

Weekly Economic Monitor

Il punto

Fed: non è ancora tempo per parlare di svolta sugli acquisti. Arrivederci in autunno.

Soltanto due, piccole novità sono emerse dalla **riunione di politica monetaria BCE**: (1) il bilancio dei rischi resta negativo, ma in modo meno pronunciato rispetto a dicembre; (2) la natura bidirezionale della flessibilità del PEPP ha trovato posto nel comunicato stampa, che ha sottolineato la possibilità di non esaurire la dotazione entro il 31 marzo 2022. Per il resto, la BCE ritiene ancora valido lo scenario centrale del dicembre 2020 e non vede motivi per modificare la politica monetaria. La posizione non cambierà né a marzo, né ad aprile.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, la settimana è densa di indicatori congiunturali. Le prime stime sul PIL del 4° trimestre mostreranno un calo generalizzato dell'attività economica. Anche l'ultima parte della tornata di indagini di fiducia di gennaio dovrebbe mostrare una diffusa flessione del morale, in relazione all'incertezza legata alla curva dei contagi COVID e all'inasprimento delle misure restrittive in diversi Paesi. L'inflazione di gennaio è attesa in salita in Germania, mentre in Francia le vendite al dettaglio dovrebbero aver fatto registrare un forte rimbalzo a dicembre.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sull'azione del nuovo Presidente e sull'evoluzione degli equilibri in Congresso, da un lato, e sulla riunione del FOMC, dall'altro. La Fed dovrebbe mantenere la politica monetaria invariata, sottolineando che i tempi per una svolta sono ancora lontani. Sul fronte dei dati, gli indici di fiducia dei consumatori a gennaio dovrebbero essere in modesto rialzo. Fra i dati di dicembre, la spesa personale dovrebbe essere nuovamente in calo, mentre il reddito personale dovrebbe stabilizzarsi, le vendite di case nuove sono previste in modesto rialzo. Il deflatore dei consumi core a dicembre dovrebbe restare su un sentiero di rialzi molto contenuti.

22 gennaio 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

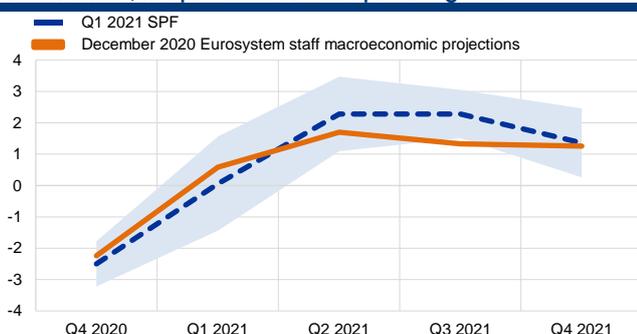
Luca Mezzomo
Economista

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

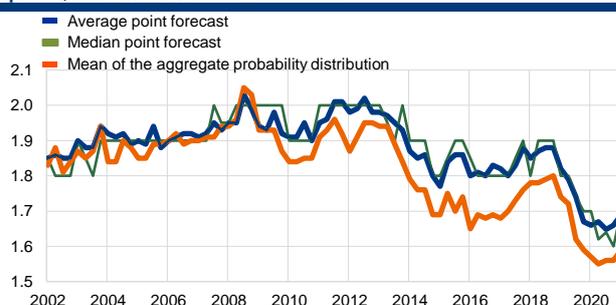
Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Area euro, PIL t/t: consenso un po' più pessimista della BCE nel breve termine, ma più ottimista sulla ripresa seguente



Fonte: ECB, Survey of Professional Forecasters, January 2021, chart 7.

Area euro: aspettative di inflazione a lungo termine in lieve ripresa, ma ancora vicine ai minimi



Fonte: ECB, Survey of Professional Forecasters, January 2021, chart 3.

Il punto

Fed: non è ancora tempo per parlare di svolta sugli acquisti. Arrivederci in autunno.

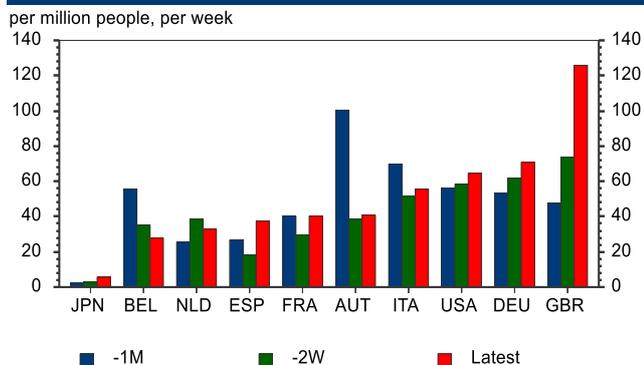
- La **riunione del FOMC** di fine gennaio dovrebbe essere interlocutoria, senza significative novità. Il comunicato dovrebbe ribadire l'impegno della Fed a usare tutti gli strumenti disponibili per supportare la ripresa in questa fase di emergenza economica e sanitaria. Nella **valutazione congiunturale** e nella conferenza stampa di Powell potrebbero esserci riferimenti all'impatto negativo della recente recrudescenza dei contagi sulla mobilità e sui consumi, in concomitanza con la fine dello stimolo fiscale attuato nella primavera scorsa. Per lo **scenario futuro** si dovrebbe ripetere che nel breve termine "il sentiero dell'economia dipenderà significativamente dal corso del virus", che pone rischi significativi nel medio termine. Powell dovrebbe però esprimere un giudizio positivo sul pacchetto fiscale da 900 miliardi di dollari approvato a fine 2020 e sulla possibilità di ulteriori misure di contrasto alla pandemia e sostegno alla crescita.
- L'incertezza sull'evoluzione del quadro sanitario e sulle sue ripercussioni economiche a nostro avviso manterrà la **guidance della Fed invariata nel 2021**. La Fed non ha fretta di svoltare e vorrà essere convinta della solidità della ripresa e della stabilizzazione dell'inflazione prima di considerare anche solo la discussione di un tapering. Il 2021 non è il 2011: le autorità fiscali e quelle monetarie oggi seguiranno un copione diverso da quello precedente, rinviando le svolte a dopo il consolidamento della ripresa e la remissione della pandemia.
- Dal lato dei **tassi**, i tempi per una svolta restano lunghi. La guidance indica che "il Comitato mirerà a raggiungere un'inflazione moderatamente al di sopra del 2% per un certo tempo in modo che l'inflazione sia in media al 2% in media nel tempo e le aspettative di inflazione a più lungo termine restino ben ancorate al 2%". Il sentiero dell'inflazione sarà temporaneamente ben al di sopra del 2% nel 2° trimestre 2021, per motivi statistici, ma dovrebbe riportarsi in un intorno del 2% nella seconda metà dell'anno. Eventuali pressioni verso l'alto collegate a eccessi di domanda nel 2022 dovrebbero essere limitate e mantenere la dinamica dei prezzi ben all'interno dell'obiettivo di inflazione media "nel tempo" al 2%, qualunque sia l'intervallo temporale considerato.
- Sul fronte degli **acquisti**, **Powell la settimana scorsa ha dato segnali dovish**, affermando che "ora non è il momento per parlare di un'uscita" dalle politiche accomodanti in atto. Come Brainard e diversi presidenti di Fed regionali (Rosengren, George, Bullard, Mester), Powell ha sottolineato che **l'economia è lontana dagli obiettivi della Fed**, con una disoccupazione elevata e un sentiero dell'inflazione non stabilmente in linea con l'obiettivo del 2% medio, indipendentemente dalla volatilità attesa nei prossimi trimestri. Inoltre, Powell ha ribadito che nell'attuale framework di politica monetaria, non c'è una relazione diretta fra calo della disoccupazione e rialzo dei tassi: il tasso di disoccupazione può scendere su livelli molto bassi senza determinare una ripresa significativa dell'inflazione. Pertanto, il FOMC non considererà rialzi dei tassi in seguito a riduzioni della disoccupazione a meno che non ci siano significativi rischi di inflazione in eccesso. Inoltre, la massima occupazione per la Fed, oltre a non essere definita in termini quantitativi, deve essere "inclusiva" e prevede il rientro sul mercato del lavoro di individui ai margini della forza lavoro, come avvenuto nella ripresa scorsa.
- **Il messaggio di Powell e del Comitato è già stato abbastanza chiaro: una svolta è lontana, anche se la politica fiscale diventerà ancora più accomodante nel 2021**. Riteniamo che, se il programma di vaccinazioni riuscirà a raggiungere l'immunità di gregge intorno a metà anno e la riaccelerazione della crescita sarà sostenuta congiuntamente da ulteriore stimolo fiscale e dall'avvio della normalizzazione della domanda di servizi, allora il FOMC potrebbe **iniziare a discutere del tapering negli ultimi mesi del 2021**. Con la Fed ancorata ancora per tutto l'anno alle attuali misure di policy, quali sono i rischi di un irripidimento della curva in seguito a un possibile significativo rialzo delle aspettative di inflazione? A nostro avviso l'inflazione dovrebbe restare moderata nel 2021-22, ma in caso di rialzo dei rendimenti sul tratto lungo della curva ritenuti pericolosi e/o prematuri, alla luce degli sviluppi congiunturali, la Fed potrebbe adottare misure di controllo della curva ora ritenute inutili. Anche per una svolta in tal senso i tempi non sono maturi.

Soltanto due, piccole novità sono emerse dalla **riunione di politica monetaria BCE**: (1) il bilancio dei rischi resta negativo, ma in modo meno pronunciato rispetto a dicembre; (2) la natura bidirezionale della flessibilità del PEPP ha trovato posto nel comunicato stampa, che ha sottolineato la possibilità di non esaurire la dotazione entro il 31 marzo 2022. Per il resto, la BCE ritiene ancora valido lo scenario centrale del dicembre 2020 e non vede motivi per modificare la politica monetaria. La posizione non cambierà né a marzo, né ad aprile.

- Come atteso, **la riunione periodica del consiglio direttivo BCE si è conclusa senza modifiche alla politica monetaria**. Tutto invariato su tassi ufficiali, programmi di acquisto, programmi di rifinanziamento a lungo termine e *forward guidance*. Quindi:
 - i tassi non saranno aumentati fino a quando il Consiglio non vedrà le aspettative di inflazione convergere saldamente a livelli prossimi al 2%, e la tendenza non si sarà riflessa nella dinamica dell'inflazione di fondo;
 - gli acquisti netti del PEPP continueranno fino al 31 marzo 2022, mentre i reinvestimenti proseguiranno fino al 31/12/2023;
 - gli acquisti netti APP continueranno fino a poco prima del rialzo dei tassi, mentre il reinvestimento delle scadenze continuerà per un prolungato periodo di tempo dopo il primo rialzo dei tassi.
- Tuttavia, questa volta **la BCE precisa che, "se le condizioni di finanziamento favorevoli possono essere mantenute mediante flussi di acquisti di attività che non esauriscano la dotazione nell'orizzonte degli acquisti netti del PEPP, non sarà necessario utilizzare appieno la dotazione"**. Nulla di sostanzialmente nuovo (ciò è già emerso in passati interventi della presidente Lagarde e nel resoconto della precedente riunione di politica monetaria), ma è la prima volta che la precisazione entra formalmente nel comunicato. Ovviamente, per ora la priorità resta assolutamente quella di garantire condizioni finanziarie favorevoli. Di fatto, però, la BCE ha scelto di rendere più esplicito che la flessibilità del PEPP può agire in entrambe le direzioni, a seconda delle necessità contingenti. Questo è un segnale di maggiore fiducia nel futuro.
- Lagarde ha negato che la BCE si stia cimentando in un controllo della curva dei rendimenti con il PEPP, affermando che il concetto di condizioni finanziarie favorevoli è 'olistico', includendo anche le condizioni del credito oltre ai livelli di tassi e spread.
- Per quanto concerne l'analisi delle prospettive macroeconomiche, il giudizio è migliorato rispetto a dicembre. **I rischi restano sbilanciati verso il basso, "ma in modo meno pronunciato"**. Il miglioramento è dovuto all'accordo commerciale con il Regno Unito, alla conclusione del processo elettorale negli Stati Uniti e alla rimozione degli ultimi ostacoli all'attuazione di NGEU. Per il resto, lo scenario di dicembre è giudicato ancora valido, perché incorporava già un'estensione delle restrizioni a tutto il primo trimestre 2021, e nel medio termine "una volta che si sarà esaurito l'impatto della pandemia, la ripresa della domanda [...] eserciterà pressioni al rialzo sull'inflazione".
- Con ogni probabilità, anche le prossime due riunioni di politica monetaria, quelle dell'11 marzo e del 22 aprile, saranno interlocutorie, e l'unico motivo di interesse sarà forse l'aggiornamento dello scenario previsionale. Bisognerà forse aspettare giugno perché diventi più chiaro se le vaccinazioni saranno in grado di garantire una ripresa più duratura e sostenibile nel tempo, avvicinandoci davvero all'uscita dalla crisi pandemica. Ma anche nell'ipotesi più favorevole, è improbabile che anche allora la BCE andrà oltre espressioni generali di fiducia nella realizzazione dello scenario centrale, e un nuovo ribilanciamento in senso positivo del giudizio sui rischi.

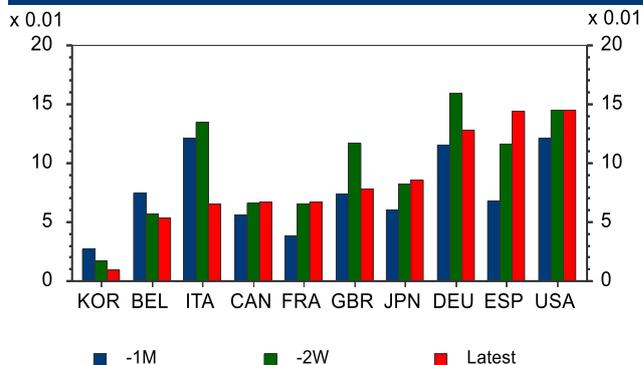
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



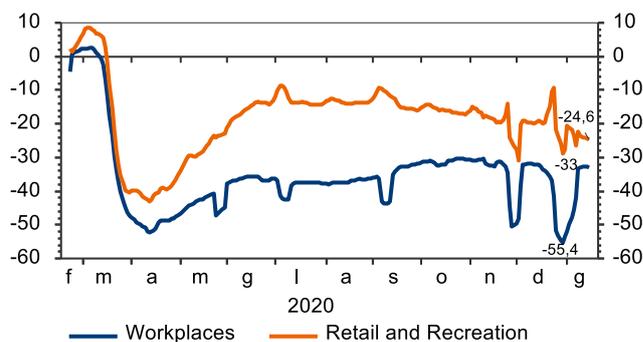
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



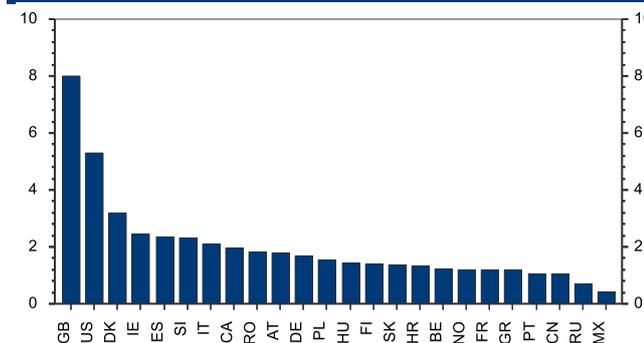
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



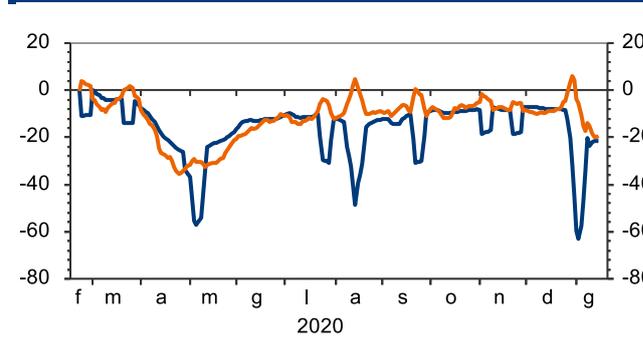
Nota: media mobile settimanale. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Covid-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Nota: media mobile settimanale. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, la settimana è densa di indicatori congiunturali. Le prime stime sul PIL del 4° trimestre mostreranno un calo generalizzato dell'attività economica. Anche l'ultima parte della tornata di indagini di fiducia di gennaio dovrebbe mostrare una diffusa flessione del morale, in relazione all'incertezza legata alla curva dei contagi COVID e all'inasprimento delle misure restrittive in diversi Paesi. L'inflazione di gennaio è attesa in salita in Germania, mentre in Francia le vendite al dettaglio dovrebbero aver fatto registrare un forte rimbalzo a dicembre.

Il focus della settimana negli **Stati Uniti** sarà sull'azione del nuovo Presidente e sull'evoluzione degli equilibri in Congresso, da un lato, e sulla riunione del FOMC, dall'altro. La Fed dovrebbe mantenere la politica monetaria invariata, sottolineando che i tempi per una svolta sono ancora lontani. Sul fronte dei dati, la prima stima del PIL del 4° trimestre dovrebbe essere positiva, nonostante il rallentamento dei consumi. Gli indici di fiducia dei consumatori a gennaio dovrebbero essere in modesto rialzo. Fra i dati di dicembre, la spesa personale dovrebbe essere nuovamente in calo, mentre il reddito personale dovrebbe stabilizzarsi, le vendite di case nuove sono previste in modesto rialzo. Il deflatore dei consumi core a dicembre dovrebbe restare su un sentiero di rialzi molto contenuti.

Lunedì 25 gennaio

Area euro

- **Germania.** Prevediamo una correzione dell'**IFO** a gennaio, a 91,3 da 92,1 precedente. L'indice sulle attese è visto in aumento a 93,6 da 92,8 mentre l'indicatore sulla situazione corrente potrebbe peggiorare a 89,2 da 91,3 precedente.

Martedì 26 gennaio

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a gennaio è prevista in aumento a 89,2 da 88,6 di dicembre, nonostante il peggioramento del quadro sanitario e le tensioni politiche. Il passaggio dello stimolo fiscale a fine 2020, l'accredito ormai quasi completo degli assegni di 600 dollari/persona e la chiusura definitiva del tormentato capitolo elettorale dovrebbero prevalere sui fattori negativi e aprire una fase di ripresa della fiducia delle famiglie.

Mercoledì 27 gennaio

Area euro

- **Francia.** L'indice di **fiducia dei consumatori** è visto in calo a gennaio, a 94 da 95 precedente, sulla scia del peggioramento del contesto epidemico in gran parte del Paese.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** di dicembre (prel.) sono attesi in aumento di 0,9% m/m, dopo 1% m/m di novembre. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero crescere di 0,5% m/m dopo 0,4% m/m di novembre. La componente ordini delle indagini del manifatturiero a dicembre ha dato ulteriori segnali espansivi, in linea con le indicazioni del Beige Book e con il trend recente del settore. Le informazioni di dicembre dovrebbero dare supporto alla previsione di una crescita solida degli investimenti fissi delle imprese nel 4° trimestre, pur a fronte del rallentamento dei consumi a fine anno, sulla scia dell'aumento dei contagi.
- La **riunione del FOMC** di gennaio non dovrebbe dare luogo a sorprese e dovrebbe mantenere la politica monetaria invariata. La conferenza stampa di Powell dovrebbe confermare le preoccupazioni per gli effetti della pandemia sulla ripresa, ma anche esprimere sollievo per l'attuazione di un nuovo pacchetto fiscale a fine 2020. Le condizioni per una svolta di policy sono ancora lontane. Alla luce delle dichiarazioni delle ultime

settimane riguardo alla possibilità di aprire la discussione sul tapering nei prossimi trimestri, sembra probabile che Powell mantenga una linea estremamente cauta, ribadendo che l'evoluzione dello scenario economico dipende da quello sanitario, al momento ancora molto incerto, con rischi verso il basso. Riteniamo che il dibattito sul tapering non venga aperto fino al 4° trimestre avanzato.

Giovedì 28 gennaio

Area euro

- **Germania.** La stima flash dai *Länder* dovrebbe indicare che i **prezzi al consumo** sono cresciuti di tre decimi sull'indice domestico e zero sull'armonizzato. Sul mese, l'aumento è dovuto al ripristino delle aliquote IVA. Di riflesso l'inflazione è attesa risalire a +0,6% da -0,3% precedente sull'indice nazionale e a +0,2% da -0,7% su quello armonizzato. I prezzi dovrebbero risalire gradualmente nei prossimi mesi.
- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** potrebbe correggere a gennaio dopo il deciso miglioramento del mese scorso, che era legato all'allentamento delle misure di confinamento sociale (che avevano raggiunto un grado massimo, durante la seconda ondata, a novembre); in tal senso, la nuova stretta introdotta con il DPCM del 14 gennaio potrebbe aver pesato sulle indagini. Il morale dei consumatori è visto a 102 da 102,4 precedente. L'indice composito di fiducia delle aziende (IESI) è atteso a 87 da 87,7 di dicembre; il manifatturiero dovrebbe ancora una volta tenere meglio dei servizi, mostrando una correzione solo lieve, a 95,6 da 95,9 precedente.
- **Area euro.** L'**indice ESI** di fiducia economica elaborato dalla **Commissione Europea** è atteso in lieve discesa a gennaio, a 89,5 da 90,4 precedente. L'indice per l'industria dovrebbe registrare un calo a -8 da -7,2 di dicembre, mentre la flessione nei servizi potrebbe essere solamente marginale (a -17,6 da -17,4). L'indagine congiunturale di gennaio dovrebbe riflettere l'incertezza legata alla risalita della curva dei contagi. Il dato finale dell'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare la stima preliminare di -15,5 punti.

Stati Uniti

- Il **PIL 4° trimestre** è previsto in rialzo di 5,2% t/t ann. (stima advance), sostenuta da una variazione di 3,2% t/t ann. dei consumi, a fronte di incrementi solidi degli investimenti. Gli investimenti fissi non residenziali dovrebbero aumentare di 14,5% t/t ann., quelli residenziali di 15,2% t/t ann. e le scorte dovrebbero contribuire per 1,8 pp alla crescita complessiva. Il canale estero dovrebbe contribuire negativamente, con un freno stimato a -1,1 pp. Grazie all'atteso incremento del reddito disponibile delle famiglie a partire da gennaio i consumi dovrebbero riaccelerare rapidamente, nonostante l'andamento ancora molto elevato dei contagi. La previsione di crescita per il 2021 è di 5,2%, con ampi rischi verso l'alto legati all'arrivo del nuovo stimolo fiscale che dovrebbe essere attuato dalla nuova amministrazione per un ammontare atteso di almeno circa 1,5 tln di dollari.
- Le **vendite di case nuove** a dicembre sono previste in rialzo a 0,850 mln da 0,841 mln di novembre. Il ritmo di espansione delle variabili del mercato immobiliare residenziale nel 2021 dovrebbe rallentare rispetto a quanto visto nel 2020, sulla scia dell'interruzione del trend in calo dei tassi sui mutui e della persistente scarsità di case invendute. Tuttavia, l'ampio risparmio accumulato in questo anno e i segnali delle richieste di nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni fanno prevedere un'ulteriore espansione del settore nel 1° trimestre 2021.

Venerdì 29 gennaio

Area euro

- **Area euro.** In dicembre, la crescita di **M3** dovrebbe essere rimasta stabile all'**11% a/a**. L'espansione dell'aggregato monetario più ampio è alimentata soprattutto dalla sua componente più liquida, M1, che a sua volta risente del ritmo sostenuto degli acquisti di titoli da parte dell'Eurosistema. Dal lato delle contropartite, infatti, il contributo maggiore e

crescente viene dai crediti nei confronti del settore pubblico (+21,4% a/a in novembre), fortemente correlato con l'accumulo di titoli di Stato attraverso PSPP e PEPP. Il credito al settore privato, molto dinamico nel 1° semestre, ora sta rallentando (6,9% a novembre).

- **Germania.** La stima flash potrebbe indicare una crescita stagnante del **PIL** nel 4° trimestre, dopo il +8,5% t/t dei mesi estivi. La variazione annua rimarrebbe stabile a -4,0% sulla serie stagionalizzata, mentre dovrebbe essere di -4,3% a/a su quella non corretta per i giorni lavorativi. La domanda interna dovrebbe aver dato un contributo negativo alla crescita, a causa del calo dei consumi, spiazzato solo parzialmente dall'aumento degli investimenti. Anche se il 1° trimestre del nuovo anno sarà ancora impattato dalle misure restrittive, ci attendiamo una crescita media annua di 3,2% nel 2021, dopo il -5,3% del 2020.
- **Francia.** A dicembre, il rimbalzo atteso della **spesa per consumi** dovrebbe aver compensato solo parzialmente il crollo registrato a novembre per via delle misure di contenimento di contagi (stimiamo un +16,0% m/m da -18,9% m/m precedente). La variazione annua passerebbe a -3,6% da -17,1%, mentre sul trimestre le vendite scenderebbero di circa il -7,0% t/t, dopo il +16,4% t/t estivo. Vediamo un rallentamento dei consumi a gennaio.
- **Francia.** La prima stima dovrebbe indicare un calo del **PIL** pari a -4,1% t/t nel trimestre autunnale, dopo il balzo di +18,7% t/t registrato nei mesi estivi. La flessione peggiore dovrebbe venire dalla domanda interna e in particolar modo dai consumi. La variazione annua passerebbe a -7,7%, da -3,9% precedente. In media annua la crescita sarà del -9,0% nel 2020, mentre il 2021 dovrebbe vedere un rimbalzo del +5,4%.
- **Spagna.** La prima stima del **PIL** del 4° trimestre dovrebbe registrare una flessione pari a -1,2% t/t (-10,5% a/a), dopo il +16,4% t/t (-9,0% a/a) precedente. Rispetto alla primavera il calo sarebbe molto più contenuto, perché la caduta del valore aggiunto nel terziario e nelle costruzioni risulterebbe in parte spiazzata dall'espansione nel manifatturiero. Il 2020 potrebbe, quindi, chiudersi con un calo dell'attività economica del -11,3%; al pesante ribasso seguirebbe un rialzo di circa il +6,2% quest'anno.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a dicembre dovrebbe essere in calo di -0,4% m/m, dopo 0,5% m/m di novembre. Le vendite al dettaglio al netto dei servizi della ristorazione a dicembre sono diminuite di -0,3% m/m, fanno prevedere una contrazione della spesa per i beni di dimensioni analoghe, a cui si dovrebbe sommare una contrazione anche più ampia nel comparto dei servizi, a causa del peggioramento del quadro sanitario e dell'introduzione di misure di contenimento della pandemia. Il **reddito personale** è previsto invariato, dopo -1,1% m/m del mese precedente, con la fine della riduzione del contributo federale ai sussidi di disoccupazione e il contributo positivo del rialzo dei salari che più che compensa il calo occupazionale. Come già rilevato, la variazione positiva dei salari è interamente dovuta alla fuoriuscita dall'aggregato degli occupati dei lavoratori dei servizi ricreativi con salari inferiori alla media complessiva. Il **deflatore dei consumi** dovrebbe aumentare di 0,4% m/m, spinto dall'incremento dell'energia. L'indice **core** dovrebbe essere in aumento di 0,1% m/m (1,2% a/a) con variazioni sempre contenute per i prezzi dei servizi core. Il rialzo dell'inflazione dovrebbe avvenire nel 2° trimestre 2021, in larga misura per via del confronto statistico con il 2020.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata da Univ. of Michigan a gennaio (finale) dovrebbe recuperare a 81,5 da 79,2 della lettura preliminare, sulla scia della distribuzione degli assegni approvati con il pacchetto fiscale di fine anno e con la chiusura delle tensioni politiche collegate alle elezioni presidenziali.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (25 – 29)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 25/1	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		gen	91.3	90.6	89.2	
	10:00	GER	IFO (attese)		gen	92.8	93.4	93.6	
	10:00	GER	IFO	**	gen	92.1	91.8	91.3	
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		gen	-8.4			
Mar 26/1	08:00	GB	Retribuzioni medie		nov	2.7	%		
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		nov	4.9	%	5.1	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		nov	1.5	%		
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		nov	7.9	%		
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	gen	88.6		89.0	89.2
Mer 27/1	08:00	GER	Fiducia consumatori		feb	-7.3			
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		gen	95		94	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		dic	6.7	Mld €		
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	dic	1.0	%	0.9	0.9
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	dic	0.4	%	0.5	0.5
Gio 28/1	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		dic	0,6 (0,7)	%	-0.4	
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		gen	102.4		102.0	
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	gen	95.9		95.6	
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		gen	prel -15.5		-15.5	
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	gen	90.4		89.5	
	11:00	EUR	Fiducia industria		gen	-7.2		-8.0	
	11:00	EUR	Fiducia servizi		gen	-17.4		-17.6	
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	gen	-0.7	%	0.5	0.2
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	gen	0.6	%	0.3	0.0
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	gen	-0.3	%	0.7	0.6
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	gen	0.5	%	0.4	0.3
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	900	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	5,054	Mln		
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		dic	-84.8	Mld \$		
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T4	33.4	%	4.4	5.2
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		dic	0.6	%	0.5	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	dic	0,841	Mln	0,877	0,850
Ven 29/1	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		dic	2.9	%	3.0	
	00:30	GIA	Job to applicant ratio		dic	1.1		1.1	
	00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		dic	-0.5	%	-1.5	
	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		gen	31.8			
	07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	dic	-18.9	%		16.0
	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T4	18.7	%	-4.1	-4.1
	08:00	GER	Prezzi import a/a		dic	-3.8	%		
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		gen	-0.6	%		
	09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T4	16.4	%	-1.9	-1.2
	10:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T4	8.5	%	0.0	0.0
	10:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T4	-4.0	%		-4.0
	10:00	ITA	PPI a/a		dic	-2.3	%		
	10:00	ITA	PPI m/m		dic	-0.2	%		
	10:00	GER	Variazione n° disoccupati	*	gen	-37	x1000	3	
	11:00	EUR	M3 dest. a/a	*	dic	11.0	%	11.2	11.0
	14:00	BEL	PIL t/t prelim		T4	11.4	%		
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	dic	1.4	%		
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	dic	1.1	%		
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	dic	0.0	%	0.2	0.2
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		dic	-1.1	%	0.0	0.0
14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	dic	-0.4	%	-0.5	-0.4	
14:30	USA	Costo del lavoro	*	T4	0.5	%	0.5		
15:45	USA	PMI (Chicago)	*	gen	58,7 (59,5)		58.5		
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		gen	prel 79.2			81.5	

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 (23 – 29)

Data	Ora	Paese	* Evento
Sab	23/1 09:05	EUR	Intervista di Rehn (BCE) a TV finlandese
Lun	25/1 09:45	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE) a conferenza su "Green Banking and Green Central Banking"
	11:45	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
	14:45	EUR	Discorso di Lane (BCE) alla Online Lamfalussy lectures conference
	14:45	EUR	Discorso di Elderson (BCE) a commissione del Parlamento Europeo
	17:15	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE) su "Restoring Economic Growth", Davos Virtual Agenda
Mar	26/1 17:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
Mer	27/1 11:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE) al Senato francese
	16:00	EUR	Discorso di Lane (BCE) su "In search of a fitting monetary policy: The ECB's strategy review"
	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	28/1 18:15	EUR	Discorso di Schnabel (BCE) alla conferenza di LSE su "Financial cycles, risk, macroeconomic causes and consequences"
Ven	29/1 19:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

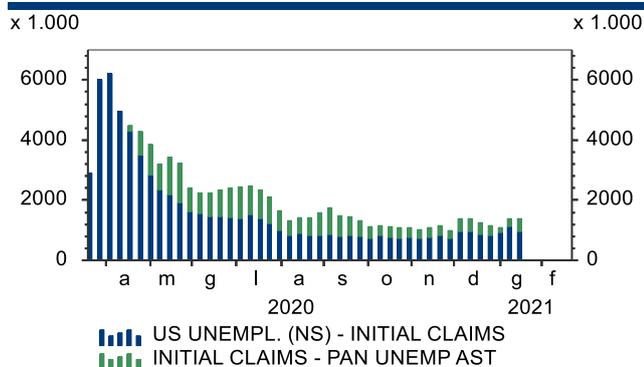
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Net Long-term TIC Flows	Nov	51.9	Bn \$	+149.2
NAHB Housing Market Index	Jan	86		86
Initial Jobless Claims	weekly	926 (965)	k	910
Continued Jobless Claims	weekly	5.181 (5.271)	M	5.400
Philadelphia Fed.	Jan	9.1		12.0
Building Permits	Dec	1.635	M	1.604
Housing Starts	Dec	1.578 (1.547)	M	1.560
Markit US Composite PMI flash	Jan	55.3		
Markit US Manuf. PMI flash	Jan	57.1		56.5
Markit US Services PMI flash	Jan	54.8		53.6
Existing Home Sales	Dec	6.69	M	6.55

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

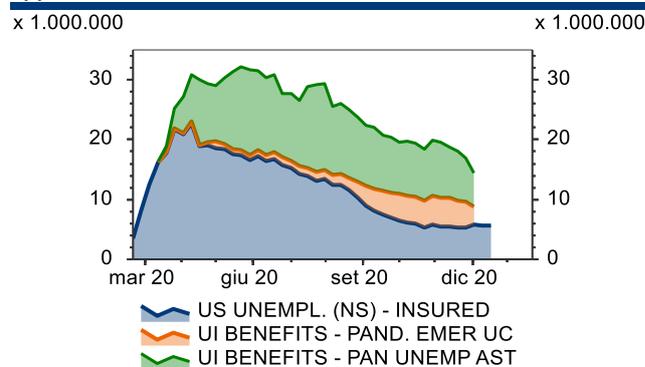
Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 16 gennaio calano a 900 mila, da 926 mila della settimana precedente. In termini non stagionalizzati le nuove richieste per i sussidi statali sono pari a 969668, in calo di 151303 dalla settimana precedente. A queste, nella settimana scorsa si aggiungono 423734 nuovi sussidi con il programma federale Pandemic Unemployment Assistance. I **sussidi statali esistenti** nella settimana conclusa il 9 gennaio sono 5,054 mln, in calo di 127 mila dalla settimana precedente. In termini non stagionalizzati i sussidi statali a inizio gennaio erano 5,563 mln. A inizio gennaio i sussidi esistenti erano pari a 15,994 mln da 18,407 mln dell'ultima settimana di dicembre.

Nuovi sussidi statali in calo a inizio gennaio



Fonte: Refinitiv Datastream

Sussidi esistenti frenati a fine dicembre dalla fine dei programmi federali, ma in attesa di un rialzo a inizio gennaio con l'estensione approvata a fine dicembre

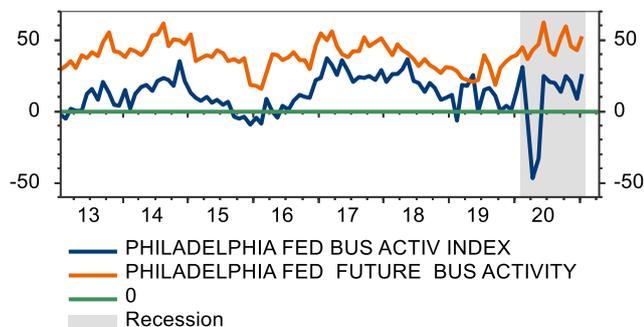


Fonte: Refinitiv Datastream

L'indagine della **Philadelphia Fed** a gennaio aumenta più delle attese, salendo a 26,5 da 9,1 di dicembre, con indicazioni diffusamente positive. Le principali componenti sono in rialzo: ordini a 30 (+28 punti), occupazione a 22,5 (+17 punti), settimana lavorativa a 18,6 (+3 punti), consegne a 22,7 (+11 punti). Anche sul fronte dei prezzi ci sono rialzi, con i prezzi pagati a 45,4 (+21 punti) e quelli ricevuti a 36,6 (+21 punti). L'indice generale di **attività a 6 mesi** è in rialzo a 52,8 (+10 punti), anche se gli ordini attesi sono stabili e le consegne e l'occupazione in modesto rallentamento, pur restando in territorio espansivo. Le domande speciali del mese riguardano la **valutazione della domanda negli ultimi mesi e le previsioni per la produzione futura**. Il 64% delle imprese riportano aumento della domanda, a fronte di 18% che segnalano indebolimento. Oltre il 69% prevede aumenti della produzione nel 1° trimestre, contro il 24% che prevede contrazioni. Circa il 51% di chi prevede aumenti produttivi intende farlo attraverso rialzo dell'occupazione, circa il 23% prevede aumento delle ore lavorate degli occupati attuali e il 20% si aspetta invece un aumento della produttività. L'indagine conferma il quadro positivo per il settore manifatturiero

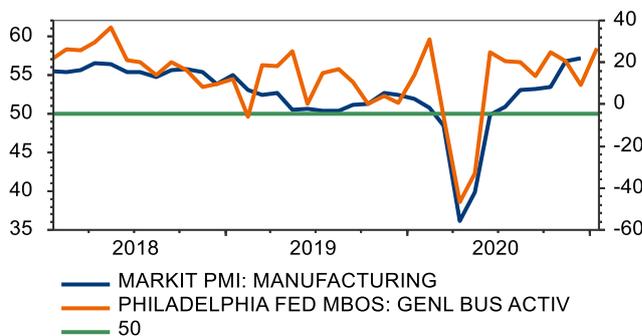
nonostante il deterioramento del quadro sanitario e fa prevedere espansione dell'attività anche a inizio 2021.

L'indagine della Philadelphia Fed segnala nuovo miglioramento a gennaio...



Fonte: Refinitiv Datastream

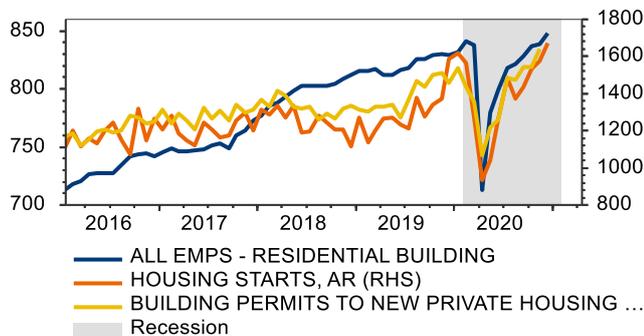
...con indicazioni positive per il PMI manifatturiero



Fonte: Refinitiv Datastream

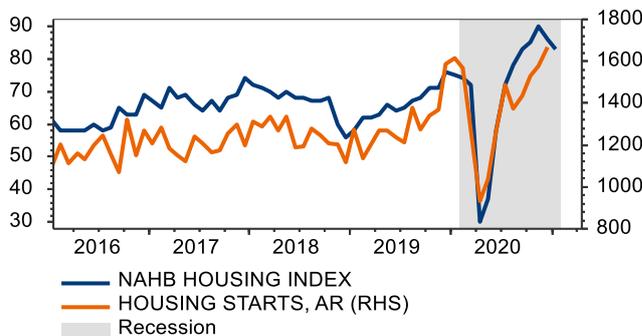
I **cantieri residenziali** a dicembre aumentano a 1,669 mln (+5,8% m/m, +5,2% a/a). l'incremento è spinto dalle unità monofamiliari, in forte crescita rispetto a novembre (+12% m/m). La variazione annua dei cantieri residenziali nel 2020 è di 7% rispetto al 2019. Le **licenze** aumentano a 1,709 mln (4,5% m/m, 17,3% a/a), da 1,635 mln di novembre. Le licenze per unità monofamiliari sono in rialzo di 7,8% m/m. su base annua, nel 2020 le licenze sono cresciute di 4,8% rispetto al 2019. I dati confermano la previsione di ampio contributo positivo degli investimenti residenziali alla crescita del 4° trimestre e danno indicazioni positive anche per il 1° trimestre, anche se probabile che il ritmo di espansione dell'edilizia residenziale rallenti nella parte centrale del 2021.

Cantieri e licenze edilizie a dicembre puntano a ulteriore espansione degli investimenti residenziali



Fonte: Refinitiv Datastream

Ma l'indice di fiducia dei costruttori di case segnala probabile rallentamento della crescita del settore a inizio anno



Fonte: Refinitiv Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Industrial Production (MoM) final	Nov	0.0	%	-0.5
Adjusted Merchnds Trade Bal.	Dec	366.1	Bn JP ¥	942.8 751.0
Natl CPI Ex-Fresh Food YoY	Dec	-0.9	%	-1.1 -1.0
Natl CPI YoY	Dec	-0.9	%	-1.2
Nomura/JMMA Manufacturing PMI flash	Jan	50.0		49.7

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

La stima flash del **PMI manifatturiero** a gennaio corregge a 49,7 da 50 di dicembre. Lo spaccato dell'indagine è debole, con l'occupazione a 48,6 da 50,1, i nuovi ordini a 50,6 da 49,8, gli ordini all'export circa stabili a 48,8, la produzione in calo a 48,7 da 50, i tempi di consegna a 47,2 da 47,8. Il **PMI dei servizi** dà un quadro decisamente più negativo, con un calo dell'indice a 42,3 da 48 di dicembre, e segnali di aumento del ritmo di contrazione sia per l'attività (a 45,7 da 47,7) sia per l'attività nuova (a 44,3 da 46,4). L'occupazione è stabile a 49,9 e le aspettative di business sono positive, a 52,1, ma in via di indebolimento dal picco recente di 56,7 di ottobre. I dati riflettono il peggioramento del quadro sanitario e la dichiarazione di stato di emergenza per diverse prefetture, con nuove misure di contenimento e l'interruzione dei programmi "Go To" di sostegno alla domanda per servizi nel settore del turismo e dell'ospitalità. La curva dei contagi ha continuato a salire da novembre, con una netta accelerazione da dicembre, ma potrebbe avere iniziato a stabilizzarsi dopo i picchi di oltre 7000 casi a inizio gennaio. La previsione è di modesta contrazione della crescita nel 1° trimestre, seguita da una ripresa moderata dalla primavera in poi sulla scia della diffusione dei vaccini.

Il **CPI nazionale** a dicembre è in calo di -1,2% a/a e di -0,1% m/m. **Al netto degli alimentari freschi** l'indice corregge di -1% a/a ed è stabile su base mensile. Il CPI al netto di alimentari freschi ed energia si contrae di -0,4% a/a e ha una variazione nulla su base mensile. Energia e alimentari contribuiscono alla frenata dell'inflazione *headline*, con contrazioni di -0,8% m/m e -0,7% m/m, rispettivamente. I beni registrano contrazioni di prezzi di -0,6% m/ a fronte di un aumento per i servizi di 0,1% m/m. I prezzi dei servizi sono sostenuti da trasporti e comunicazioni (0,2% m/m) e da cultura e ricreazione (0,3% m/m), sulla scia dell'interruzione dei programmi "Go To" dovuta al deterioramento della pandemia. Per i beni, il quadro del comparto *core* è misto, con un calo di -1,3% m/m per l'abbigliamento e un incremento di 0,4% m/m per arredamento e articoli per la casa. Per gennaio la previsione è di riduzione del calo dei prezzi, verso -0,6% a/a, per via del proseguimento del blocco dei programmi Go To con effetti di rialzo dei prezzi nei servizi ricreativi e turistici. Una svolta in territorio positivo per l'inflazione dovrà attendere la seconda metà del 2021.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EA	Eurostat MUICP All Items YoY NSA final	Dec	-0.3	%	-0.3	-0.3
EA	Eurostat MUICP All Items MoM NSA final	Dec	-0.3	%	0.3	+0.3
EA	CPI ex Energy & Unproc. Food YoY final	Dec	0.4	%	0.4	0.4
EA	Euro-Zone Consumer Confidence flash	Jan	-13.8	(-13.9)	-15.0	-15.5
EA	PMI Services flash	Jan	46.4		44.5	45.0
EA	PMI Manufacturing flash	Jan	55.2		54.5	54.7
EA	PMI Composite flash	Jan	49.1		47.6	47.5
FR	Business Confidence Manufacturing	Jan	94	(93)	94	98
FR	PMI Services flash	Jan	49.1		48.5	46.5
FR	PMI Manufacturing flash	Jan	51.1		50.5	51.5
GE	ZEW Survey (Current Situation)	Jan	-66.5		-68.5	-66.4
GE	ZEW Survey (Econ. Sentiment)	Jan	55.0		60.0	61.8
GE	PPI (MoM)	Dec	0.2	%	0.3	+0.8
GE	PPI (YoY)	Dec	-0.5	%	-0.3	+0.2
GE	PMI Services flash	Jan	47.0		45.3	46.8
GE	PMI Manufacturing flash	Jan	58.3		57.5	57.0
IT	CPI - EU Harmonized (YoY) final	Dec	-0.3	%	-0.3	-0.3
IT	CPI - EU Harmonized (MoM) final	Dec	0.2	%	0.2	0.2
IT	CPI (NIC incl. tabacco) (MoM) final	Dec	0.3	%		0.2
IT	CPI (NIC incl. tabacco) (YoY) final	Dec	-0.1	%		-0.2
IT	Trade Balance Eu (Euros)	Nov	+0.415	(0.402)	Bn €	+0.088
IT	Trade Balance (Total) (Euros)	Nov	+7.575	(7.565)	Bn €	+6.766
IT	Industrial Orders n.s.a. (YoY)	Nov	1.2	%		+5.3
IT	Industrial Sales n.s.a. (YoY)	Nov	-2.0	(-1.7)	%	-4.6
IT	Industrial Orders s.a. (MoM)	Nov	3.0	%		-1.3
IT	Industrial Sales s.a. (MoM)	Nov	+2.1	(2.2)	%	-2.0

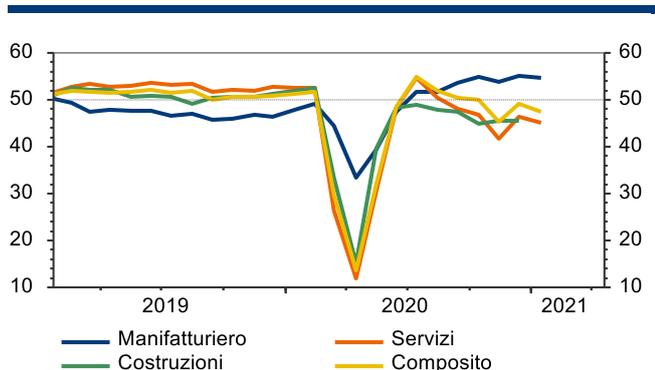
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. La **stima flash del PMI manifatturiero** ha segnato una **flessione a 54,7 da 55,2 di dicembre**. L'indice è stabile in territorio espansivo, lontano dai minimi dei mesi primaverili. Cala il ritmo di espansione dei nuovi ordini e della produzione (rispettivamente a 54,7 e 54,5), che comunque rimane tra i più alti osservati negli ultimi tre anni; l'occupazione resta su valori coerenti con una contrazione degli organici (48,9 da 49,2 precedente). I prezzi sono visti in leggera crescita.

La contrazione del settore dei **servizi** si è fatta più diffusa, in seguito all'inasprimento delle misure di contenimento in molti paesi dell'area: l'indice è sceso **a 45,0 da 46,4**. Nel terziario, tuttavia, gli ultimi cali dei nuovi ordini e dell'attività sono meno forti di quelli visti a novembre e nei mesi primaverili. Le aspettative rimangono su valori alti (62,2); migliorano anche le condizioni nel mercato del lavoro. Non vi è evidenza di pressioni inflattive: aggregando manifatturiero e servizi emerge una tendenza all'aumento dei prezzi pagati (57,1) che non si riflette sui prezzi ricevuti (48,2). **Il PMI composito** si riallontana dalla soglia di non cambiamento (a **47,5** da 49,1 precedente), indicando che a gennaio l'attività economica nell'Eurozona si è ridotta di più rispetto al mese precedente.

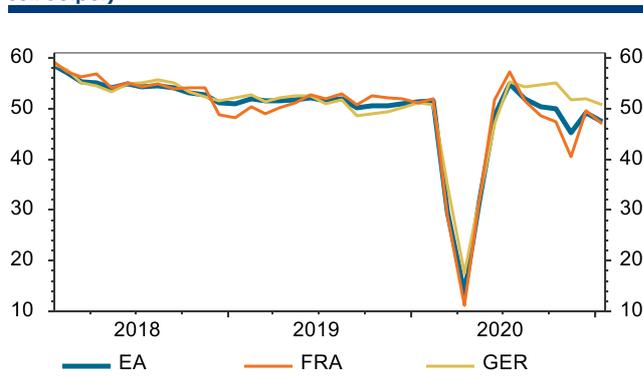
Lo **spaccato per Paese** ha visto un miglioramento del PMI manifatturiero della **Francia** (a 51,5 da 51,1), mentre i servizi registrano un nuovo aumento nel ritmo di contrazione (a 46,5 da 49,1). L'indice composito, a 47,0 da 49,5 precedente, è stabile in territorio recessivo: le indicazioni riflettono l'incertezza legata all'andamento della curva dei contagi. In **Germania**, il PMI manifatturiero mostra una flessione, a 57,0 da 58,3 precedente. Rimangono su valori alti sia l'indice dei nuovi ordini totali (58,4), che della produzione (58,6), e la riduzione delle scorte indica che la crescita della produzione è sostenibile; l'occupazione (47,5) continua a segnare una contrazione, ma la meno marcata dal giugno 2019. Nei servizi, l'indice di attività è sceso di due decimi a 46,8; tuttavia, le imprese ritengono il calo transitorio: l'indice di aspettative è balzato da 59,7 a 60,8. A pesare sul morale delle imprese è la reintroduzione di forti misure di contenimento. L'indice composito è passato a 50,8 in gennaio da 52,0 di dicembre.

PMI – Eurozona: indici per settore



Fonte: IHS Markit

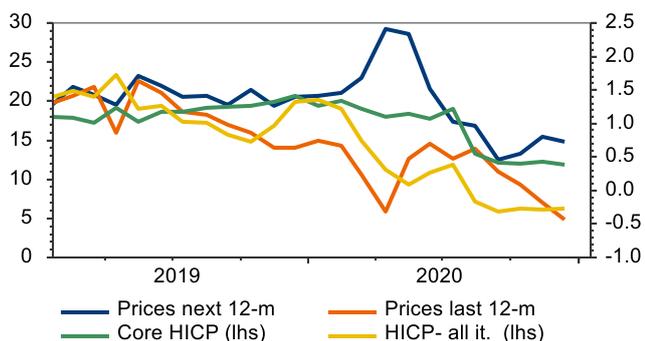
PMI composito nei paesi dell'Eurozona (valutazioni delle imprese sull'output)



Fonte: IHS Markit

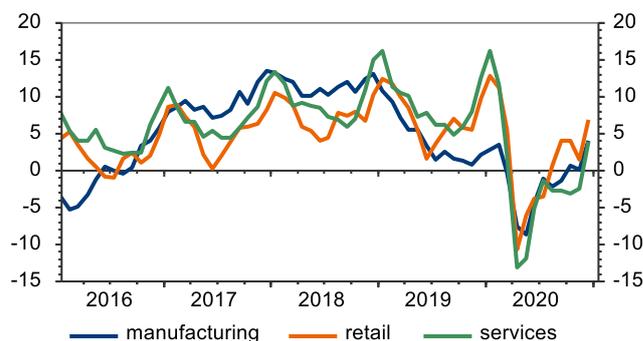
Area Euro. La stima flash dell'**indice di fiducia dei consumatori** elaborato dalla **Commissione Europea** ha visto una flessione a gennaio, a -15,5 da -13,9 punti di dicembre. L'indagine congiunturale di questo mese riflette l'incertezza legata all'andamento della curva dei contagi da COVID-19. Il dato è atteso ancora su valori bassi nei prossimi mesi, anche se dovrebbe mantenersi al di sopra dei minimi visti tra aprile e maggio.

Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi ed inflazione percepita nei passati 12 mesi vs indice core e headline



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Aspettative dei prezzi fra le imprese



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

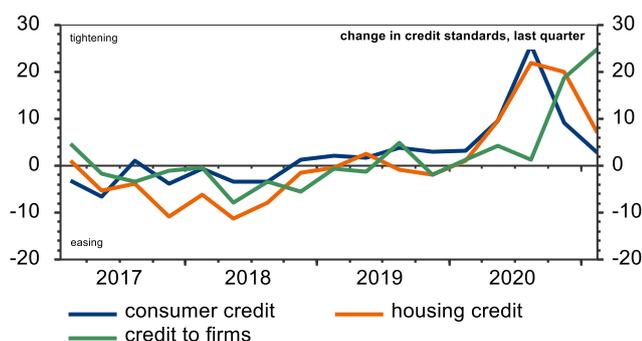
Area euro. La **seconda lettura** conferma che a dicembre l'**inflazione** è rimasta **stabile a -0,3% a/a**; anche l'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è rimasto invariato rispetto al mese precedente (+0,4% a/a). La variazione tendenziale risente ancora della passata debolezza dei prodotti energetici (contributo: -0,68pp), mentre i servizi fanno segnare un contributo positivo (+0,3pp). Sul mese, i prezzi sono cresciuti del +0,4% m/m, spinti al rialzo dal rincaro dei listini energetici (+1,6% m/m) e dei servizi (+0,8% m/m); calano, invece, i prezzi sia degli alimentari freschi (-1,2% m/m). Il 2020 si chiude con una media annua dello 0,3%. L'inflazione è attesa risalire gradualmente, nel breve periodo per effetti base e poi per il consolidamento della ripresa (che presumibilmente avverrà a partire dal trimestre estivo); prevediamo un rialzo del tasso di crescita dei prezzi verso l'1% medio nel 2021.

Area euro. In novembre, la **produzione nelle costruzioni** è salita di 1,4% m/m, incremento che ha ridotto il divario rispetto a un anno prima a -1,3%, dal -2,0% di ottobre. L'attività edile è aumentata in Germania, Francia e (marginalmente) in Olanda. In Spagna, invece, si sta registrando da tre mesi una forte contrazione, per un totale di -4% rispetto ai tre mesi precedenti. La variazione

acquisita del 4° trimestre è pari a 0,4% t/t, che implica un contributo da nullo a marginalmente positivo alla crescita del PIL dell'Eurozona nel trimestre autunnale.

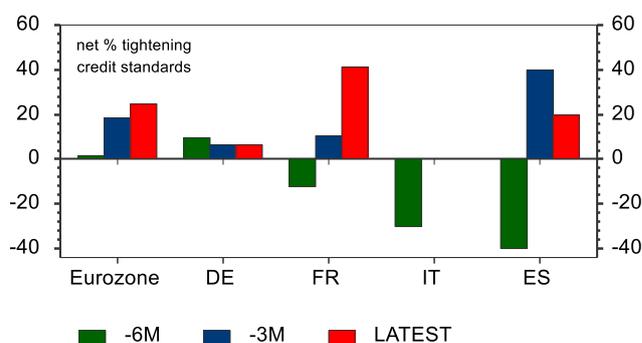
Area euro. L'ultima **indagine BCE sul credito bancario (BLS)** segnala una **restrizione delle condizioni applicate** e un **indebolimento della domanda di credito**, con l'eccezione dei mutui casa. L'indice di diffusione relativo alle condizioni applicate alle imprese è salito a 25, mentre quello sui mutui casa è aumentato a 7. Le cause della restrizione segnalate dalle banche europee sono il deterioramento della situazione economica generale, della condizione specifica dei debitori e una minore tolleranza del rischio. Il dettaglio mostra che il fenomeno riguarda soprattutto la Francia e, in minor misura, la Spagna. La restrizione delle condizioni si esprime sia sui margini applicati, sia sulle richieste di garanzie. Per quanto riguarda la domanda di credito, la debolezza concerne sia il finanziamento di scorte e capitale circolante, dove rifletterebbe anche minore necessità di liquidità, sia gli investimenti fissi. Anche in questo caso si riscontra una notevole varianza geografica: in Italia, la domanda di credito legata al finanziamento del capitale circolante e ad altre esigenze sarebbe ancora in crescita, anche se meno diffusa rispetto alla parte centrale del 2020, mentre il calo della domanda risulta marcato in Francia.

BLS: continua la restrizione delle condizioni creditizie...



Fonte: BCE, Bank Lending Survey.

...ma in modo molto differme da paese a paese



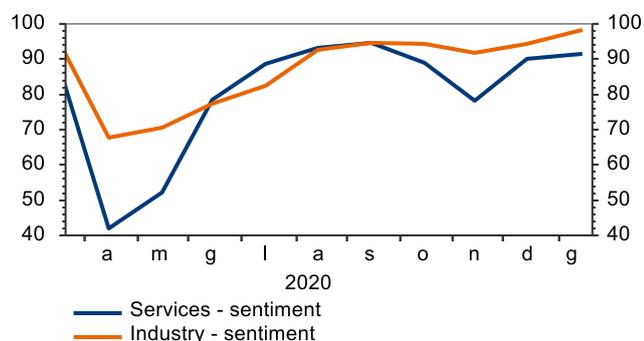
Fonte: BCE, Bank Lending Survey

Germania. L'indice **ZEW di fiducia economica** di gennaio è salito circa in linea con le nostre attese, a 61,8 da 55,0 precedente. La valutazione della **situazione corrente** è circa stabile, con l'indice che ha mostrato un incremento marginale a -66,4 da -66,5. Sebbene il rialzo delle aspettative sembri suggerire un clima complessivamente positivo, gli operatori mantengono una valutazione cauta per lo scenario attuale, alla luce della possibile proroga delle misure restrittive.

Germania. La seconda lettura ha confermato che a dicembre i **prezzi al consumo** sono saliti di cinque decimi sull'indice nazionale e sei decimi sull'armonizzato, spinti al rialzo dal rincaro dell'energia (+1,7% m/m). L'inflazione annua è stata quindi anch'essa confermata a -0,3% sull'indice nazionale e a -0,7% sull'indice armonizzato, rispettivamente. Il 2020 si chiude con una variazione dei prezzi al consumo di 0,5%, dopo l'1,4% registrato nel 2019.

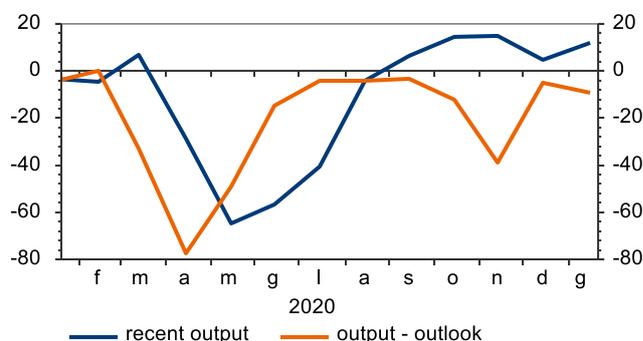
Francia. L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere diffuso dall'**INSEE** a gennaio è salito di quattro punti, a 98. Per la prima volta da marzo l'indice si avvicina ai livelli pre-pandemici, pur restando al di sotto della media storica. Ad influire sul morale è un miglioramento delle attese sull'attività futura (da +5 a +7) e una revisione al rialzo delle prospettive occupazionali. L'indagine mostra anche un incremento degli ordini, sia totali che esteri, rispettivamente a -25 e a -30 da -32 e -38 punti. Lo spaccato per settori vede un aumento quasi generalizzato, che coinvolge in particolare la produzione di macchinari e attrezzature (a 104 da 97 precedente). In ogni caso, il miglioramento di morale dovrebbe seguire un andamento discontinuo nei prossimi mesi.

Francia – fiducia in ripresa dopo il confinamento di novembre



Fonte: Insee

Francia: andamento effettivo della produzione manifatturiera meglio delle aspettative delle imprese

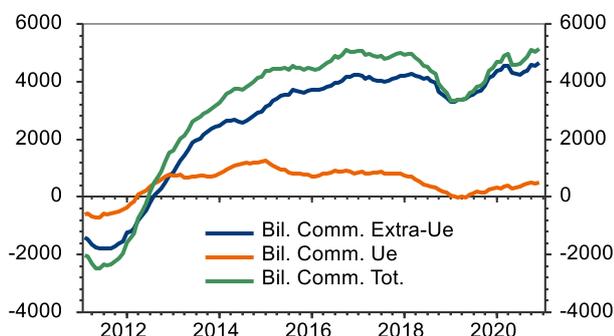


Fonte: Insee

Italia. A novembre, **fatturato e ordini industriali** hanno mostrato un calo su base congiunturale dopo il recupero di ottobre, rispettivamente di -2% da +2,1% precedente, e di -1,3% da +3%. La diminuzione nel mese è dovuta soprattutto al mercato interno; nel caso del fatturato, è particolarmente marcata per l'energia (-14,2% m/m), ma riguarda tutti i principali gruppi, con la sola eccezione dei beni intermedi (+0,8% m/m). Sull'anno, gli ordini accelerano a +5,3%, ma il dato non tiene conto del diverso numero di giorni lavorativi (uno in più dello stesso periodo dello scorso anno); al netto di tale effetto, il fatturato cala in territorio ancor più negativo, a -4,6% a/a da -2% precedente (pesano soprattutto energia e beni di consumo non durevoli). I settori più colpiti dalla crisi su base annua si confermano la raffinazione (-39,2% il fatturato) e il tessile (-21,7% il fatturato, -13,1% gli ordini), mentre restano in crescita i comparti metallurgico, elettrico ed elettronico, oltre a gomma e plastica e alle altre industrie manifatturiere; da notare che i mezzi di trasporto mostrano un calo per il fatturato (-2,3% a/a), ma un robusto incremento per gli ordini (in accelerazione a +22,6%). I principali indicatori per l'industria potrebbero vedere una ripresa a dicembre, ma non è da escludere un nuovo calo a inizio 2021 sulla scia delle nuove restrizioni anti-COVID introdotte non solo in Italia ma anche in alcuni dei maggiori partner commerciali del nostro Paese.

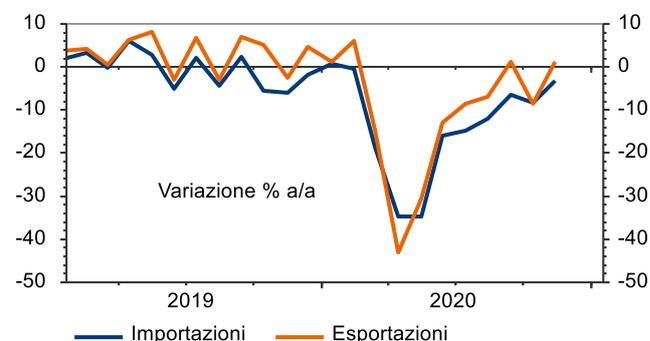
Italia. I dati sul commercio estero di novembre hanno mostrato una crescita sia per le **esportazioni** (+4% m/m) **che per le importazioni** (+3,3%). La crescita dell'export è trainata dai mercati UE e dall'energia, quella dell'import dai Paesi extra-UE e dai beni strumentali. Su base annua, l'export torna in territorio positivo, a +1,1% da -8,4% di ottobre, mentre l'import resta in rosso (-3,2%; si tratta comunque del dato migliore da febbraio). **L'aumento dell'export di metalli, auto e macchinari – la metà verso Germania, Svizzera e Cina – contribuisce per oltre 3 punti percentuali all'incremento tendenziale complessivo**, mentre la flessione tendenziale dell'import è spiegata per circa due terzi dal calo degli acquisti di petrolio greggio dai paesi OPEC e dalla Russia. **Nei primi 11 mesi dell'anno, il surplus commerciale è aumentato** a 56,7 miliardi, dai 51,1 del 2019, mentre è calato a 77,3 miliardi (da 86,2 dell'anno precedente) al netto dell'energia. Nel complesso, **il dato è incoraggiante perché mostra un buon recupero dell'export verso la Ue** e in particolare l'eurozona, che soffre più di altre aree degli effetti delle misure restrittive messe in atto per combattere la "seconda ondata" di COVID-19.

L'avanzo commerciale resta vicino ai massimi



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

Prosegue il recupero per entrambi i flussi commerciali e in particolare per l'export



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

Italia. L'inflazione di dicembre è stata rivista al ribasso di un decimo sul NIC, a -0,2% a/a, ed è stata confermata a -0,3% sull'indice armonizzato (in entrambi i casi stabile rispetto al mese precedente). A dicembre i prezzi sono aumentati di due decimi su entrambe le misure. Sono confermate (sull'indice domestico) le forti pressioni al rialzo sui trasporti (+1,6% m/m) e sulle spese per il tempo libero (+2% m/m), a fronte di un calo dei listini alimentari, nelle comunicazioni e nei servizi ricettivi e di ristorazione. L'inflazione di fondo è stata anch'essa rivista al ribasso di un decimo, a 0,6% a/a, comunque in salita rispetto allo 0,4% di novembre. **Il 2020 ha chiuso con una variazione negativa dei prezzi al consumo** (è solo la terza volta che ciò accade da quando sono disponibili le serie storiche ovvero dal 1954), pari a -0,2%. **Vediamo solo una moderata risalita**, a +0,2%, **per la media 2021**.

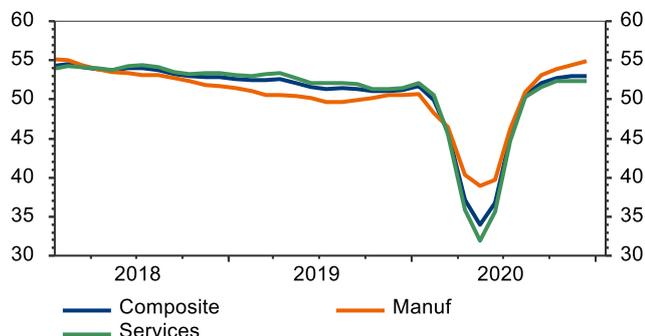
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
GDP (QoQ) SA	Q4	2.7	%	+2.6
GDP YTD (YoY)	Q4	0.7	%	2.3
GDP (YoY)	Q4	4.9	%	+6.5
Retail Sales (YoY)	Dec	5.0	%	+4.6
Industrial Production (YTD YoY)	Dec	2.3	%	2.8
Retail Sales (YTD YoY)	Dec	-5.75	%	-4.78
Urban Investment (YTD YoY)	Dec	2.6	%	2.9
Industrial Production (YoY)	Dec	7.0	%	+7.3
Loan Prime Rate 1Y	Jan	3.85	%	3.85
Loan Prime Rate 5Y	Jan	4.65	%	4.65

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

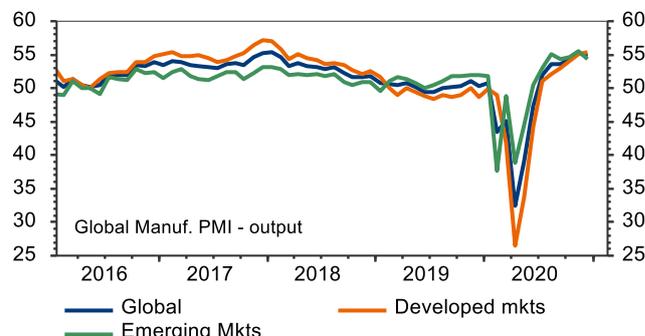
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



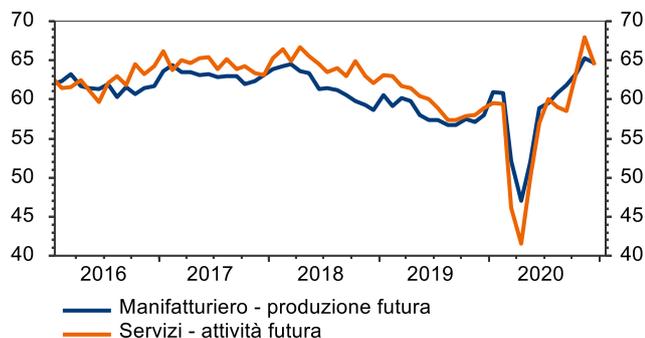
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



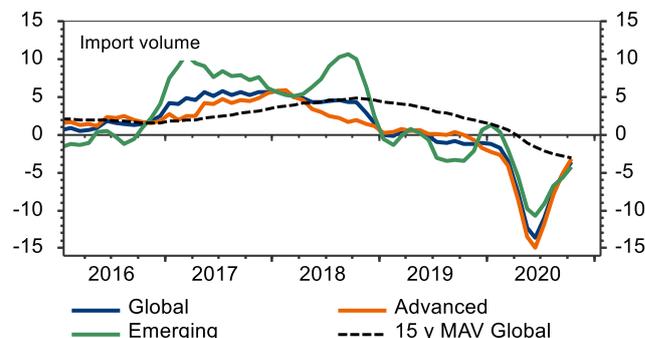
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



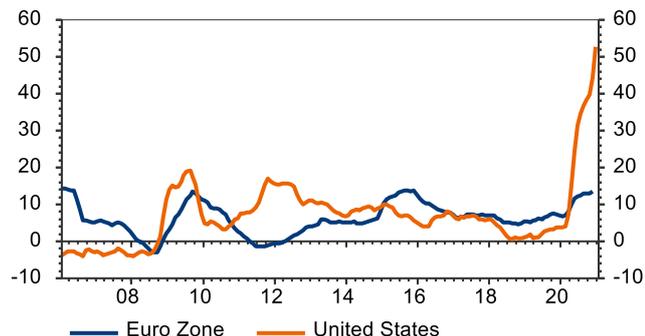
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



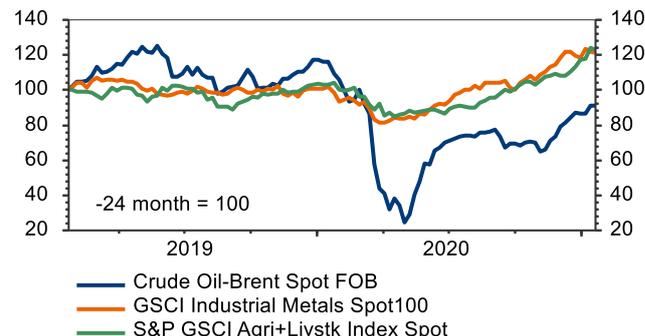
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

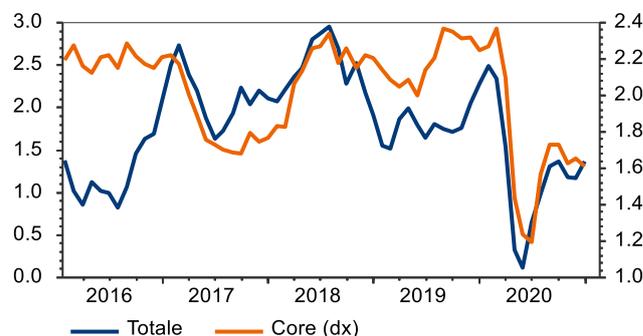
Stati Uniti

Indagini ISM



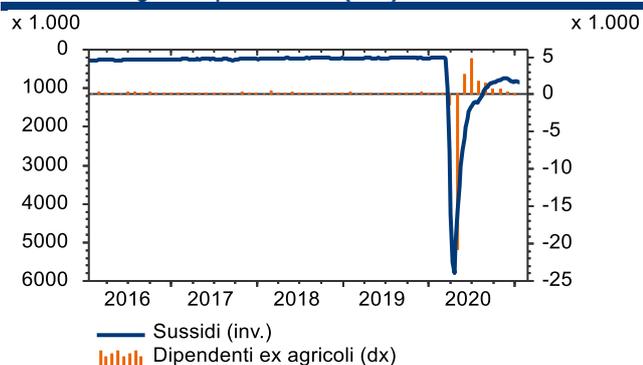
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



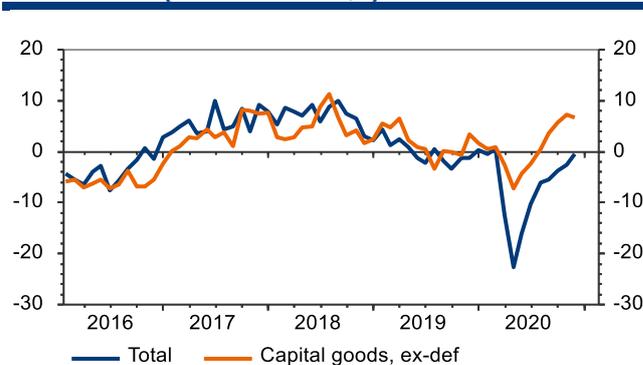
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

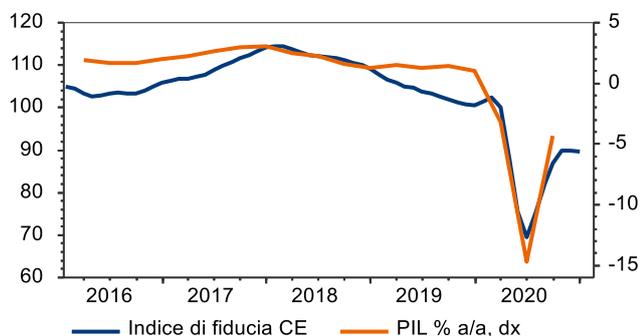
Previsioni

	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	-2.2	0.2	11.5	5.0
- trim./trim. annualizzato				2.4	-5.0	-31.4	33.4	5.2	4.8	5.2	4.7
Consumi privati	2.4	-3.8	5.6	1.6	-6.9	-33.2	41.0	3.2	4.8	5.8	5.5
IFL - privati non residenziali	2.9	-3.9	7.2	-0.3	-6.7	-27.2	22.9	14.5	7.5	5.8	5.7
IFL - privati residenziali	-1.7	4.9	7.6	5.8	19.0	-35.6	63.0	15.2	3.5	1.5	1.9
Consumi e inv. pubblici	2.3	1.3	0.4	2.4	1.3	2.5	-4.8	1.2	1.5	1.2	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	-0.6	1.1	-0.9	-1.7	-4.3	6.5	1.8	0.6	0.3	0.2
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-3.1	-3.0								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.6	-15.7	-7.9								
Debito pubblico (% PIL)	135.9	163.5	161.8								
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	4.0	0.1	-1.7	-13.0	9.3	1.4	0.6	0.9	1.2
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.

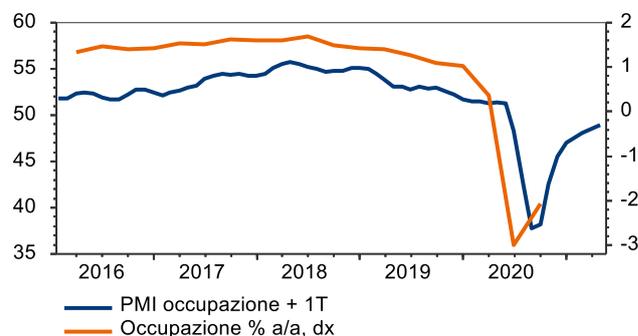
Area euro

PIL



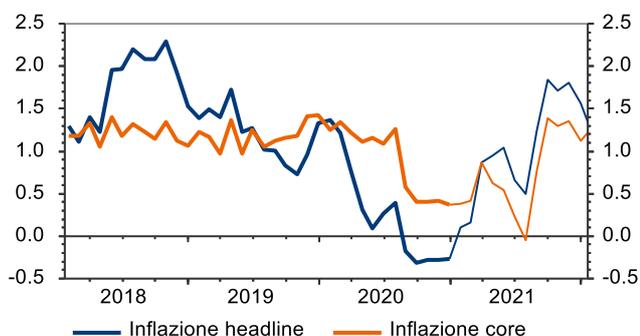
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2019	2020	2021
gennaio	1.4	1.4	0.1
febbraio	1.5	1.2	0.2
marzo	1.4	0.7	0.9
aprile	1.7	0.3	0.9
maggio	1.2	0.1	1.0
giugno	1.3	0.3	0.7
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	1.8
dicembre	1.3	-0.3	1.6

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020	2021			2021		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	-7.1	4.0	1.0	-3.2	-14.7	-4.3	-6.2	-2.8	12.8	1.9
- t/t				0.1	-3.7	-11.7	12.4	-1.9	-0.2	2.5	1.5
Consumi privati	1.3	-7.6	4.2	0.1	-4.5	-12.4	13.9	-1.3	-0.5	1.8	1.5
Investimenti fissi	5.7	-9.0	3.4	6.2	-5.8	-15.9	13.6	-1.5	0.1	1.3	2.3
Consumi pubblici	1.9	0.6	2.5	0.3	-0.6	-2.2	4.8	-0.5	0.3	0.6	0.5
Esportazioni	2.5	-11.1	5.0	0.1	-3.8	-18.9	16.8	-2.5	1.1	2.5	2.3
Importazioni	3.9	-9.6	6.7	2.2	-2.9	-18.2	12.2	2.3	1.0	2.5	2.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	1.1	-0.3	0.6	-0.2	-1.3	1.4	-0.1	1.1	0.0
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	0.4	0.9	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

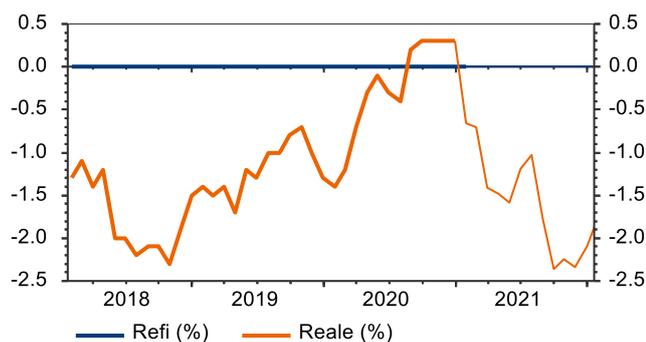
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	21/1	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	-0.54	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

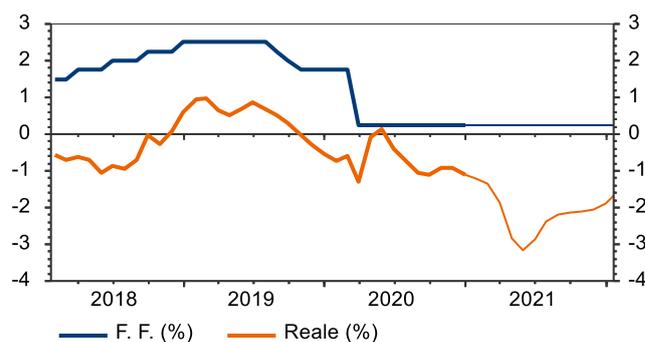


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	21/1	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	0.22	0.30	0.36	0.36	0.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

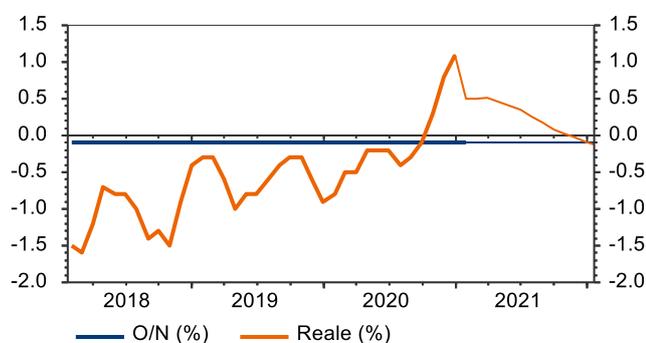


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	21/1	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	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

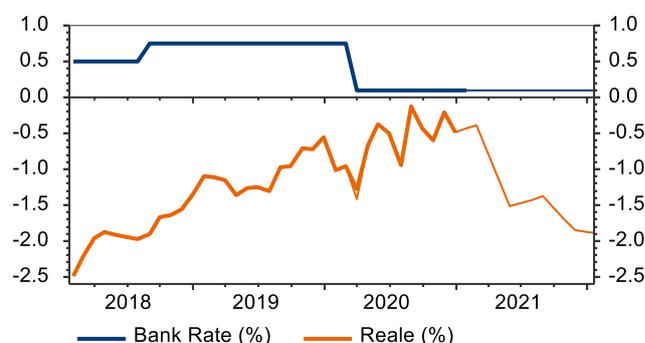


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	21/1	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	22/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.11	1.16	1.18	1.22	1.2174	1.21	1.20	1.19	1.18	1.20
USD/JPY	109	110	107	105	104	103.67	103	106	108	110	112
GBP/USD	1.30	1.31	1.27	1.31	1.33	1.3666	1.34	1.35	1.36	1.38	1.40
EUR/CHF	1.13	1.08	1.08	1.07	1.08	1.0767	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	124	122	124	124	127	126.22	125	127	129	130	134
EUR/GBP	0.88	0.84	0.91	0.90	0.91	0.8908	0.90	0.89	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