5% (a nostro avviso, se si considera non solo la sospensione di alcune attività, ma anche il calo del valore aggiunto nei settori non sospesi, l'impatto sale ad almeno 0,7%). Inoltre, come ammette la stessa Banca d'Italia, tale stima non incorpora gli effetti indiretti: in base alle elasticità del PIL alla domanda estera implicite nel modello econometrico della stessa Banca d'Italia, ogni punto di riduzione del commercio mondiale avrebbe un impatto negativo sul PIL italiano di circa un decimo, il che significa che la

flessione del commercio mondiale nel 2020 stimata dal FMI (-11%) potrebbe causare un ulteriore punto di contrazione dell'attività economica in Italia; inoltre, va considerato anche che l'Italia è uno dei Paesi in cui l'industria turistica ha il peso più rilevante (13,2% del PIL e 14,9% degli occupati considerando anche l'indotto, sia del turismo interno che di quello internazionale). Per il primo trimestre dell'anno, l'istituto stima una caduta del PIL dell'ordine di cinque punti percentuali su base congiunturale (in linea con le nostre proiezioni).

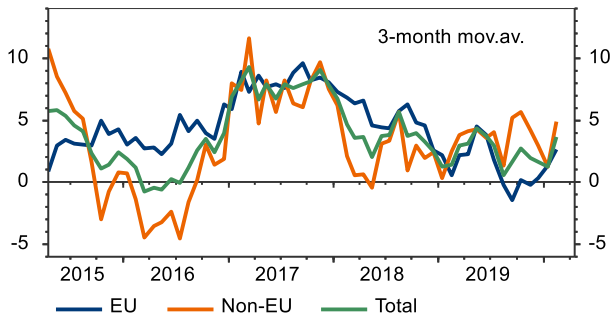
Italia. I dati di febbraio sul **commercio estero** mostrano una crescita su base congiunturale, per il terzo mese, per le esportazioni (1,1% da 1,4% m/m di gennaio), e viceversa un deciso calo delle importazioni (-3,8% dopo il +1,5% m/m precedente). I flussi verso e dai Paesi Ue tengono meglio rispetto a quelli extra-Ue. I prodotti energetici mostrano una caduta molto marcata in entrambe le direzioni (pesa anche l'effetto-prezzi); in diminuzione ambo i flussi anche per i beni intermedi, mentre i beni strumentali registrano una crescita dell'export (+2,6% m/m) a fronte di una stagnazione dell'import. Su base annua, l'export è in accelerazione, a 7% da 2,3% precedente, mentre l'import è tornato in negativo, a -0,7% da +1,7% di gennaio. Su base annua, le vendite di prodotti farmaceutici (+41,2%) spiegano da sole un terzo della forte crescita dell'export e risultano molto sostenute verso Stati Uniti, Belgio e Francia; si registrano anche dinamiche assai vivaci dell'export di metalli verso la Svizzera e cantieristica navale verso gli Stati Uniti. Gli effetti di Covid-19 si vedono per ora dalla flessione delle vendite verso la Cina (-21,6% a/a) e dal calo dell'import, in conseguenza della caduta di domanda domestica. L'impatto, soprattutto sull'import ma anche sull'export, dovrebbe essere ben più accentuato a marzo, quando potrebbero esserci anche maggiori difficoltà nella fase di raccolta dati (già registrate in parte a febbraio).

L'avanzo commerciale verso i Paesi extra-Ue (comprensivi del Regno Unito) è ai massimi storici



Fonte: Refinitiv Datastream

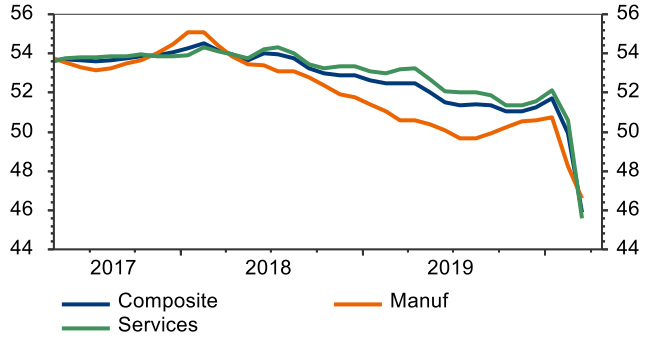
L'export era in ripresa nei primi due mesi dell'anno (prima che si manifestassero appieno gli effetti di Covid-19)



Fonte: Refinitiv Datastream

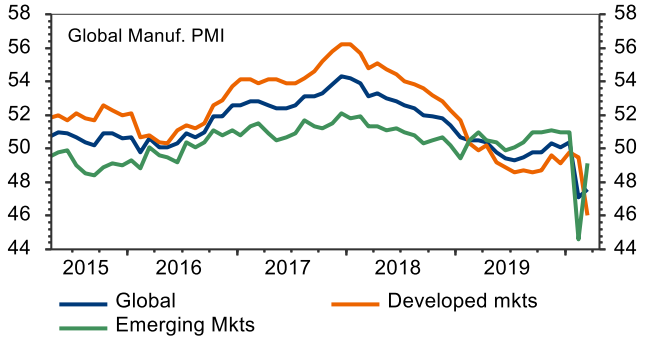
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



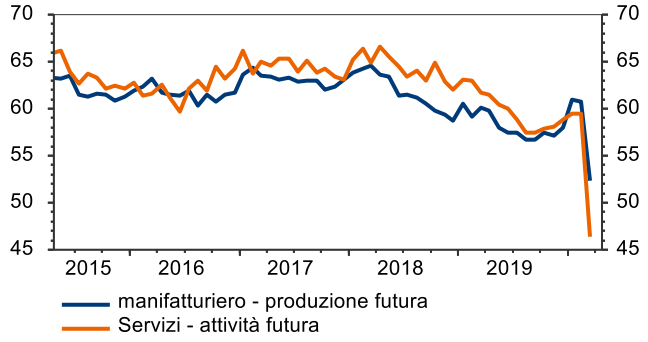
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



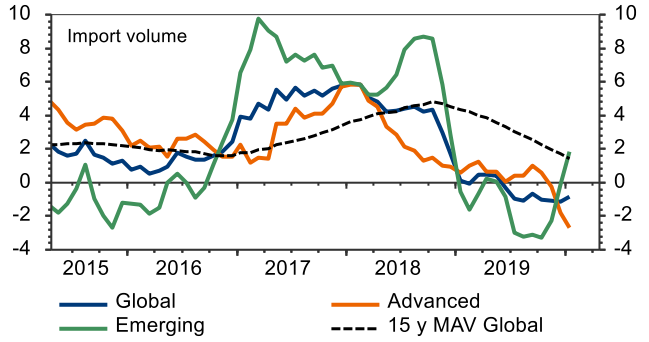
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI, aspettative a 12 mesi



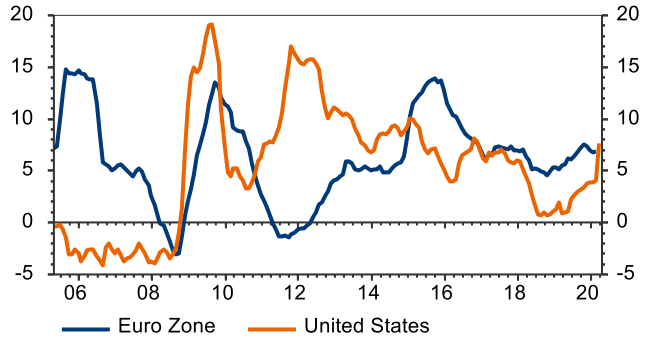
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



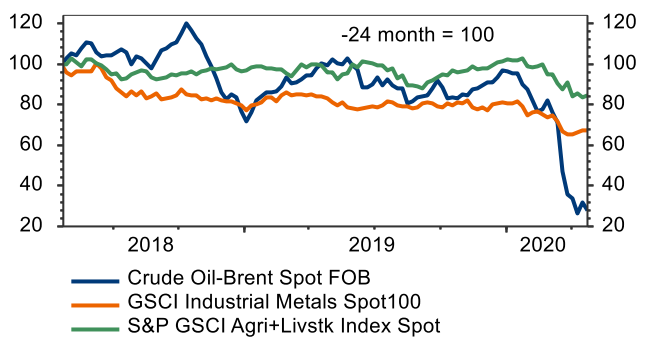
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

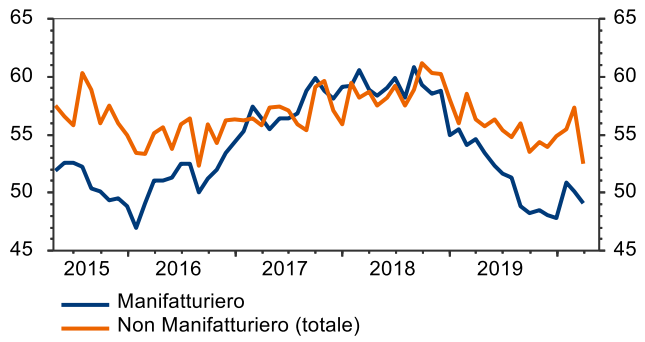
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

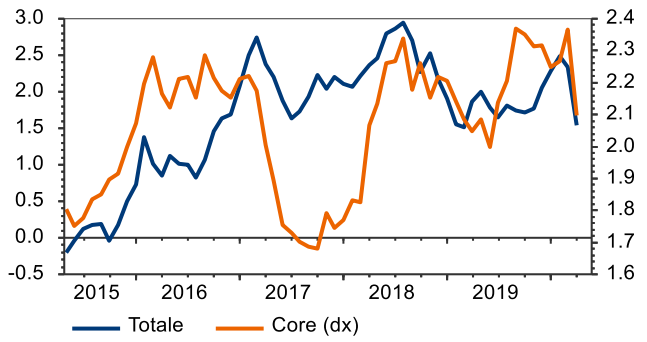
Stati Uniti

Indagini ISM



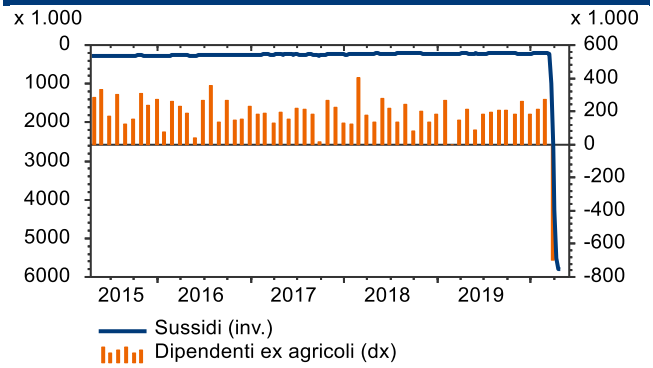
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



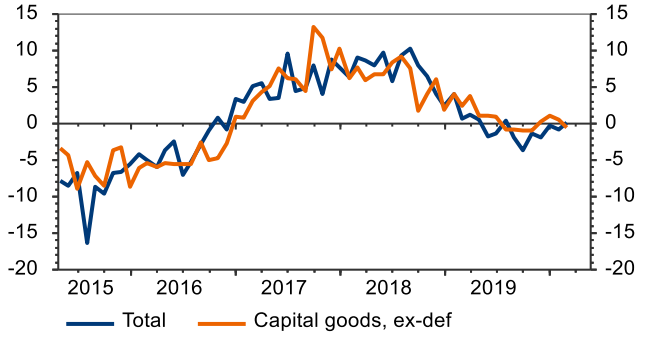
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

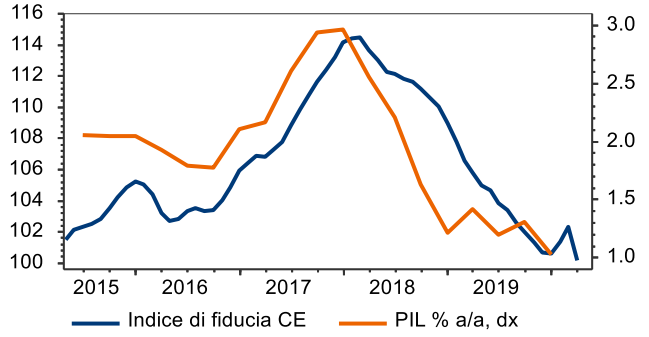
Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019				2020			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti,a/a)	**2.3**	-5.4	2.5	**2.7**	**2.3**	**2.1**	**2.3**	0.5	-10.2	-7.0	-5.1
- trim./trim. annualizzato				**3.1**	**2.0**	**2.1**	**2.1**	-3.9	-35.0	17.1	11.1
Consumi privati	**2.6**	-6.3	3.7	**1.1**	**4.6**	**3.1**	**1.8**	-4.3	-42.0	25.0	15.0
IFL - privati non residenziali	**2.1**	-10.5	0.2	**4.4**	**-1.0**	**-2.3**	**-2.4**	-8.2	-38.0	3.2	5.2
IFL - privati residenziali	**-1.5**	-0.8	-0.1	**-1.0**	**-3.0**	**4.6**	**6.5**	2.5	-12.0	-3.5	-2.0
Consumi e inv. pubblici	**2.3**	2.4	0.8	**2.9**	**4.8**	**1.7**	**2.5**	1.5	3.5	2.5	2.0
Esportazioni	**0.0**	-5.7	4.5	**4.1**	**-5.7**	**0.9**	**2.1**	-7.5	-25.0	2.7	16.7
Importazioni	**1.0**	-6.8	4.2	**-1.5**	**0.0**	**1.8**	**-8.4**	-5.3	-25.0	2.4	13.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	**0.1**	-0.5	0.0	**0.5**	**-1.0**	**0.0**	**-1.2**	-0.2	-0.8	-0.2	0.4
Partite correnti (% PIL)	**-2.3**	-2.2	-2.6								
Deficit Pubblico (% PIL)	**-7.2**	-14.7	-9.1								
Debito pubblico (% PIL)	**135.3**	154.7	150.5								
CPI (a/a)	**1.8**	1.1	2.8	**1.6**	**1.8**	**1.8**	**2.0**	**2.1**	0.2	0.9	1.1
Produzione Industriale	**0.9**	-2.3	5.1	**-0.5**	**-0.6**	**0.3**	**0.1**	**-0.2**	-4.6	0.5	4.6
Disoccupazione (%)	**3.7**	11.3	5.9	**3.9**	**3.6**	**3.6**	**3.5**	**3.8**	19.2	12.6	9.7

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters. Per il 2° trimestre si ipotizza uno shutdown circa al 50% per un mese, al 25% per un altro mese e il ritorno ad attività normale nel terzo.

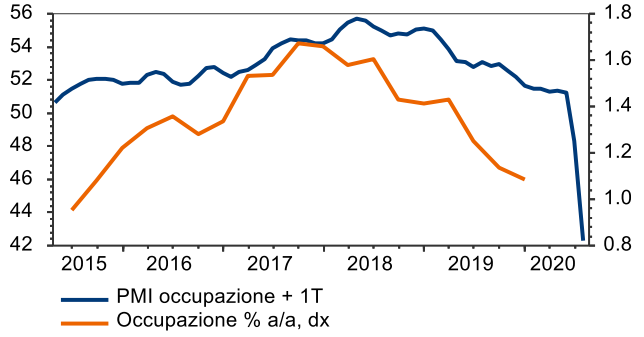
Area euro

PIL



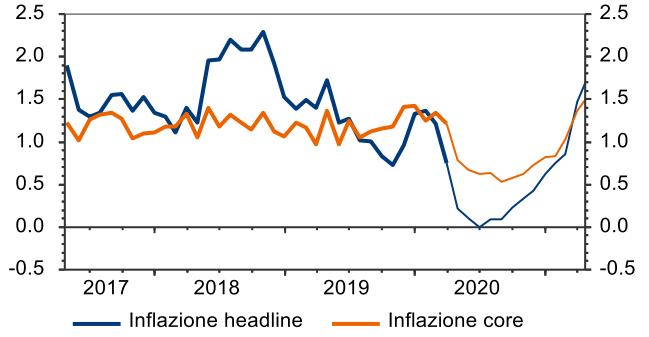
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2019	2020	2021
gennaio	**1.4**	**1.4**	0.8
febbraio	**1.5**	**1.2**	0.9
marzo	**1.4**	**0.7**	1.5
aprile	**1.7**	0.2	1.8
maggio	**1.2**	0.1	1.8
giugno	**1.3**	0.0	1.9
luglio	**1.0**	0.1	1.9
agosto	**1.0**	0.1	1.9
settembre	**0.8**	0.2	2.1
ottobre	**0.7**	0.3	1.9
novembre	**1.0**	0.4	1.9
dicembre	**1.3**	0.6	1.7

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019				2020			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	**1.2**	-6.3	4.4	**1.4**	**1.2**	**1.3**	**1.0**	-3.3	-12.8	-5.8	-3.5
- t/t				**0.5**	**0.1**	**0.3**	**0.1**	-3.8	-9.7	8.3	2.5
Consumi privati	**1.3**	-6.9	5.8	**0.4**	**0.2**	**0.5**	**0.1**	-5.6	-10.6	12.8	1.8
Investimenti fissi	**5.5**	-6.5	5.8	**0.9**	**5.0**	**-3.8**	**4.2**	-3.7	-13.3	9.5	2.8
Consumi pubblici	**1.6**	2.5	1.3	**0.4**	**0.4**	**0.6**	**0.3**	0.4	1.8	-0.1	0.4
Esportazioni	**2.5**	-9.6	5.8	**0.9**	**0.0**	**0.6**	**0.4**	-4.3	-15.2	10.0	4.3
Importazioni	**3.8**	-7.5	8.2	**0.2**	**2.7**	**-1.3**	**2.2**	-4.9	-13.9	11.8	4.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.5**	-0.4	0.6	**-0.4**	**0.1**	**-0.2**	**-0.1**	-0.2	-0.4	0.1	0.8
Partite correnti (% PIL)	**3.3**	3.7	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	**-0.8**	-3.9	-1.6								
Debito pubblico (% PIL)	**86.4**	91.8	88.8								
Prezzi al consumo (a/a)	**1.2**	0.5	1.7	**1.4**	**1.4**	**1.0**	**1.0**	**1.1**	0.1	0.1	0.5
Produzione industriale (a/a)	**-1.4**	-9.0	-1.2	**-0.5**	**-1.4**	**-1.8**	**-2.1**	-3.1	-11.6	-11.6	-9.9
Disoccupazione (%)	**7.6**	9.2	9.6	**7.8**	**7.6**	**7.5**	**7.4**	7.4	9.2	10.2	9.8
Euribor 3 mesi	**-0.36**	-0.39	-0.41	**-0.31**	**-0.32**	**-0.40**	**-0.40**	**-0.41**	-0.33	-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

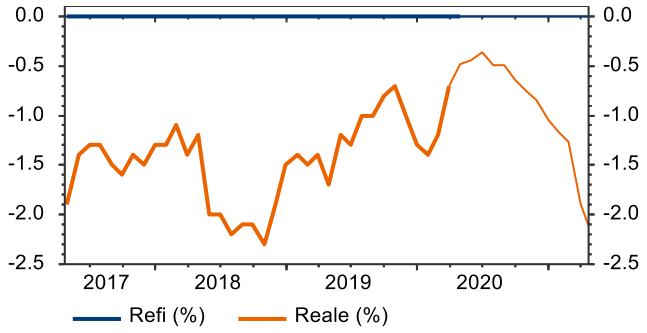
	set	dic	mar	23/4	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	**0.00**	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.46	-0.44	-0.42	**-0.42**	-0.45	-0.46	-0.47	-0.47
Euribor 3m	-0.42	-0.38	-0.36	**-0.19**	-0.37	-0.41	-0.42	-0.41

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

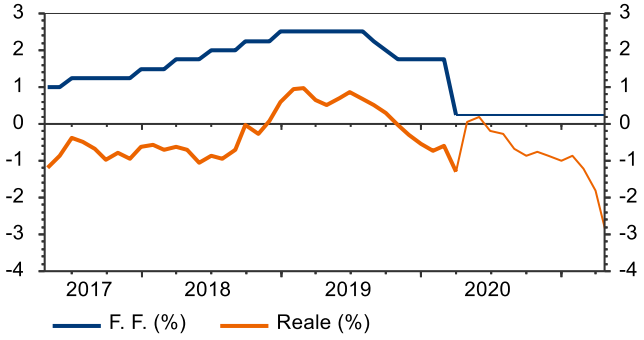
Stati Uniti

	set	dic	mar	23/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	2.00	1.75	0.25	**0.25**	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	2.09	1.91	1.45	**1.02**	0.30	0.31	0.31	0.31

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

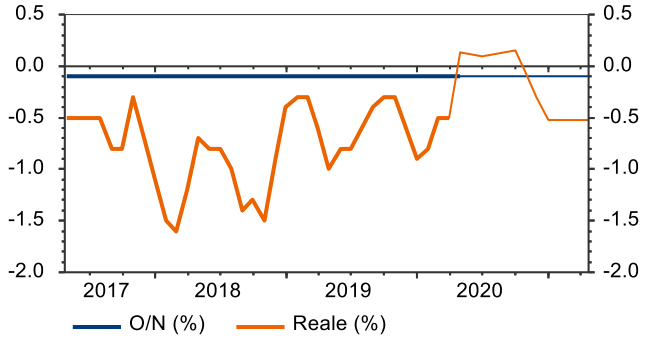
	set	dic	mar	23/4	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	**-0.10**	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.10	-0.05	-0.05	**0.00**	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

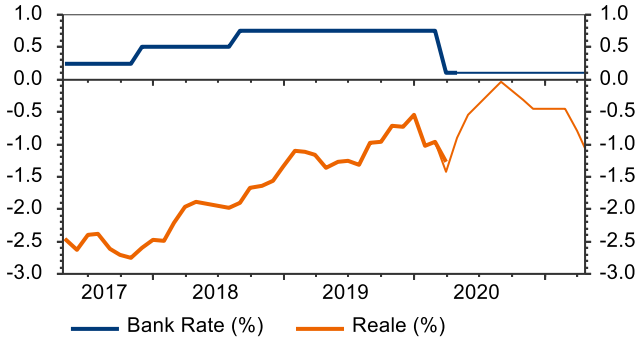
Regno Unito

	set	dic	mar	23/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.75	0.75	0.10	**0.10**	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.76	0.79	0.60	**0.64**	0.55	0.60	0.60	0.65

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	24/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.22	1.12	1.11	1.10	1.08	**1.0750**	1.05	1.12	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	109	112	109	109	111	**107.63**	105	110	112	114	115
GBP/USD	1.40	1.30	1.28	1.31	1.18	**1.2303**	1.14	1.22	1.28	1.33	1.40
EUR/CHF	1.19	1.14	1.10	1.07	1.06	**1.0512**	1.05	1.06	1.08	1.10	1.15
EUR/JPY	133	125	121	121	120	**115.73**	110	123	128	133	137
EUR/GBP	0.87	0.87	0.86	0.84	0.92	**0.8737**	0.92	0.92	0.89	0.88	0.85

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da 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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001 che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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