

Weekly Economic Monitor

Il punto

Alla luce dei dati tedeschi sul 2020 pubblicati giovedì, ci sembra probabile che la contrazione del **PIL dell'Eurozona** sia nell'ordine del 2% circa. Con la proroga delle misure restrittive peggiorano le stime del primo trimestre, che rischia di essere piatto, mentre migliorano quelle del secondo.

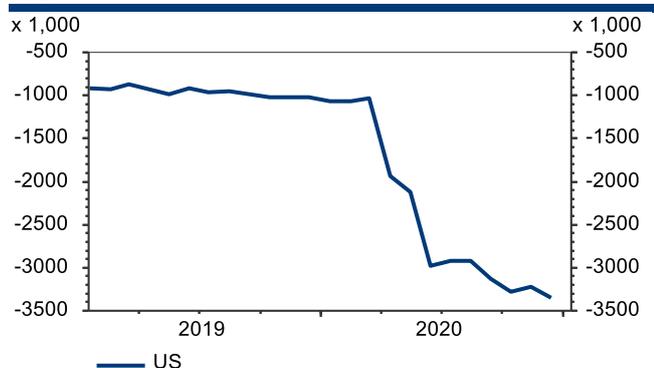
Stati Uniti: sempre più alle soglie dei nuovi Venti Ruggenti. Biden ha presentato le linee guida degli interventi per far fronte all'emergenza economica e sanitaria, con misure per 1,9 tln di dollari da finanziare interamente con deficit. I tempi sono stretti: la nuova amministrazione dovrà trovare una strategia per l'approvazione rapida delle misure più urgenti, magari con supporto bipartisan, e per calibrare l'utilizzo efficiente della procedura di *reconciliation*.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la tornata di indagini di fiducia relativa al mese di gennaio (PMI e indice di fiducia dei consumatori per l'Eurozona, ZEW tedesco e INSEE francese) dovrebbe mostrare debolezza dell'attività economica nella maggior parte dei Paesi dell'area, guidata ancora una volta dai servizi. La seconda stima dei dati sui prezzi al consumo di dicembre dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua stabile sia nell'Eurozona (-0,3%), sia in Germania (-0,7%), sia in Italia (-0,3%).

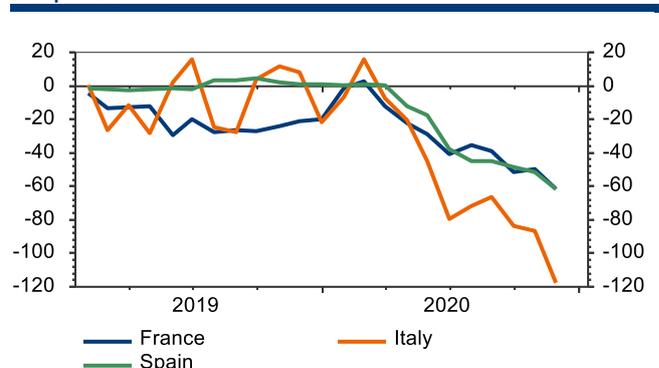
La settimana non presenta molti dati di rilievo negli **Stati Uniti** e il focus sarà sull'insediamento del presidente Biden il 20 gennaio. In termini di dati, i PMI flash di gennaio dovrebbero confermare espansione dell'attività in tutti i settori, pur con segnali di rallentamento della crescita nei servizi in seguito al peggioramento del quadro sanitario. Anche l'indice della Philadelphia Fed di gennaio dovrebbe riportare proseguimento della crescita nel manifatturiero. Le vendite di case esistenti e i cantieri residenziali a dicembre dovrebbero segnalare un rallentamento del trend positivo per via della scarsità di offerta e dell'aumento di prezzi e tassi.

Andamento del saldo di cassa del governo federale negli Stati Uniti...



Nota: dati in milioni di dollari, somma mobile di 12 mesi. Fonte: BFS

... e del saldo del settore statale di alcuni paesi europei durante la crisi pandemica



Nota: dati in miliardi di euro; differenza del saldo cumulato rispetto all'anno precedente. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati nazionali

15 gennaio 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo
Economista

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Il punto

Alla luce dei dati tedeschi sul 2020 pubblicati giovedì, ci sembra probabile che la contrazione del **PIL dell'Eurozona** sia nell'ordine del 2% circa. Con la proroga delle misure restrittive peggiorano le stime del primo trimestre, che rischia di essere piatto, mentre migliorano quelle del secondo.

- I dati mensili più recenti, e le prime indicazioni sui conti nazionali annuali del 2020 confermano che la contrazione del PIL dell'Eurozona nel 4° trimestre 2020 sarà largamente inferiore a quanto osservato durante la prima ondata pandemica, nel 2° trimestre, e probabilmente anche inferiore alle nostre stime di un mese fa.
- In Germania, i dati annuali pubblicati il 14 gennaio mostrano che nel 2020 il **PIL** è calato di **-5,0%** rispetto al 2019. La serie stagionalizzata registra invece un calo di -5,3% a/a, a motivo del maggior numero di giorni lavorativi. Implicitamente, dunque, se ne deduce che **nel 4° trimestre il PIL dovrebbe essere rimasto circa invariato rispetto al 3° trimestre 2020**, a meno di revisioni a quest'ultimo. Perciò, l'aumento del valore aggiunto nel manifatturiero e nelle costruzioni è stato sufficiente a compensare la flessione dei servizi. Dal lato della domanda, si può inferire che la contrazione dei consumi privati sia stata compensata dalla crescita degli investimenti fissi lordi, dalle esportazioni nette e dall'accumulo di scorte.
 - In Francia, l'INSEE ha stimato per il 4° trimestre uno scarto medio di 8,0% del livello di attività rispetto a prima della crisi, contro il 3,7% del 3° trimestre¹. Di conseguenza, il PIL si sarebbe contratto di 4,0-4,5% t/t.
 - In Italia, i dati più recenti suggeriscono che la contrazione potrebbe essere inferiore al 3,0% finora atteso, più vicina a -2,0%.
 - In Spagna, a dicembre, la Banca centrale stimava una contrazione del PIL molto più blanda rispetto alle nostre previsioni, nell'ordine dell'1% circa².
- Nel complesso, la contrazione del PIL dell'Eurozona dovrebbe confermarsi pari a circa il 2% t/t. Il settore manifatturiero darà un contributo positivo (la produzione industriale dovrebbe essere cresciuta di almeno il 3% t/t), mentre le costruzioni giocheranno un ruolo neutrale. La contrazione sarà conseguenza della riduzione del valore aggiunto nei servizi. Dal lato della domanda, saranno soprattutto i consumi a spiegare il calo: le vendite al dettaglio dovrebbero essere scese di circa un punto percentuale nel 4° trimestre, e a ciò va aggiunta la ben più drastica flessione delle vendite di servizi (ristorazione, alloggio, viaggi, intrattenimento): la mobilità verso le strutture commerciali e di intrattenimento è calata di 25 punti percentuali.
- Se il 4° trimestre potrebbe essere un po' meno brutto del previsto, il contrario accadrà nel 1° trimestre 2021. Sempre più paesi europei sono alle prese con una ripresa dei contagi, e stanno annunciando misure restrittive per il mese di gennaio. Di conseguenza, appare sempre più difficile che il PIL possa crescere significativamente già nel trimestre invernale: la variazione rischia di essere circa nulla. Più probabilmente, la crescita si sposterà al trimestre primaverile, sostenuta allora anche dai progressi della campagna vaccinale.

¹ Insee, *Note de Conjoncture*, Décembre 2020.

² Banco de España, *Proyecciones Macroeconómicas de la Economía Española (2020-2023)*, <https://www.bde.es/f/webbde/SES/AnálisisEconomico/AnálisisEconomico/ProyeccionesMacroeconomicas/ficheros/be11122020-proy.pdf>

Stati Uniti: sempre più alle soglie dei nuovi Venti Ruggenti. Biden ha presentato le linee guida degli interventi per far fronte all'emergenza economica e sanitaria, con misure per 1,9 tln di dollari da finanziare interamente con deficit. I tempi sono stretti: la nuova amministrazione dovrà trovare una strategia per l'approvazione rapida delle misure più urgenti, magari con supporto bipartisan, e per calibrare l'utilizzo efficiente della procedura di *reconciliation*.

- **Biden** ha presentato l'American Rescue Plan, con **le priorità e le linee guida degli interventi che intende perseguire dall'inizio del suo mandato**. Biden ha sottolineato la fase di profonda crisi economica e sanitaria del momento e affermato che il Paese "non può permettersi di non agire". Gli obiettivi principali del piano riguardano l'accelerazione della campagna vaccinale e il supporto alla sanità da un lato, e il sostegno a famiglie e lavoratori dall'altro. Il **totale degli interventi proposti raggiunge 1,9 tln di dollari**.
- Sul **fronte di COVID-19**, il Presidente-eletto ha annunciato per oggi la presentazione del nuovo piano di interventi, mirati a raggiungere la promessa di 100 mln di vaccinazioni nei suoi primi 100 giorni (a oggi sono state vaccinate 11,148 mln di persone). Il piano dà supporto agli Stati e agli enti locali per la distribuzione e la vaccinazione, attraverso linee guida chiare e risorse necessarie per l'implementazione. Biden ha anche promesso fondi per la lotta alla pandemia nelle strutture ospedaliere, attraverso finanziamenti per equipaggiamento e personale. Anche la scuola è inclusa fra i primi interventi del governo, con contributi per garantire la riapertura in sicurezza nei primi 100 giorni del mandato. Biden ha dato un'indicazione di **circa 400 mld per il costo degli interventi per la sanità**, da erogare sia direttamente sia attraverso finanziamenti agli stati.
- Sul **fronte economico**, il Presidente-eletto ha sottolineato l'importanza del sostegno alle famiglie, con supporto per disoccupati e individui colpiti direttamente o indirettamente dalla pandemia (supporto finanziario non solo per chi perde il lavoro ma anche per chi si ammala o deve curare familiari). Biden ha citato esplicitamente tre voci: estensione dei programmi federali per la disoccupazione oltre marzo, integrazione federale dei sussidi di disoccupazione di 400 dollari/settimana (al di sopra dell'attuale integrazione di 300 dollari/settimana) e assegni alle famiglie con un'integrazione di 1400 dollari/persona oltre all'attuale trasferimento di 600 dollari/persona, per arrivare a 2000 dollari/persona. L'aumento degli assegni costerebbe da solo circa 465 mld, a cui si aggiungerebbero circa 350 mld per l'integrazione e l'estensione dei sussidi di disoccupazione fino a settembre (v. sotto).
- **Gli interventi totali considerati dall'amministrazione raggiungerebbero 1,9 tln di dollari** (v. tabella) e in questa prima fase di attacco all'emergenza non vengono contemplate forme di finanziamento diverse dal disavanzo. In particolare, aumenti di imposte o tagli di altre spese potrebbero poi comparire in un secondo tempo, ma non in questo pacchetto. Il piano di attacco fiscale non include i cavalli di battaglia del programma pre-elettorale di Biden (ambiente, infrastrutture, riduzione della disuguaglianza), che sarebbero rinviati a un secondo intervento, con un programma bilanciato di aumento di spese strutturali parzialmente finanziato con imposte.
- Biden può contare su una maggioranza in entrambi i rami del Congresso, ma in Senato mancano i voti necessari per legiferare su voci con impatto sul budget. **L'amministrazione potrebbe scegliere di individuare le misure più urgenti, da approvare in tempi rapidi, con supporto bipartisan**: estensione dei sussidi di disoccupazione, finanziamento per la sanità, integrazione degli assegni (magari, ragionevolmente, ridotta rispetto ai 1400 dollari proposti). Queste voci potrebbero ammontare a un totale vicino a 700-800 mld, lasciando **il resto per un eventuale pacchetto da approvare con la procedura di reconciliation**. In caso di totale mancanza di collaborazione repubblicana, il pacchetto dovrebbe essere uno solo, allungando i tempi, per soddisfare il vincolo annuo per l'utilizzo della procedura di *reconciliation*.

Linee guida per l'American Rescue Plan di Biden

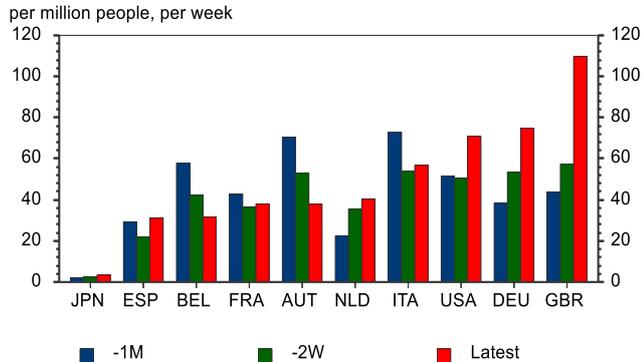
Intervento	Impatto sul deficit
Trasferimenti diretti di \$1400/persona oltre ai \$600/persona già emessi	465
Fondi a Stati ed enti locali	350
Aumento dell'integrazione dei sussidi di disoccupazione a \$400/settimana ed estensione dei programmi di emergenza fino a settembre	350
Finanziamento di un programma di vaccinazione nazionale, test e altre misure per COVID	160
Fondi per la riapertura delle scuole e delle università e altri finanziamenti	170
Espansione del credito di imposta per i figli	120
Supporto per gli affitti e per i piccoli proprietari di case	30
Supporto per gli asili	25
Altro	200
Costo totale stimato	1900

Nota: dati in mld di dollari. Fonte: CRFB

- In conclusione, il nuovo stimolo fiscale in arrivo nel 2021 sarà probabilmente molto ampio e potrebbe essere diviso in **una prima tranche di circa 700-800 mld in tempi rapidissimi con supporto bipartisan e una seconda intorno a 1 tln da approvare in primavera** (con rischi verso il basso sul totale). In caso di divisioni lungo linee di partito in Congresso, invece il piano verrebbe interamente proposto con la procedura di *reconciliation* nei prossimi mesi. Se l'amministrazione volesse procedere anche con il piano di medio termine per infrastrutture e imposte già nel 2021 (a nostro avviso prematuro), la strategia per l'utilizzo della *reconciliation* sarebbe più complessa e potrebbe richiedere l'unificazione dei programmi di breve e di medio termine. In ogni caso, **l'impatto economico dell'American Rescue Plan potrebbe eccedere 1 tln di dollari**, con un moltiplicatore per gli interventi elencati nella tabella qui sopra in media intorno a 0,6-0,7. Insieme agli effetti attesi dal Response and Relief Act approvato a fine 2020 (circa 615 mld), l'impulso fiscale combinato sul PIL, vicino a 8%, sarebbe tale da più che chiudere l'output gap del prossimo biennio. **La reflazione è qui, nei nuovi Venti Ruggenti.**

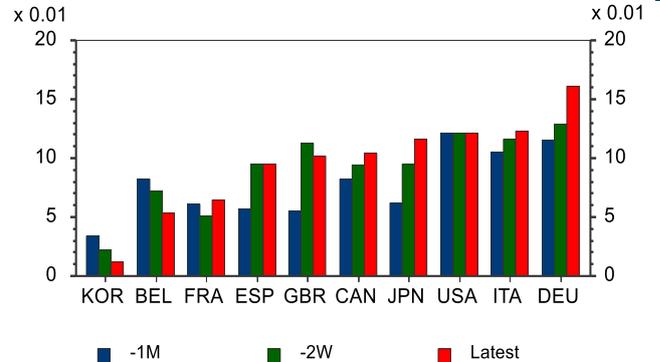
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



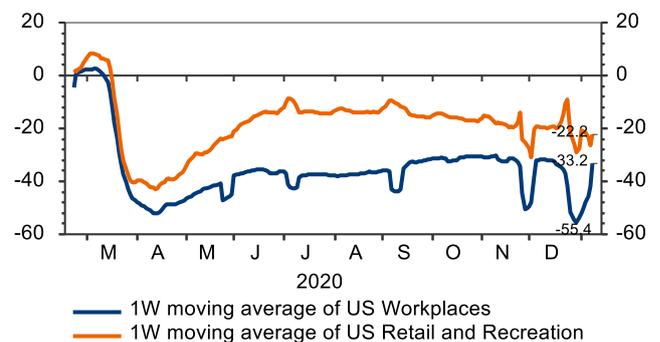
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



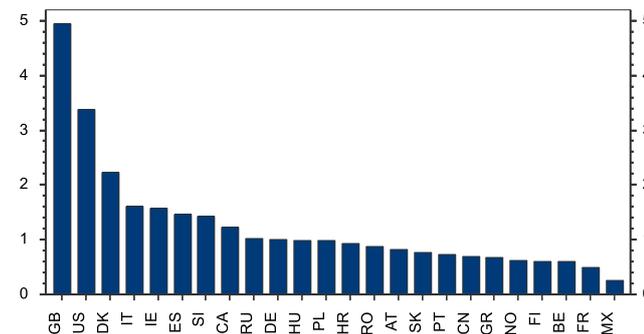
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



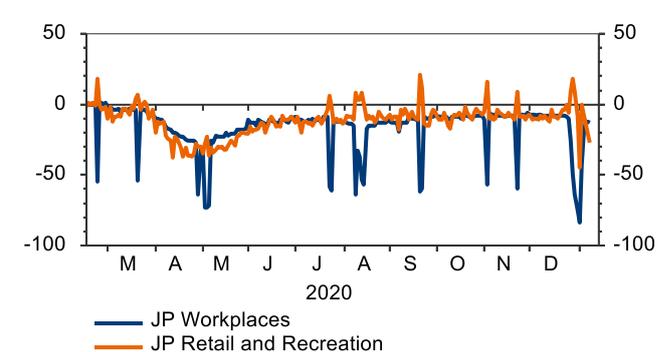
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Vaccinazioni: dosi somministrate per 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la tornata di indagini di fiducia relativa al mese di gennaio (PMI e indice di fiducia dei consumatori per l'Eurozona, ZEW tedesco e INSEE francese) dovrebbe mostrare debolezza dell'attività economica nella maggior parte dei Paesi dell'area, guidata ancora una volta dai servizi. La seconda stima dei dati sui prezzi al consumo di dicembre dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua stabile sia nell'Eurozona (-0,3%), sia in Germania (-0,7%), sia in Italia (-0,3%).

La settimana non presenta molti dati di rilievo negli **Stati Uniti** e il focus sarà sull'insediamento del presidente Biden il 20 gennaio. In termini di dati, i PMI flash di gennaio dovrebbero confermare espansione dell'attività in tutti i settori, pur con segnali di rallentamento della crescita nei servizi in seguito al peggioramento del quadro sanitario. Anche l'indice della Philadelphia Fed di gennaio dovrebbe riportare proseguimento della crescita nel manifatturiero. Le vendite di case esistenti e i cantieri residenziali a dicembre dovrebbero segnalare un rallentamento del trend positivo per via della scarsità di offerta e dell'aumento di prezzi e tassi.

Lunedì 18 gennaio

Area euro

■ **Italia.** La seconda stima sui prezzi al consumo di dicembre è attesa confermare la lettura preliminare, con un rialzo a -0,1% a/a da -0,2% precedente sul NIC, e una stabilità a -0,3% a/a sull'indice armonizzato. Nel mese, i prezzi dovrebbero essere confermati in aumento di tre decimi sulla misura domestica e di due decimi su quella armonizzata. Le pressioni al rialzo sono venute a dicembre dai trasporti e dalle spese per il tempo libero. L'inflazione di fondo dovrebbe anch'essa essere confermata in salita a 0,7% da 0,4% a/a di novembre (sul NIC). Il 2020 ha chiuso con un calo di -0,2% per i prezzi al consumo; vediamo solo una moderata risalita, a +0,2%, per la media 2021.

Stati Uniti

■ Mercati chiusi per festività (Martin Luther King's Day).

Martedì 19 gennaio

Area euro

- **Germania.** L'indice **ZEW** dovrebbe migliorare nuovamente a gennaio, con l'indice sulle attese stimato a 62 da 55 precedente. L'indicatore sulla situazione corrente è atteso correggere lievemente a -69 rispetto a -66,5 di dicembre.
- **Germania.** La seconda lettura dovrebbe confermare che a dicembre i **prezzi al consumo** sono saliti di cinque decimi sull'indice nazionale e sei decimi sull'armonizzato. L'inflazione annua dovrebbe essere confermata in territorio negativo, a -0,3% sull'indice nazionale e a -0,7% sull'indice armonizzato, rispettivamente.

Mercoledì 20 gennaio

Area euro

■ **Area euro.** La **seconda stima** dovrebbe vedere l'**inflazione** stabile a -0,3% a/a, in linea con la prima lettura. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia dovrebbe anch'esso confermare il dato della stima preliminare (+0,4% a/a, invariato rispetto al mese di novembre). I prezzi dovrebbero essere confermati in crescita di tre decimi nel mese, spinti al rialzo dal rincaro dei listini energetici e dei servizi, mentre sono attesi in calo i prezzi degli alimentari freschi.

Stati Uniti

■ **Insedimento** alla Casa Bianca e giuramento del presidente Biden e della vice-presidente Harris.

Giovedì 21 gennaio**Area euro**

- **Area euro.** La stima flash dell'**indice di fiducia dei consumatori**, elaborato dalla Commissione Europea, è attesa circa stabile a gennaio, a -14,0 punti da -13,9 punti di dicembre. L'indice dovrebbe rimanere al di sotto della media storica durante tutto il trimestre invernale.
- **Francia.** L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** elaborato dall'**INSEE** è atteso in ulteriore crescita a gennaio (dopo quella già vista a dicembre), stimiamo a 94,0 da 93,0 precedente. L'indice dovrebbe risalire solo lentamente nei prossimi mesi.
- **Area euro.** La **riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo BCE** sarà del tutto interlocutoria. Un ampio pacchetto di misure è stato approvato a dicembre, e i dati usciti nel frattempo sono pochi e non cruciali per il riesame delle prospettive: sarà necessario del tempo prima di valutare se l'economia procede secondo lo scenario previsto, che includeva già un primo trimestre condizionato negativamente da misure restrittive. Per il momento, la BCE non ha alcun motivo di apportare modifiche neppure alla *forward guidance*, che sarà mantenuta nella formulazione corrente.

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** a dicembre sono attesi a 1,54 mln da 1,547 mln di novembre. Il trend delle costruzioni residenziali dovrebbe restare positivo ma rallentare, alla luce delle indicazioni della fiducia dei costruttori di case e dei segnali di rialzo dei rendimenti. Le **licenze edilizie** dovrebbero stabilizzarsi a 1,61 mln, da 1,630 di novembre, sui massimi dal boom del 2006.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a gennaio è previsto in rialzo a 14 da 11,1 di dicembre. I segnali del settore manifatturiero restano diffusamente positivi, con indicazioni di freno derivanti più che altro da problemi di offerta e dalla difficoltà di reperire manodopera in questa fase di recrudescenza di contagi.

Venerdì 22 gennaio**Area euro**

- **Area euro.** La **stima flash** del **PMI manifatturiero** dovrebbe indicare una diminuzione del ritmo di espansione in gennaio, a 54,4 da 55,2 di dicembre; il **PMI servizi** è atteso circa stabile questo mese (a 46,2 da 46,4 precedente). Di conseguenza, il **PMI composito** dovrebbe rimanere in territorio recessivo, a 48,5 da 49,1: ci aspettiamo una contrazione dell'economia nell'Eurozona per il terzo mese consecutivo.

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a dicembre sono attese in calo a 6,5 mln, da 6,69 mln di novembre, in linea con le indicazioni dei contratti di compravendita che danno segnali di indebolimento da settembre. In parte il rallentamento dei trend positivi degli indicatori di attività del settore immobiliare residenziale è dovuto alla scarsità di offerta evidente dal continuo calo delle scorte di case invendute.
- Il **PMI Markit** del settore **manifatturiero** è previsto a 57,3 da 57,1 di dicembre, sulla scia dell'andamento positivo di ordini e produzione. L'indice dei **servizi** dovrebbe correggere a 52 da 54,8, in risposta all'aumento dei contagi e delle misure di contenimento nei settori tempo libero e ospitalità, con effetti negativi anche a gennaio su occupazione e attività.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (18- 22 gennaio) ...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	18/1	03:00	CN	PIL cumulato a/a		T4	0.7	%	
		03:00	CN	PIL a/a	*	T4	4.9	%	6.1
		03:00	CN	PIL s.a. t/t		T4	2.7	%	3.2
		03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	dic	5.0	%	5.5
		03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		dic	2.3	%	
		03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	dic	2.6	%	3.2
		03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		dic	-5.8	%	
		03:00	CN	Produzione industriale a/a		dic	7.0	%	6.9
		05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		nov	prel 0.0	%	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	dic	prel 0.3	%	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		dic	prel -0.1	%	
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		dic	prel -0.3	%	
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	dic	prel 0.2	%	
Mar	19/1	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	dic	prel 0.6	%	0.6
		08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		dic	prel -0.3	%	-0.3
		08:00	GER	IPCA a/a finale		dic	prel -0.7	%	-0.7
		08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	dic	prel 0.5	%	0.5
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		nov	7.6	Mld €	
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		nov	0.4	Mld €	
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		gen	-66.5		-69.9
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	gen	55.0		60.0
Mer	20/1	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		nov	51.9	Mld \$	
		02:30	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	gen	3.9	%	
		02:30	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	gen	4.7	%	
		08:00	GB	CPI a/a	*	dic	0.3	%	0.5
		08:00	GB	CPI m/m		dic	-0.1	%	
		08:00	GER	PPI m/m		dic	0.2	%	
		08:00	GER	PPI a/a		dic	-0.5	%	
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	dic	prel -0.3	%	-0.3
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	dic	prel 0.3	%	0.3
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		dic	prel 0.4	%	0.4
Gio	21/1	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		gen	86.0		85.0
		00:50	GIA	Bilancia commerciale		dic	366.1	Mld ¥ JP	942.8
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	gen	93.0		94.0
		10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		nov	-1.7	%	
		10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		nov	2.2	%	
		10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		nov	1.2	%	
		10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		nov	3.0	%	
		10:00	USA	Indice Philadelphia Fed	*	gen	11.1		12.3
		13:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	gen	-13.9		-15.0
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	965	x1000	
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	5.271	Mln			
14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	dic	1.547	Mln	1.560		
14:30	USA	Licenze edilizie		dic	1.635	Mln	1.600		

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 (18 – 22 gennaio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Ven	22/1	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	dic	-0.9	%		
		00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	dic	-0.9	%	-1.1	
		01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		gen	50.0			
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		dic	2.4	%		
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	dic	-3.8	%	1.0	
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	gen	49.1			
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	gen	51.1			
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	gen	47.0		46.0	
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	gen	58.3		58.0	
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	gen	55.2		55.0	54.4
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	gen	49.1		47.6	48.5
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	gen	46.4		44.5	46.2
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	gen	57.5			
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	gen	49.4			
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		gen	55.3			
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	gen	57.1			57.3
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	gen	54.8			52.0
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		dic	6.69	Mln	6.53	6.50

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 (18 – 22 gennaio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	18/1	14:30	GB * Discorso di Bailey (BoE)
		--	UE * Videoconferenza dell'Eurogruppo
Mar	19/1	19:00	GB Discorso di Haldane (BoE)
		--	UE * Videoconferenza informale dei ministri dell'Economia e delle Finanze
Mer	20/1	18:00	GB * Discorso di Bailey (BoE)
		--	UE * Videoconferenza dei membri del Consiglio europeo
Gio	21/1	13:45	EUR * BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.5%)
		14:30	EUR * Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
		--	GIA * Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)
Ven	22/1	10:00	EUR * La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

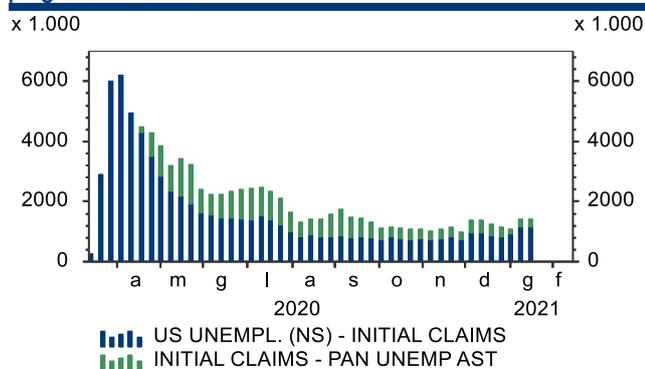
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	dic	0.2		%	0.4	0.4
CPI a/a	dic	1.2		%	1.3	1.4
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	dic	1.6		%	1.6	1.6
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	dic	0.2		%	0.1	0.1
Richieste di sussidio	settim	784	(787)	x1000	795	965
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	5.072		Mln	5.061	5.271
Prezzi all'import m/m	dic	0.2	(0.1)	%	0.7	0.9
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	dic	0.1		%	0.2	
PPI m/m	dic	0.1		%	0.4	
Indice Empire Manufacturing	gen	4.90			6.00	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	dic	-0.9		%	-0.1	
Vendite al dettaglio m/m	dic	-1.1		%	0.0	
Produzione industriale m/m	dic	0.4		%	0.5	
Impiego capacità produttiva	dic	73.3		%	73.6	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	gen	80.7			80.0	
Scorte delle imprese m/m	nov	0.7		%	0.5	

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

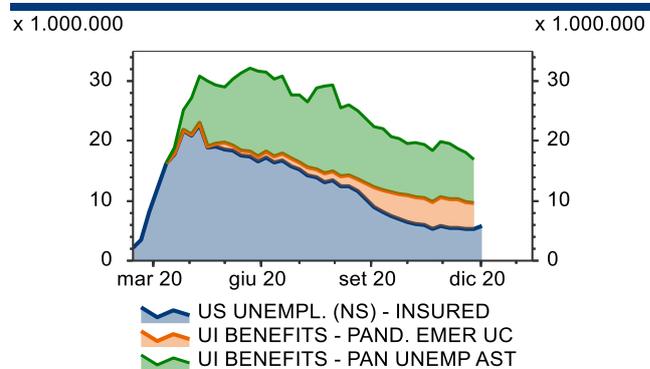
Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 9 gennaio balzano a 965 mila, con un aumento di 181 mila da 784 mila della settimana precedente. In termini **non destagionalizzati, i nuovi sussidi crescono di 231355, a 1,151 mln**. A questi si aggiungono le **284 mila nuove richieste per il programma federale** di Pandemic Unemployment Assistance. I dati senz'altro risentono dell'aumento dei contagi, ma possono anche riflettere l'attesa da parte dei disoccupati dell'approvazione del pacchetto fiscale a fine anno, con l'estensione di programmi scaduti. I **sussidi esistenti** al 2 gennaio sono in rialzo di 199 mila, a 5,271 mln. In termini non destagionalizzati, i sussidi statali esistenti sono pari a 5,856 mln. Nella settimana conclusa il 26 dicembre, sono 18,406 mln, in calo di 744 mila dalla settimana precedente, ma i dati dei nuovi sussidi segnalano che anche i sussidi esistenti subiranno rialzi nelle prime settimane di gennaio, sulla scia del deterioramento del quadro sanitario e della riapertura dei programmi federali grazie all'approvazione del pacchetto fiscale di fine 2020. Al di là degli indubbi effetti della pandemia sui segnali di peggioramento del mercato del lavoro e di quelli legati all'approvazione dell'estensione dei programmi di sussidio, occorre ricordare che le settimane a cavallo di fine anno registrano sempre dati molto volatili per i sussidi soprattutto in termini non destagionalizzati, mentre la destagionalizzazione adottata recentemente (additiva anziché moltiplicativa) aumenti ulteriormente i rialzi.

Le nuove richieste di sussidio aumentano a inizio gennaio, sulla scia del deterioramento dei contagi e dell'estensione dei programmi federali



Fonte: Refinitiv Datastream

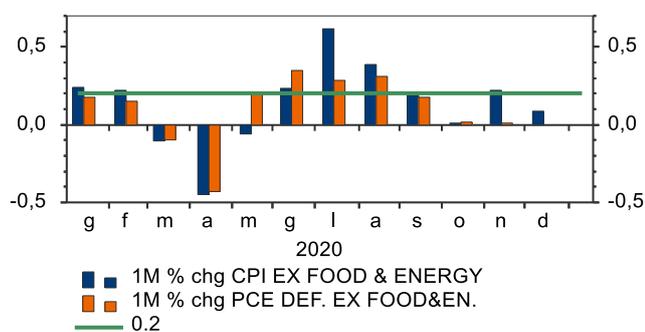
I sussidi esistenti a fine dicembre sono ancora in calo, ma restano oltre 18 mln



Fonte: Refinitiv Datastream

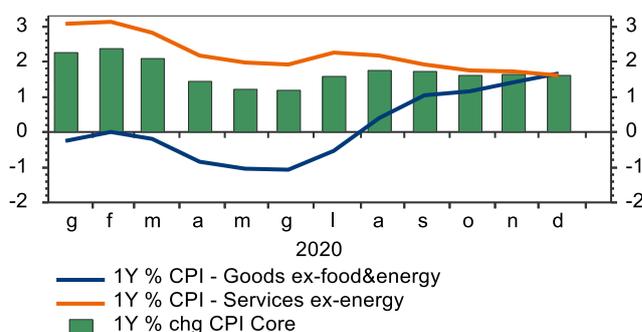
Il **CPI** a dicembre aumenta di 0,4% m/m (1,4% a/a), sulla scia di un incremento di 8,4% m/m della benzina, che contribuisce per il 60% del rialzo complessivo. L'energia registra una variazione di 4% m/m, mentre gli alimentari sono in crescita di 0,4% m/m. Il **CPI core** è invece in rialzo di 0,1% m/m (1,6% a/a), con variazioni positive per l'abbigliamento (1,4% m/m, dopo 0,9% m/m), le auto nuove (0,4% m/m), la cura della persona e l'arredamento, a fronte di contrazioni per le auto usate (-1,2% m/m), la ricreazione (-0,5% m/m, dopo +0,5% m/m), i trasporti (-0,1% m/m) e la sanità (sia beni -0,4%, sia servizi -0,1% m/m). I prezzi dei **beni core** crescono di 0,2% m/m (1,7% a/a), mentre i **servizi ex-energia** restano frenati dagli effetti della pandemia, con una variazione di 0,1% m/m (1,6% a/a). In particolare, l'abitazione si mantiene su un trend estremamente contenuto, con un aumento di solo 0,1% m/m, dopo la stabilità del mese precedente. Per ora l'inflazione resta moderata, anche per via della debolezza dei servizi, ma nei prossimi mesi ci saranno diversi fattori che contribuiranno a creare pressioni verso l'alto. Prima di tutto il rialzo del prezzo del petrolio influenzerà il CPI di gennaio e febbraio, in secondo luogo ci sarà l'effetto confronto con il 2020 che spingerà l'inflazione headline intorno al 2,8% a/a in primavera e infine dall'estate in poi, con l'accelerazione della crescita si potrebbero manifestare genuine spinte derivanti da un eccesso di domanda.

L'inflazione core si mantiene contenuta a dicembre...



Fonte: Refinitiv Datastream

...spinta dai prezzi dei beni ma frenata da quelli dei servizi



Fonte: Refinitiv Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	nov	17,1	%	-6,2
				+1,5

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **ordini di macchinari** a novembre sorprendono verso l'alto, con un aumento di 1,5% m/m (consenso: -6,2% m/m), dopo +17,1% m/m di ottobre. Gli ordini sono frenati dal calo di -2,4% m/m nel manifatturiero, a fronte di un incremento di 5,6% m/m nel non manifatturiero. I dati di ottobre e novembre pongono gli ordini in rialzo di 14,5% rispetto alla media del 3° trimestre, dopo il calo estivo di -0,3% t/t e quello primaverile di -12,9% t/t. Il 4° trimestre dovrebbe quindi concludersi con un segno positivo, nonostante un'aspettativa di indebolimento a dicembre per via della recrudescenza dei contagi e della dichiarazione dello stato di emergenza adottata la scorsa settimana. Il deterioramento del quadro sanitario dà supporto alla previsione di marginale contrazione della crescita nel 1° trimestre 2021.

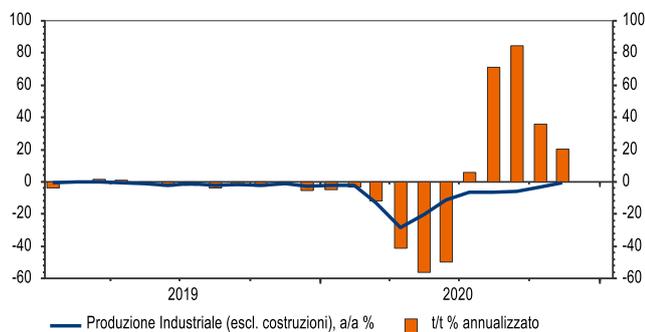
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	nov	+2.3 (2.1)	%	0.2 +2.5
FRA	IPCA m/m finale	dic	0.2	%	0.2 0.2
FRA	IPCA a/a finale	dic	0.0	%	0.0 0.0
FRA	CPI m/m Ex Tob	dic	0.1	%	+0.2
GER	PIL annuale	2020	0.6	%	-5.1 -5.0
ITA	Produzione industriale m/m	nov	1.4 (1.3)	%	-0.4 -1.4
SPA	Produzione industriale a/a	nov	-1.6	%	-3.8
SPA	IPCA a/a finale	dic	-0.6	%	-0.6 -0.6

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

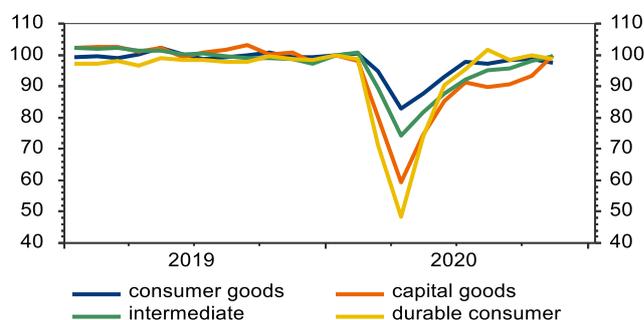
Area euro. La **produzione industriale** di novembre sorprende al rialzo: l'indice sale del +2,5% m/m, dopo il +2,3% di ottobre (rivisto al rialzo da +2,1%). Il livello della produzione è inferiore dello 0,6% rispetto a un anno fa (da -3,5% a/a precedente) e dello 0,8% rispetto al valore di febbraio. La divisione per destinazione finale mostra incrementi di 7,0% m/m per i beni di investimento e di 1,5% per gli intermedi, mentre calano di -1,2% i durevoli e di -1,7% i beni di consumo non durevoli; la flessione è stata ben più ampia per la produzione di energia (-3,9% m/m). Lo spaccato per Paese vede solamente la Germania (+0,8% m/m) registrare una variazione positiva tra le maggiori economie dell'Eurozona; hanno mostrato una crescita negativa, invece, Francia (-0,9% m/m), Italia (-1,4% m/m) e Spagna (-0,6% m/m). Il dato risente anche del +52,8% m/m registrato in Irlanda. L'attività industriale è attesa rallentare a dicembre, ma ciononostante il manifatturiero contribuirà positivamente alla crescita del PIL nel quarto trimestre. Stimiamo una contrazione media annua intorno al -8,5% nel 2020.

Area euro: si ferma la ripresa della produzione industriale



Fonte: Refinitiv Datastream

I beni di investimento, di consumo e intermedi sono circa in linea con i livelli pre-crisi



Nota: gennaio 2020=100. Fonte: Refinitiv Datastream

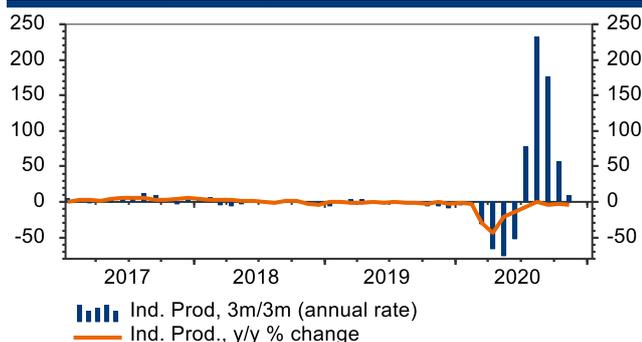
Area euro. Nel rimbalzo post-pandemico del terzo trimestre 2020, l'aumento dell'occupazione di 0,7 milioni di unità è derivato per 0,4 milioni da persone inattive e per 0,3 milioni da disoccupati. Il flusso lordo da disoccupati ad occupati è stimato in 2,6 milioni, pari al 21% del totale. Inoltre, la fine delle misure di confinamento ha portato a una riclassificazione di ben 2,4 milioni di lavoratori da "inattivi" a "disoccupati". Il reddito operativo lordo delle imprese non finanziarie è del 6,9% inferiore rispetto ai livelli di un anno prima, mentre nel secondo trimestre il calo tendenziale era stimato a -19,3%.

Francia. La seconda lettura conferma la crescita zero **dell'inflazione** di dicembre, sia sull'indice nazionale (a zero da 0,2% a/a di novembre), che sulla misura armonizzata (a zero da 0,2% a/a precedente). Nel mese i prezzi al consumo sono saliti di 0,2% m/m su entrambi gli indici. Le pressioni al rialzo sono venute a dicembre dall'energia (+1,7% m/m da +0,3% m/m precedente) e dai servizi (+0,5% m/m dopo il +0,1% m/m di novembre); si registra, invece, un contributo negativo dei listini alimentari (-0,4% m/m da +0,6% m/m precedente) e dei prezzi del

manfatturiero (-0,4% m/m da -0,3% m/m). L'inflazione è sui minimi dal 2016 ed è attesa risalire solo lentamente nei prossimi mesi.

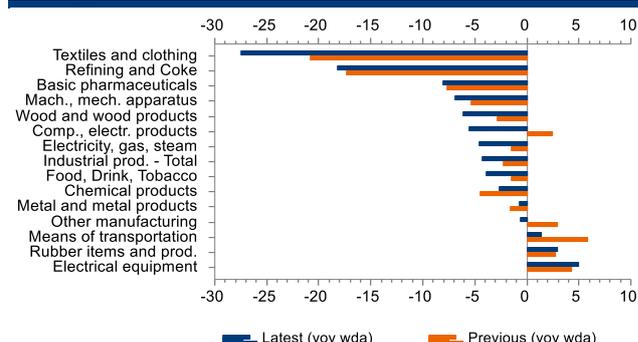
Italia. La produzione industriale è calata di -1,4% m/m a novembre, dopo il +1,4% m/m registrato ad ottobre. Il dato è risultato a metà tra le aspettative di consenso (-0,4% m/m) e la nostra previsione (-2,4% m/m). Su base annua corretta per i giorni lavorativi, l'output è diminuito di -4,2% (21° calo consecutivo), dal -1,9% precedente. Nel mese il calo è diffuso, con la sola eccezione dei beni intermedi. La ripartizione per settore conferma la drammatica correzione tendenziale in due comparti: tessile e raffinazione (-26,7% e -18,3%, rispettivamente). Tra i pochi settori in crescita rispetto a un anno prima troviamo apparecchiature elettriche (+5,9%), gomma e plastica (+2,9%) e mezzi di trasporto (+2,3%). Anche l'industria, sebbene meno colpita dalle ultime restrizioni rispetto ai servizi, dovrebbe aver contribuito negativamente al PIL nello scorcio finale dello scorso anno (stimiamo una flessione di -1,4% t/t). La caduta dell'attività economica nel 4° trimestre 2020 potrebbe risultare meno ampia di quanto da noi stimato in precedenza (più vicina a un calo dell'ordine di grandezza di due anziché tre punti percentuali). Tuttavia, le nuove misure restrittive che entreranno in vigore nelle prossime settimane sottolineano il rischio di una mancata espansione anche a inizio 2021. A nostro avviso, nonostante la distribuzione dei vaccini proceda ad un ritmo più veloce del previsto, i rischi sul PIL nella prima metà dell'anno restano al ribasso.

Si arresta il recupero della produzione industriale



Fonte: Refinitiv Datastream

La maggior parte dei settori resta in ampio calo su base annua



Fonte: Refinitiv Datastream

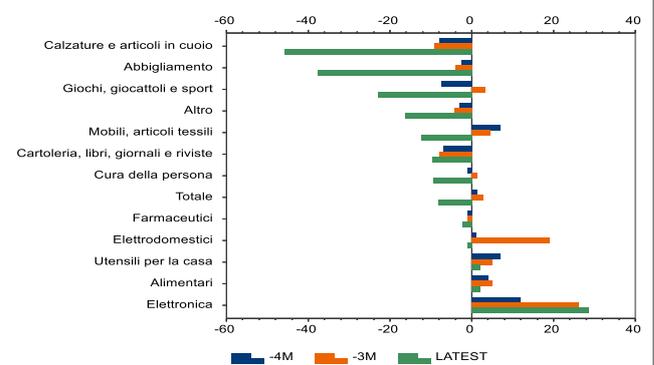
Italia. A novembre, le vendite al dettaglio hanno subita una brusca correzione, pari a -6,9% m/m in valore e -7,4% in volume. Il dato annuo è tornato in territorio ampiamente negativo, a -8,1% e -8,4% rispettivamente. Sia la variazione congiunturale che quella tendenziale sono ai minimi dalla scorsa primavera. Si tratta evidentemente dell'effetto delle nuove misure di contenimento della pandemia (mezza Italia ha visto la chiusura delle attività commerciali non essenziali nella seconda metà di novembre). Ciò è visibile dal fatto che si sono salvate dal calo, sia nel mese che sull'anno, solo le vendite di alimentari (da notare il +10,7% dei discount di alimentari), nonché il commercio elettronico (+50,2% a/a). Tutti i comparti non alimentari registrano variazioni tendenziali negative, con l'eccezione delle dotazioni per informatica, telecomunicazioni e telefonia (+28,7%) e dell'utenzieria per la casa e ferramenta (+2%). Le flessioni più marcate si evidenziano per abbigliamento e calzature (rispettivamente -37,7% e -45,8%), due settori per i quali è prevista la chiusura degli esercizi commerciali in "zona rossa". **Sulla base dei dati sulla mobilità verso gli esercizi commerciali, le vendite al dettaglio potrebbero aver subito un'ulteriore correzione su base annua a dicembre.** I consumi dovrebbero aver dato il principale contributo al calo del PIL nel trimestre finale del 2020, ed è in dubbio una significativa ripartenza a inizio 2021.

Le vendite al dettaglio hanno subito una correzione a novembre, attesa proseguire su base annua a dicembre



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

La tendenza annua per gruppi di prodotti è significativamente positiva solo per l'elettronica. Falcidiati abbigliamento e calzature



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

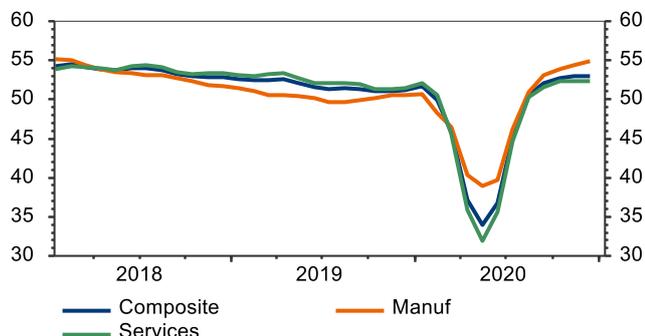
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
CPI m/m	dic	-0.6	%	0.4
CPI a/a	dic	-0.5	%	0.1
PPI a/a	dic	-1.5	%	-0.8
Finanza sociale aggregata (flusso)	dic	2130.00	Mld ¥ CN	2200.00
M2 a/a	dic	10.7	%	10.5
Nuovi prestiti bancari (flusso)	dic	1430.0	Mld ¥ CN	1220.0
Esportazioni in USD a/a	dic	21.1	%	15.0
Importazioni in USD a/a	dic	4.5	%	+6.5
Bilancia commerciale USD	dic	75.40	Mld \$	72.35

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

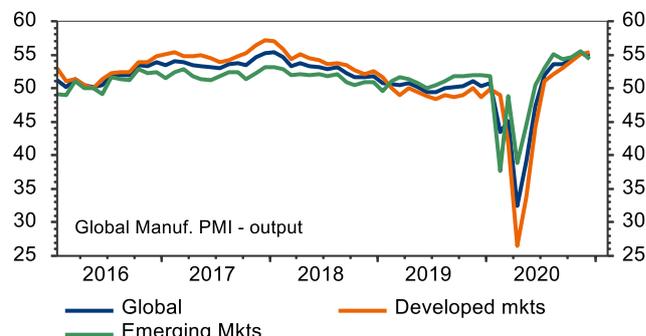
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



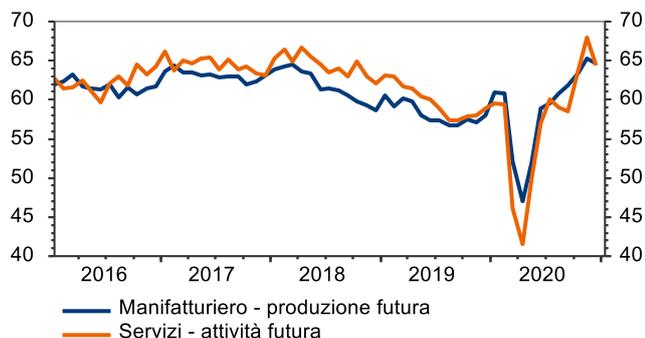
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



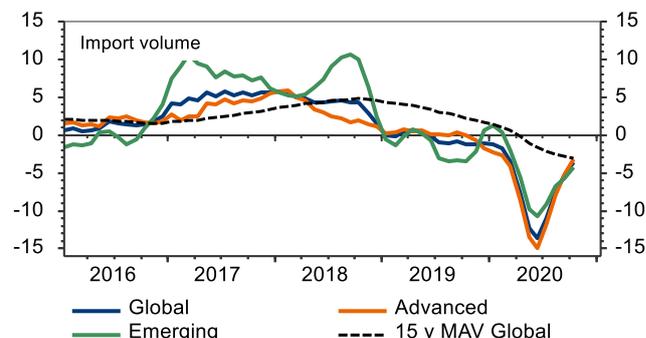
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



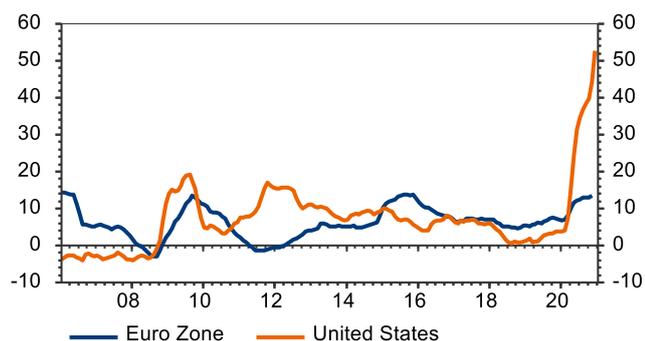
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



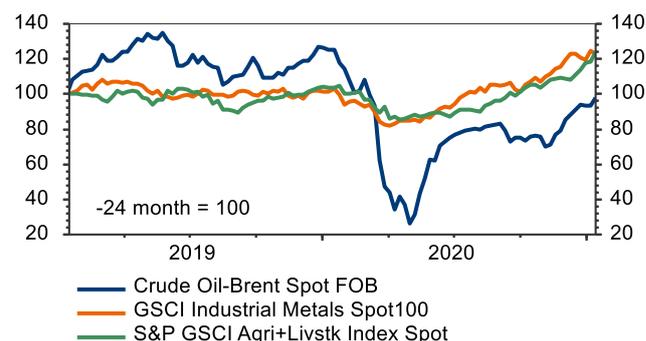
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

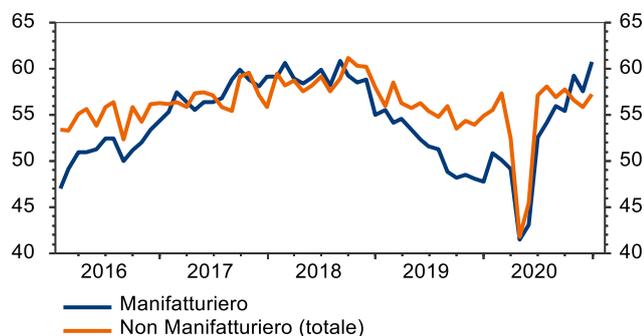
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

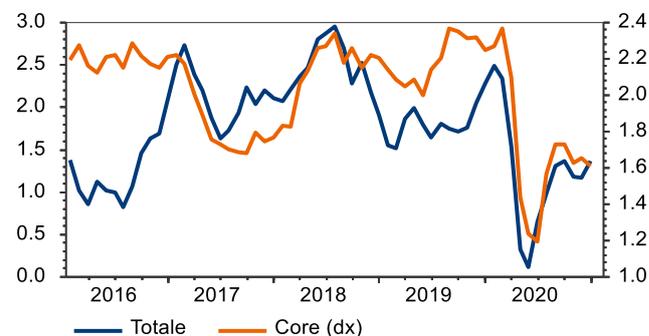
Stati Uniti

Indagini ISM



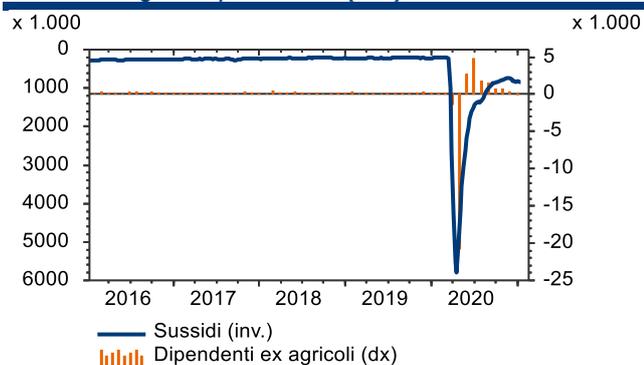
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



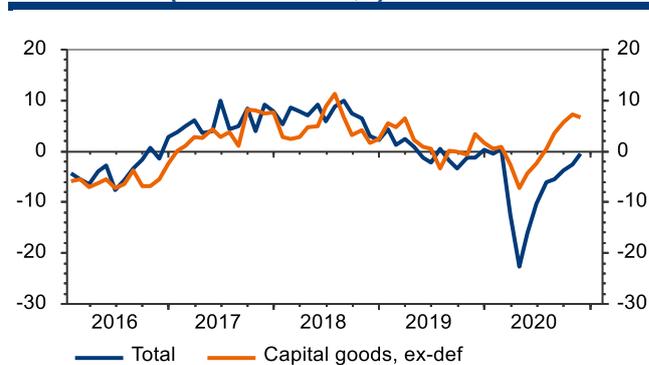
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

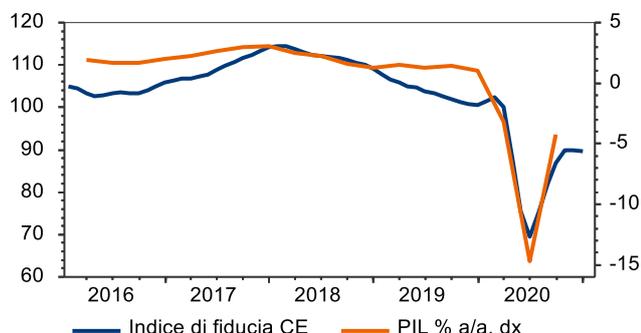
Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020				2021		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti,a/a)	2.2	-3.4	5.2	2.3	0.3	-9.0	-2.8	-1.9	0.4	11.7	5.0
- trim./trim. annualizzato				2.4	-5.0	-31.4	33.4	6.5	4.4	4.8	4.5
Consumi privati	2.4	-3.8	5.7	1.6	-6.9	-33.2	41.0	3.8	5.5	5.3	5.2
IFL - privati non residenziali	2.9	-4.3	5.4	-0.3	-6.7	-27.2	22.9	7.5	5.5	5.8	5.7
IFL - privati residenziali	-1.7	4.4	6.4	5.8	19.0	-35.6	63.0	8.2	3.5	1.5	1.9
Consumi e inv. pubblici	2.3	1.3	0.3	2.4	1.3	2.5	-4.8	1.2	1.5	0.8	0.3
Esportazioni	-0.1	-13.7	3.5	3.4	-9.5	-64.4	59.6	6.2	4.5	5.5	6.8
Importazioni	1.1	-10.2	8.8	-7.5	-15.0	-54.1	93.1	11.1	5.5	5.2	6.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.5	1.3	-0.9	-1.7	-4.3	6.5	3.8	0.0	0.3	0.2
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-3.0	-3.3								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.6	-15.7	-10.3								
Debito pubblico (% PIL)	134.8	161.5	162.5								
CPI (a/a)	1.8	1.2	2.4	2.0	2.1	0.4	1.2	1.2	1.7	3.2	2.5
Produzione Industriale	0.9	-7.0	3.8	0.1	-1.7	-13.0	9.3	1.4	0.6	0.9	1.0
Disoccupazione (%)	3.7	8.1	6.2	3.6	3.8	13.1	8.8	6.8	6.3	6.3	6.2

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

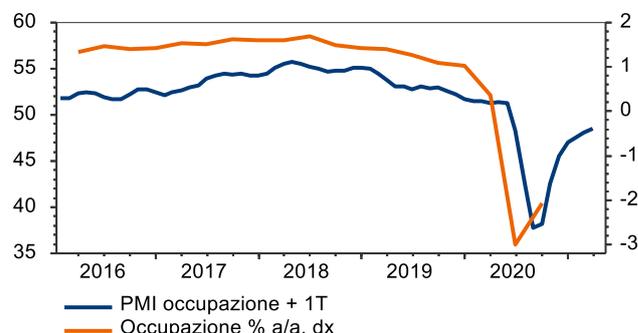
Area euro

PIL



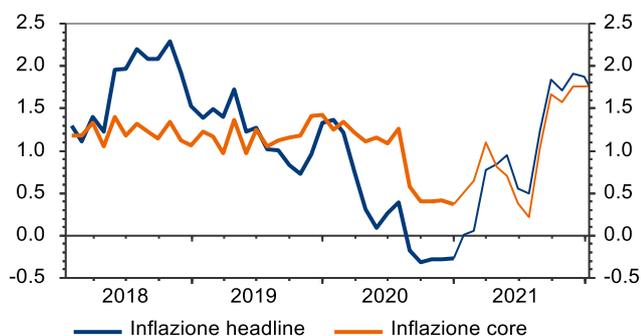
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2019	2020	2021
gennaio	1.4	1.4	0.0
febbraio	1.5	1.2	0.1
marzo	1.4	0.7	0.8
aprile	1.7	0.3	0.8
maggio	1.2	0.1	0.9
giugno	1.3	0.3	0.6
luglio	1.0	0.4	0.5
agosto	1.0	-0.2	1.2
settembre	0.8	-0.3	1.8
ottobre	0.7	-0.3	1.7
novembre	1.0	-0.3	1.9
dicembre	1.3	-0.3	1.9

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020	2021			2021	2021	
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	-7.1	4.5	1.0	-3.2	-14.7	-4.3	-6.1	-1.6	12.6	2.4
- t/t				0.1	-3.7	-11.7	12.5	-1.8	0.9	1.0	2.3
Consumi privati	1.4	-7.6	4.9	0.1	-4.5	-12.4	14.0	-1.3	0.5	1.2	1.8
Investimenti fissi	5.7	-9.1	3.6	6.2	-5.7	-16.0	13.4	-1.5	1.0	0.7	1.9
Consumi pubblici	1.9	0.5	2.5	0.3	-0.6	-2.2	4.8	-0.5	0.3	0.6	0.5
Esportazioni	2.5	-10.4	8.4	0.0	-3.8	-18.9	17.1	0.5	2.4	1.6	2.4
Importazioni	3.9	-9.6	7.5	2.2	-3.0	-18.2	12.3	2.3	1.8	1.7	2.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.4	-0.1	-0.3	0.6	-0.2	-1.3	0.1	0.0	0.1	0.8
Partite correnti (% PIL)	3.1	2.6	2.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-0.6	-8.8	-6.4								
Debito pubblico (% PIL)	85.9	101.7	102.3								
Prezzi al consumo (a/a)	1.2	0.3	1.0	1.0	1.1	0.2	0.0	-0.3	0.3	0.8	1.2
Produzione industriale (a/a)	-1.3	-8.5	8.9	-2.1	-6.0	-20.1	-6.6	-1.1	3.6	23.4	7.2
Disoccupazione (%)	7.6	8.0	9.0	7.4	7.3	7.6	8.6	8.4	8.6	9.1	9.1
Euribor 3 mesi	-0.36	-0.42	-0.53	-0.40	-0.41	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.53	-0.53

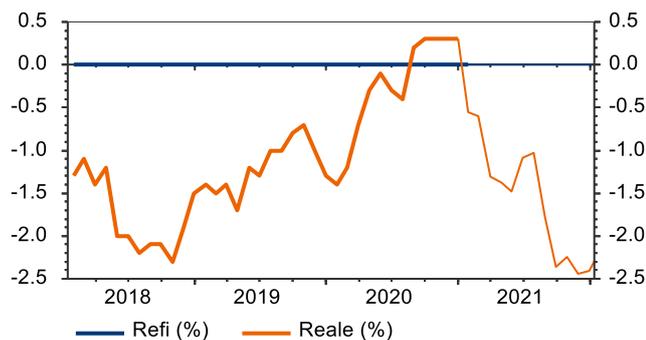
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	14/1	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.51	-0.53	-0.55	-0.56	-0.55	-0.54	-0.53	-0.53
Euribor 3m	-0.42	-0.50	-0.55	-0.55	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

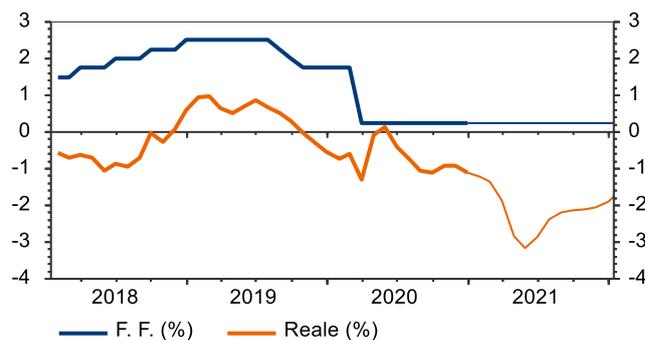


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	14/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.30	0.23	0.24	0.24	0.30	0.36	0.36	0.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

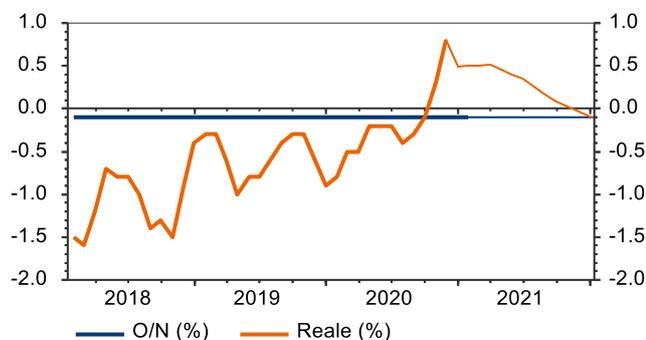


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	14/1	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	-0.05	-0.10	-0.08	-0.08	-0.08	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

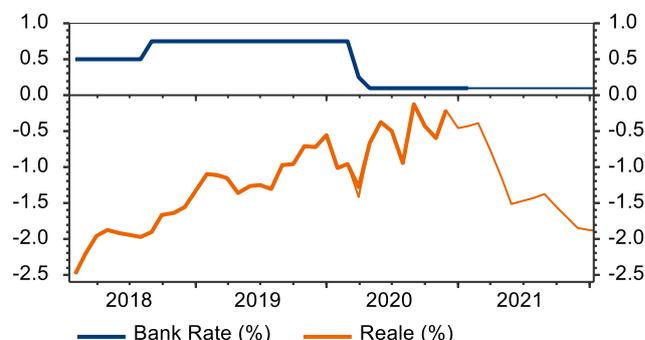


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	14/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.14	0.06	0.03	0.03	0.05	0.05	0.10	0.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	15/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.11	1.14	1.17	1.21	1.2126	1.21	1.20	1.19	1.18	1.20
USD/JPY	109	110	107	105	104	103.66	103	106	108	110	112
GBP/USD	1.28	1.30	1.26	1.29	1.34	1.3652	1.33	1.34	1.36	1.38	1.40
EUR/CHF	1.13	1.08	1.08	1.07	1.08	1.0763	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	124	122	122	123	126	125.72	125	127	129	130	134
EUR/GBP	0.89	0.86	0.91	0.91	0.91	0.8881	0.91	0.90	0.88	0.86	0.86

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.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>. 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.

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@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		
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