

Weekly Economic Monitor

Il punto

Brexit: le indagini congiunturali presso le imprese mostrano i **primi effetti sull'economia britannica**, sebbene con la notevole interferenza della crisi pandemica. Salgono i costi degli input produttivi e cala la domanda. Ci sono anche segnali di un allungamento dei tempi di consegna delle merci. Non tutti questi fenomeni possono essere imputati all'uscita dal mercato unico; tuttavia, l'aumento delle pressioni inflazionistiche sembra dovuto proprio a questo.

FOMC dovish a oltranza: è "prematura" anche solo parlare di *tapering*. Con lo scenario economico "ancora molto lontano da una piena ripresa" e dipendente "in modo significativo dall'andamento del virus, incluso il progresso sulle vaccinazioni", qualsiasi indicazione di cambiamento di policy sarà condizionata alla risoluzione della crisi pandemica: **tutto fermo, quindi, almeno fino all'autunno.**

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la prima lettura dei dati di contabilità nazionale relativi al 4° trimestre nell'area euro mostrerà una contrazione del PIL, sia pur inferiore a quanto atteso solo qualche settimana fa, dovuta a una flessione del terziario solo in parte compensata dall'industria manifatturiera. L'inflazione di gennaio è attesa in risalita nell'Eurozona (a +1,0% da -0,3% precedente), in Italia (in rialzo di un decimo, a -0,3%) e in Francia (a +0,8% da zero). La stima finale delle indagini PMI relative al mese di gennaio confermerà la frenata vista nella prima lettura, caratterizzata da una forte dispersione settoriale (manifatturiero ancora in espansione e servizi, maggiormente colpiti dalle nuove restrizioni, in territorio recessivo). La disoccupazione è attesa in aumento sia in Italia, sia nell'Eurozona nel suo complesso; la salita dovrebbe continuare nei prossimi mesi. Infine, le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero mostrare un parziale recupero a dicembre, che però rischia di non estendersi al mese corrente.

In settimana verranno pubblicati negli **Stati Uniti** i principali dati del mese di gennaio. L'employment report dovrebbe registrare un moderato aumento degli occupati non agricoli, dopo la contrazione di dicembre, e il tasso di disoccupazione dovrebbe essere poco variato a 6,8%. Gli indici ISM sono attesi ancora su livelli espansivi, con indicazioni positive per la crescita del 1° trimestre. Fra i dati di dicembre, la spesa in costruzioni dovrebbe essere ancora in crescita sostenuta, grazie alla componente residenziale, mentre la bilancia commerciale dovrebbe registrare una chiusura del deficit, sulla scia di un significativo rafforzamento delle esportazioni.

29 gennaio 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

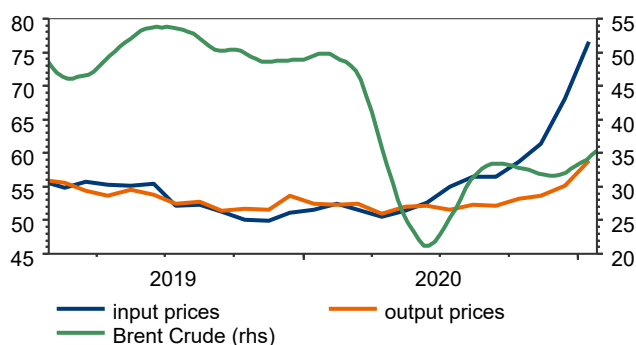
Luca Mezzomo
Economista

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

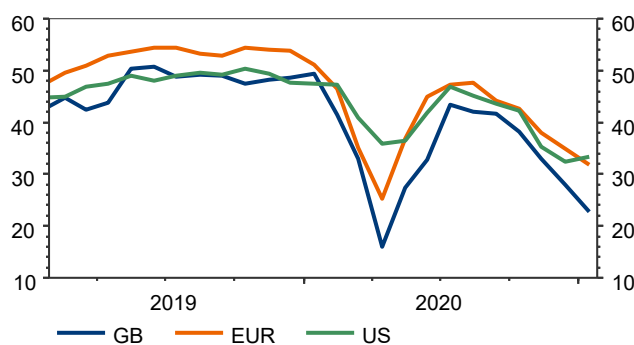
Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

La Brexit sta generando pressioni al rialzo sui prezzi soltanto in parte giustificate dalla ripresa delle materie prime



Fonte: Refinitiv, IHS Markit

L'allungamento dei tempi di consegna è più marcato nel Regno Unito, ma sta avvenendo anche altrove



Fonte: IHS Markit

Il punto

Le indagini congiunturali presso le imprese mostrano i **primi effetti della Brexit sull'economia britannica**, sebbene con la notevole interferenza della crisi pandemica. Salgono i costi degli input produttivi e cala la domanda. Ci sono anche segnali di un allungamento dei tempi di consegna delle merci. Non tutti questi fenomeni possono essere imputati all'uscita dal mercato unico; tuttavia, l'aumento delle pressioni inflazionistiche sembra dovuto proprio a questo.

- In attesa che siano disponibili statistiche ufficiali su flussi commerciali e prezzi, sono le indagini di fiducia a fornire le prime indicazioni sull'impatto dell'uscita del Regno Unito dal mercato unico. Una nota di cautela è d'obbligo: le indicazioni quantitative su produzione e ordini risentono della sovrapposizione con la crisi pandemica, che ha portato all'imposizione di un periodo di confinamento e a restrizioni sui movimenti delle persone (incluso l'obbligo di test per gli autotrasportatori). Perciò, non tutto il calo può essere imputato al ripristino dei controlli doganali.
- Un primo elemento riguarda i **prezzi degli input produttivi**. I costi di importare prodotti dall'Unione Europea sono aumentati con il ripristino dei controlli doganali, così come i costi di esportare merci verso l'Unione Europea. In gennaio, l'indice PMI dei prezzi pagati dalle aziende manifatturiere è balzato a 76,6 nel Regno Unito. L'indice è salito anche nell'Eurozona, ma meno sensibilmente (67,7). Anche l'indagine trimestrale CBI ha evidenziato aumenti dei costi e soprattutto attese di aumenti futuri, sebbene con andamenti meno estremi. L'incremento dei costi di produzione è soltanto parzialmente attribuibile all'uscita dal mercato unico: un ruolo è stato sicuramente giocato dai rincari delle materie prime. Tuttavia, la dinamica dei prezzi di vendita è nettamente divergente fra Eurozona e Regno Unito: l'aumento dei prezzi è poco diffuso sul continente (51,8), molto di più nel Regno Unito (58,9). Quindi, **l'aumento delle barriere commerciali connesso al distacco dal mercato unico sembra esercitare un impatto inflazionistico sul mercato britannico**.
- Nell'Eurozona, l'indice degli **ordini esteri** è calato di poco in gennaio, da 55,6 a 54,4: le imprese manifatturiere del continente continuano a registrare una domanda vivace. Nel Regno Unito, la musica è molto diversa: l'indice degli ordini esteri è crollato da 55,6 a 46,7. L'indice CBI degli ordini esteri è migliorato in gennaio da -44 a -33, ma il livello fortemente negativo segnala una situazione di perdurante difficoltà delle imprese locali sui mercati esteri. La stampa sta raccogliendo in questi giorni testimonianze dei problemi delle piccole imprese esportatrici locali¹ di fronte all'aumento dei costi per le certificazioni e l'aumento delle tariffe degli spedizionieri, ai quali si aggiungono i dazi da pagare se i prodotti non soddisfano i requisiti in termini di contenuto minimo di valore aggiunto locale. Poiché il movimento delle merci è stato ostacolato anche dalla crisi sanitaria, non siamo sicuri che la netta divergenza fra continente e Regno Unito che emerge dalle indagini di gennaio sia da imputare soltanto alle maggiori barriere commerciali, ma è probabile che vi abbiano giocato un ruolo.
- Dalle indagini sta emergendo pure qualche evidenza di **problemi di approvvigionamento**. Nel Regno Unito, l'indice PMI dei tempi di consegna è sceso a 22,7, indicativo di strozzature molto diffuse. Il livello non è lontano da quello dell'aprile 2020, nel mezzo della crisi del commercio globale connessa alla prima ondata pandemica. Tuttavia, la colpa non può essere esclusivamente della Brexit, perché anche nell'area dell'euro e negli Stati Uniti i tempi di consegna si stanno allungando, per quanto gli indici restino un po' più elevati che nel Regno Unito (33,3 negli USA, 31,8 nell'Eurozona). Il principale fattore dietro l'allungamento dei tempi di consegna pare di natura globale, e iniziato ben prima del 1° gennaio 2021.

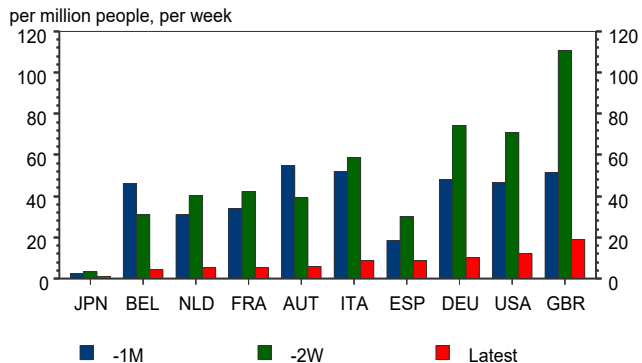
¹ Per esempio: D. Thomas e P. Foster, "UK's small businesses struggle with Brexit red tape", Financial Times 28 January 2021, <https://www.ft.com/content/13f0f13a-abce-4327-ad81-caf392518b2a>.

FOMC dovish a oltranza: è "premature" anche solo parlare di *tapering*. Con lo scenario economico "ancora molto lontano da una piena ripresa" e dipendente "in modo significativo dall'andamento del virus, incluso il progresso sulle vaccinazioni", qualsiasi indicazione di cambiamento di policy sarà condizionata alla risoluzione della crisi pandemica: **tutto fermo, quindi, almeno fino all'autunno.**

- La **riunione del FOMC** si è conclusa con politiche invariate, come atteso. Il messaggio di Powell è stato indiscutibilmente *dovish*, su tutti i fronti: sull'**uscita dalle politiche in atto**, è "premature" aprire la discussione, sull'**inflazione**, la curva di Phillips è piatta e l'azione della Fed per un certo tempo non avrà più bisogno di essere *pre-emptive*, sulla **stabilità finanziaria** e su un intervento in caso di bolla sugli asset, "non è escluso teoricamente, ma è qualcosa che non abbiamo mai fatto".
- Nel **comunicato**, si ripete l'impegno della Fed a usare l'intero arsenale di strumenti a sua disposizione per supportare l'economia. Rispetto a dicembre, si segnala preoccupazione per il recente indebolimento della ripresa, "concentrato nei settori più negativamente influenzati dalla pandemia" e si afferma che "il sentiero dell'economia dipenderà in modo significativo dall'andamento del virus, incluso il progresso sulle vaccinazioni". La crisi sanitaria genera "rischi considerevoli" per l'attività, l'occupazione, l'inflazione e lo scenario economico. Rispetto a dicembre viene rimossa la qualificazione "per il medio termine" relativa ai rischi per lo scenario, segnalando che i timori della Fed sono ora principalmente concentrati sul breve termine.
- Nella conferenza stampa, **Powell**, sottolineando i **rischi per la crescita e l'inflazione collegati alla pandemia**, ha ripetuto che le politiche della Fed su tassi e acquisti sono efficaci e sostengono l'attività soprattutto nei settori sensibili ai tassi di interesse. Tuttavia, la pandemia crea considerevoli rischi verso il basso e "sarà una battaglia", combattuta anche sul fronte della campagna di vaccinazioni. Riguardo ai tempi di **eventuali cambiamenti di policy**, Powell ha affermato che "in termini di *tapering* è semplicemente premature. Abbiamo appena creato la *guidance*" che richiede "ulteriore sostanziale progresso verso i nostri" obiettivi. A suo avviso, occorre focalizzarsi sul progresso: quando ci sarà "effettivo progresso", la Fed lo comunicherà chiaramente "ben in anticipo", evitando sorprese al momento del *tapering*. In ogni caso, come aveva detto anche Brainard, ci vorrà "un certo tempo" prima di avvicinarsi alla svolta, più in generale, Powell ha sottolineato che "l'intero focus sull'uscita è premature".
- Sullo **stimolo fiscale**, Powell ha affermato che nuovi interventi sosterebbero il reddito di imprese e famiglie e limiterebbero i danni di lungo termine. Powell ha minimizzato i possibili rischi di surriscaldamento e pressioni inflazionistiche, ribadendo l'evidenza di una curva di Phillips piatta con scarse probabilità di cambiamenti rapidi. Perciò i rischi da cui guardarsi sono quelli di troppo poco supporto alla crescita, non quelli di supporto eccessivo. Sul fronte dell'**inflazione**, il presidente ha anche ricordato che nei prossimi mesi ci sarà un'accelerazione dovuta a effetti base, che la Fed valuta come relativamente contenuta nell'entità e soprattutto nella durata. Più in generale, la Banca centrale "vede con favore un'inflazione un po' più elevata".
- In conclusione, la riunione di gennaio non ha fornito sostanziali novità e ha confermato la strategia della Fed di **evitare di definire una *guidance* chiara sui tempi del *tapering***, mantenendo la terminologia generica adottata a fine 2020. Pur sapendo che nei prossimi mesi si aggiungerà nuovo stimolo fiscale (se pure di entità incerta) ai 900 mld approvati a fine anno, con ampio sostegno alla domanda finale, riteniamo che la Fed non aprirà il capitolo del *tapering* fino a quando non ci saranno indicazioni di avanzamento e successo definitivo della campagna vaccinale. Pertanto, manteniamo la **previsione che i tempi per la discussione del *tapering* non saranno maturi fino all'autunno avanzato.**

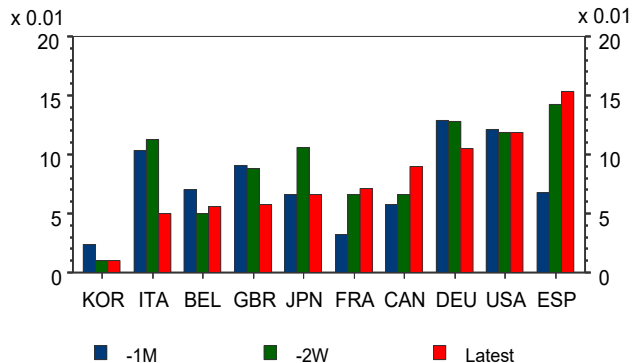
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



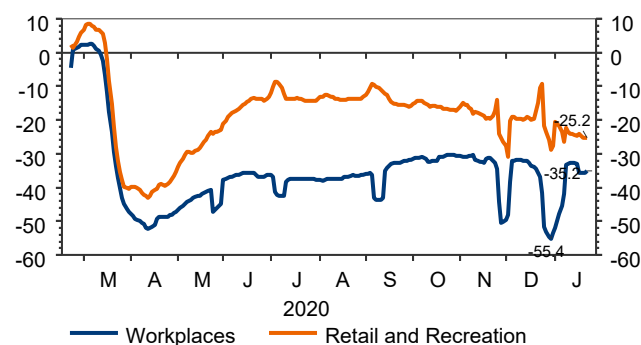
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



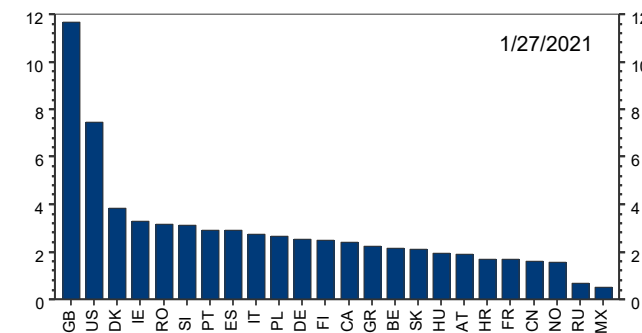
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



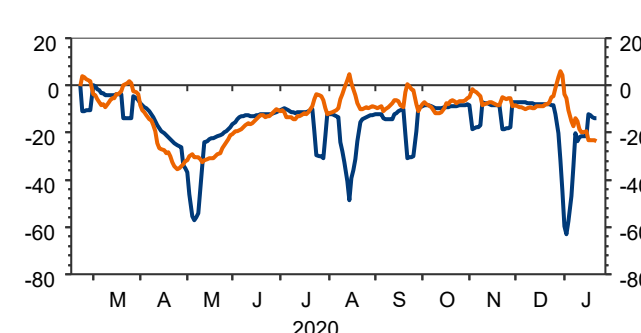
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 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 prima lettura dei dati di contabilità nazionale relativi al 4° trimestre nell'area euro mostrerà una contrazione del PIL, sia pur inferiore a quanto atteso solo qualche settimana fa, dovuta a una flessione del terziario solo in parte compensata dall'industria manifatturiera. L'inflazione di gennaio è attesa in risalita nell'Eurozona (a +1,0% da -0,3% precedente), in Italia (in rialzo di un decimo, a -0,3%) e in Francia (a +0,8% da zero). La stima finale delle indagini PMI relative al mese di gennaio confermerà la frenata vista nella prima lettura, caratterizzata da una forte dispersione settoriale (manifatturiero ancora in espansione e servizi, maggiormente colpiti dalle nuove restrizioni, in territorio recessivo). La disoccupazione è attesa in aumento sia in Italia, sia nell'Eurozona nel suo complesso; la salita dovrebbe continuare nei prossimi mesi. Infine, le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero mostrare un parziale recupero a dicembre, che però rischia di non estendersi al mese corrente.

In settimana verranno pubblicati negli **Stati Uniti** i principali dati del mese di gennaio. L'employment report dovrebbe registrare un moderato aumento degli occupati non agricoli, dopo la contrazione di dicembre, e il tasso di disoccupazione dovrebbe essere poco variato a 6,8%. Gli indici ISM sono attesi ancora su livelli espansivi, con indicazioni positive per la crescita del 1° trimestre. Fra i dati di dicembre, la spesa in costruzioni dovrebbe essere ancora in crescita sostenuta, grazie alla componente residenziale, mentre la bilancia commerciale dovrebbe registrare una chiusura del deficit, sulla scia di un significativo rafforzamento delle esportazioni.

Lunedì 1° febbraio

Area euro

- **Area euro.** La **stima finale del PMI manifatturiero** è attesa confermare il rallentamento a 54,7 da 55,2 di dicembre. Dovrebbe calare il ritmo di espansione dei nuovi ordini e della produzione, che comunque rimarrebbe tra i più alti osservati negli ultimi tre anni; i prezzi sono visti in leggera crescita. Lo spaccato per Paese dovrebbe vedere la Germania confermare il dato della stima preliminare (57,0), mentre il PMI manifatturiero francese potrebbe essere rivisto al ribasso di due decimi (51,3). La prima lettura del PMI manifatturiero per l'Italia dovrebbe mostrare un calo a 52,2 da 52,8 di dicembre.
- **Area euro.** La **disoccupazione** è prevista in aumento all'8,4% a dicembre, dall'8,3% di novembre. La probabile estensione delle misure a sostegno del mercato del lavoro impedirà un eccessivo peggioramento del dato nei prossimi mesi. Ciononostante, stimiamo una crescita del tasso dei senza-lavoro verso il 9% medio nel 2021, dopo l'8% stimato per l'anno scorso.
- **Germania.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero essere calate di -3% m/m circa in dicembre, dopo due mesi di robusti incrementi. Nel mese in oggetto, l'indice di fiducia delle famiglie è calato, ma il giudizio sull'opportunità di realizzare acquisti importanti è migliorato. La fiducia delle imprese nel commercio è crollata in gennaio, ma a dicembre era salita ulteriormente. Tuttavia, l'imposizione di un confinamento nazionale poco prima del Natale potrebbe aver avuto effetti negativi importanti sul valore delle vendite. La variazione tendenziale dovrebbe restare ampiamente positiva, a +5,0% a/a.
- **Italia.** Il tasso di **disoccupazione** potrebbe risalire a dicembre, tornando a 9,5% dopo il calo a sorpresa a 8,9% del mese precedente. Sul dato di novembre aveva inciso l'aumento degli inattivi a un ritmo massimo dallo scorso mese di aprile: tale effetto dovrebbe svanire con l'allentamento delle restrizioni a dicembre. Potrebbe viceversa continuare per il terzo mese la diminuzione dei lavoratori dipendenti con contratti a termine. Continuiamo a pensare che il tasso dei senza-lavoro abbia ampi margini di aumento, sia pure limitati nel breve termine dalla proroga del blocco sui licenziamenti. Prevediamo una disoccupazione a due cifre nel 2021, e stimiamo che il picco in media d'anno possa essere raggiunto non nel 2021 ma nel 2022 (vicino all'11%).

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a gennaio è previsto in rialzo a 61 da 60,7 di dicembre. Le indicazioni del PMI manifatturiero flash sono in continuo miglioramento, con un rialzo a 59,1, massimo da quando esiste la serie. Anche l'indice della Philadelphia Fed è tornato a salire, mentre gli altri indici regionali a gennaio hanno segnato flessioni (Dallas Fed, Empire, Philadelphia Fed), pur restando in territorio espansivo. Gli ordini e le consegne sono in continuo aumento e l'ISM dovrebbe essere sostenuto ancora dall'aumento dei tempi di consegna dovuto a strozzature dal lato dell'offerta. Il settore manifatturiero dovrebbe essere in solida espansione a inizio 2021, nonostante l'andamento ancora elevato della curva dei contagi.
- La **spesa in costruzioni** a dicembre dovrebbe aumentare di 0,8% m/m dopo 0,9% m/m di novembre. La componente residenziale dovrebbe restare sul trend solido dell'ultimo anno, con una variazione attesa di 3,5% m/m, dopo 2,6% m/m di novembre alla luce del nuovo balzo dei cantieri a fine 2020 (5,7% m/m). Il settore delle costruzioni non residenziali dovrebbe stabilizzarsi, con una debolezza prevista almeno fino a metà 2021: gli investimenti fissi delle imprese sono in crescita solida nel settore dei macchinari e in rialzo anche in quello della proprietà intellettuale, ma le strutture restano frenate dagli effetti della pandemia.

Martedì 2 febbraio

Area euro

- **Francia.** A gennaio, il rinvio dei saldi invernali potrebbe riflettersi in un'**inflazione** più alta rispetto alla norma: l'indice armonizzato e l'indice domestico dovrebbero risalire a +0,8% a/a e +0,6% a/a rispettivamente, da zero precedente. Sul mese, i prezzi al consumo sono visti in crescita di due decimi sull'indice nazionale e di tre sull'armonizzato (parte del rialzo di quest'ultimo deriverebbe dalle novità metodologiche proposte da Eurostat). L'inflazione dovrebbe risalire gradualmente nei prossimi mesi.
- **Italia.** Il **PIL** è atteso mostrare una contrazione dell'ordine di grandezza di due punti percentuali su base congiunturale nel trimestre finale del 2020: la flessione dovrebbe venire soprattutto dalla domanda interna, in particolare per consumi, nonché, dal lato dell'offerta, dai servizi. La variazione annua dovrebbe tornare a peggiorare, a -6,6% da -5% precedente. Il 2020 è atteso chiudere con un calo del PIL di -8,8% (meno marcato del previsto). Il nostro scenario centrale vede al momento un rimbalzo del PIL a inizio 2021, tuttavia nelle ultime settimane sono aumentati i rischi che la fase recessiva si estenda alla parte iniziale del nuovo anno.
- **Area euro.** La **stima preliminare del PIL nel 4° trimestre 2020** è attesa evidenziare una flessione di -1,0% t/t, che si tradurrebbe in una contrazione di -5,4% a/a. L'attività economica ha risentito delle restrizioni introdotte per controllare la seconda ondata di contagi. La minore intensità del calo rispetto ai minimi dei mesi primaverili è dovuta a una combinazione di fattori: (1) la ripresa della domanda estera, (2) l'assenza di restrizioni normative per attività edili, manifatturiere e servizi alle imprese, (3) la maggiore selettività delle restrizioni sul commercio. Di conseguenza, il PIL nel 2020 dovrebbe essersi contratto di circa il -7%; al pesante ribasso seguirebbe un rialzo di circa il +4% quest'anno, ipotizzando che anche il 1° trimestre 2021 registri una variazione marginalmente negativa.

Mercoledì 3 febbraio

Area euro

- **Area euro.** Il **dato finale del PMI servizi** dovrebbe confermare il calo registrato nella stima flash, a 45,0 da 46,4 di dicembre. La flessione dovrebbe riguardare più i nuovi affari che le aspettative. La prima lettura del PMI servizi per l'Italia dovrebbe evidenziare una quasi stabilità (a 39,6 da 39,7 precedente). Il **PMI composito** è atteso confermare il dato preliminare di 47,5 punti.

- **Area euro.** La **stima flash** di gennaio dovrebbe indicare un'**inflazione** a +1,0% a/a, dopo il -0,3% a/a registrato a dicembre. L'indice core BCE (al netto di alimentari ed energia) è visto aumentare di due decimi, a 0,6% a/a. Sul mese, i prezzi sono attesi in crescita del +0,3% m/m, anche grazie al rincaro dei listini energetici (+2,8% m/m e -5,1% a/a). Inoltre, il rialzo di questo mese risulterebbe in parte influenzato dalla revisione del sistema di ponderazione delle componenti dell'indice. Ci attendiamo che l'inflazione risalga allo 0,9% quest'anno dopo lo 0,3% del 2020.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa in risalita di un decimo a gennaio, a -0,2% a/a sull'indice domestico e a -0,3% sulla misura armonizzata UE. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere saliti di due decimi sul NIC, per via dell'aumento delle tariffe (+4,5% l'elettricità, +5,3% il gas) nonché dei rincari dei carburanti; sull'IPCA, i listini sono visti in calo di -1,8% m/m. Il 2020 si è 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%. Prevediamo solo una moderata risalita, a +0,3%, per la media 2021.

Stati Uniti

- La **stima ADP degli occupati non agricoli privati** è attesa dal consenso in aumento di 49 mila, dopo -123 mila di dicembre.
- L'**ISM dei servizi** a gennaio è atteso in modesta correzione a 57, da 57,2 di dicembre. Il PMI dei servizi a gennaio ha segnato un incremento a 57,5, dopo una flessione a 54,8 a dicembre. L'indice ISM è poco variato da giugno 2020, in un intervallo di fluttuazione elevato fra 57 e 58. A gennaio si dovrebbe registrare l'effetto delle misure di contenimento sui servizi attuate a fine dicembre, senza conseguenze rilevanti sull'espansione dell'attività. Nei prossimi mesi, con il rallentamento dei contagi, la riduzione delle restrizioni in California e la nuova espansione fiscale, gli indici di attività dovrebbero segnare una nuova riaccelerazione della crescita.

Giovedì 4 febbraio

Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono attese in recupero a dicembre (+5,1% m/m), dopo il crollo di -6,1% m/m registrato a novembre. La crescita tendenziale è vista passare a +1,0% a/a da -2,9% a/a precedente. Da gennaio, le vendite torneranno a calare dato l'inasprimento delle misure di contenimento della seconda ondata pandemica in diversi Paesi dell'area.

Venerdì 5 febbraio

Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti in ulteriore aumento a dicembre, stimiamo di circa il +1,0% m/m dal +2,3% m/m di novembre. A novembre, erano risultati di circa il 4% superiori rispetto ai livelli pre-crisi di febbraio.

Stati Uniti

- L'**employment report** di gennaio dovrebbe dare segnali più incoraggianti rispetto a quelli di dicembre, con una variazione attesa per gli **occupati non agricoli** di 95 mila, dopo -140 mila di dicembre. La contrazione di dicembre era ascrivibile alla flessione degli occupati nel settore tempo libero e ricreazione, sulla scia del peggioramento dei contagi e delle misure di contenimento. A gennaio non dovrebbe esserci un'eliminazione di entità analoga nei servizi ricreativi, mentre negli altri settori la creazione di posti di lavoro dovrebbe proseguire. La componente occupazione delle indagini è in modesta espansione e dietro la volatilità dei dati dei sussidi si continua a vedere un trend verso il basso dei sussidi esistenti. Il **tasso di disoccupazione** è previsto a 6,8% da 6,7% di dicembre. I **salari orari** dovrebbero rallentare segnando una variazione di 0,3% m/m, dopo l'incremento artificiale di dicembre (0,8% m/m),

dovuto alla perdita di posti con remunerazione al di sotto della media, e rientrando verso variazioni più vicine all'effettivo stato del mercato del lavoro.

- Il deficit della **bilancia commerciale** a dicembre è atteso in chiusura a -65,4 mld, da -68,1 mld di novembre. La stima *advance* della bilancia commerciale delle merci ha mostrato un calo significativo del deficit (3 mld), con esportazioni in aumento del 4,6% m/m che hanno più che controbilanciato l'aumento delle importazioni (1,4% m/m). Il solido andamento dell'export è stato diffuso in tutti i settori, mentre dal lato dell'import i beni di consumo sono scesi del -3,2% m/m.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (1 – 5 febbraio) ...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 1/2	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		gen	prel 49.7		
	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	gen	53.0	52.7	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	dic	1.9	% -2.3	-3.0
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		dic	5.6	%	
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	gen	52.8	52.1	52.2
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		gen	prel 51.5	51.5	51.3
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	gen	prel 57.0	57.0	57.0
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	gen	prel 54.7	54.7	54.7
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	dic	8.9	%	9.5
	10:30	GB	Credito al consumo		dic	-1.539	Mld £	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	gen	52.9	52.9	
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	dic	8.3	%	8.4
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		gen	59.1		
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		dic	0.9	%	0.7
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	gen	60.5 (60.7)	60.0	61.0
Mar 2/2	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	gen	0.0	%	0.3
	10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T4	-5.0	%	-6.6
	10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T4	15.9	%	-2.7
	11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T4	-4.3	%	-6.3
	11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T4	12.4	%	-2.0
Mer 3/2	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	gen	56.3		
	09:45	ITA	PMI servizi	*	gen	39.7	39.3	39.6
	09:50	FRA	PMI servizi finale		gen	prel 46.5	46.5	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	gen	prel 46.8	46.8	
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	gen	prel 47.5	47.5	47.5
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	gen	prel 45.0	45.0	45.0
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	gen	38.8	38.8	
	11:00	EUR	PPI a/a		dic	-1.9	%	-1.2
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	gen	-0.2	%	-0.2
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	gen	0.2	%	-1.8
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	gen	-0.3	%	-0.1
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	gen	0.2	%	0.2
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	gen	0.4	%	0.4
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	gen	-0.3	%	0.3
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		gen	-123	x1000	49
15:45	USA	Markit PMI Composito finale		gen	58.0			
15:45	USA	Markit PMI servizi finale		gen	57.5			
16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	gen	57.7 (57.2)	57.0	57.0	
Gio 4/2	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		dic	-6.1	%	0.8
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	847	x1000	4.1
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	4.771	Mln	
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T4	-6.6	%	3.4
	14:30	USA	Produttività (ex Agriccol.) t/t ann. prelim		T4	4.6	%	-1.8
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	dic	prel 0.2	%	
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	dic	prel 0.7	%	
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		dic	1.0	%	1.8

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

Calendario dei dati macroeconomici (1 – 5 febbraio) ...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Ven 5/2	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	dic	1.1	%	-2.4
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	dic	2.3	%	-1.5
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T4	1.7	%	
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		dic	-8.1	%	
	14:30	USA	Bilancia commerciale		dic	-68.1	Mld \$	-67.4
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	gen	-140	x1000	85
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	gen	6.7	%	6.7
	14:30	USA	Salari orari m/m		gen	0.8	%	0.3

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 (1 – 6 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 1/2	20:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Mar 2/2	20:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
Mer 3/2	02:30	GIA	BOJ Deputy Governor Wakatabe Speech
	19:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
	20:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
	23:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
	23:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
Gio 4/2	10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
	13:00	GB	* Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 0,10%)
	20:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
Ven 5/2	14:30	GB	Discorso di Bailey (BoE) e Guindos (BCE)
Sab 6/2		EUR	Discorso di Visco (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

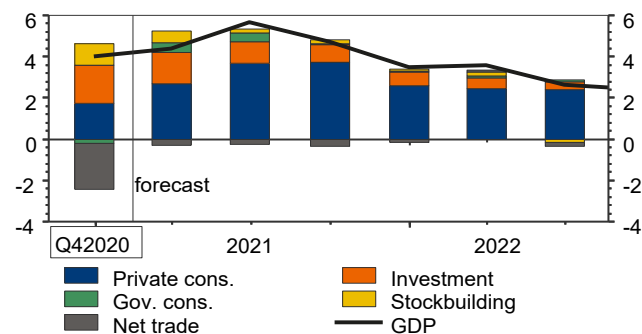
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	nov	+8.0 (7.9)	%	8.6	+9.1
Indice dei prezzi delle case m/m	nov	1.5	%		+1.0
Fiducia consumatori (CB)	gen	87.1 (88.6)		89.0	89.3
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	dic	1.2 (1.0)	%	0.9	0.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	dic	0.8 (0.4)	%	0.5	0.7
Richieste di sussidio	settim	914 (900)	x1000	875	847
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	4.974 (5.054)	Mln	5.054	4.771
PIL t/t ann. advance	T4	33.4	%	4.0	4.0
Bilancia commerciale prelim	dic	-85.49	Mld \$		-82.47
Indice anticipatore m/m	dic	+0.7 (0.6)	%	0.3	+0.3
Vendite di nuove case (mln ann.)	dic	0.829 (0.841)	Mln	0.865	0.842
Deflatore consumi (core) a/a	dic	1.4	%	1.3	
Deflatore consumi a/a	dic	1.1	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	dic	-0.4	%	-0.4	
Redditi delle famiglie m/m	dic	-1.1	%	0.1	
Deflatore consumi (core) m/m	dic	0.0	%	0.1	
Costo del lavoro	T4	0.5	%	0.5	
PMI (Chicago)	gen	58.7 (59.5)		58.5	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	gen	79.2		79.2	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

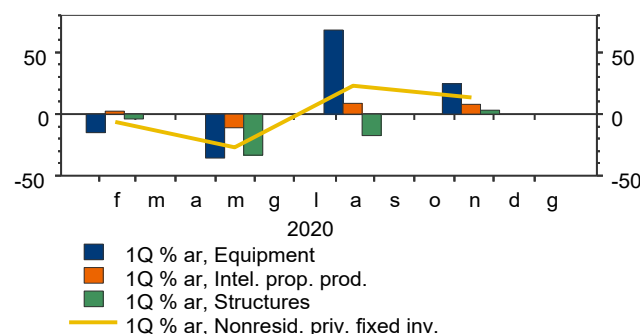
La stima *advance* del **PIL del 4° trimestre** registra una variazione di 4% t/t ann., dopo 33,4% t/t ann. dell'estate. La crescita annua nel 2020 è di -3,5%. L'anello debole nell'autunno 2020 sono i **consumi**, sulla scia della fine dello stimolo fiscale e del deterioramento del quadro pandemico. La spesa delle famiglie infatti è in rialzo di 2,5% t/t ann., dopo +33,4% t/t ann. del 3° trimestre, con una contrazione di -0,4% t/t ann. per i beni e un incremento di 4% t/t ann. per i servizi. Il rallentamento dei consumi non preoccupa particolarmente, perché le due cause della frenata di fine anno si stanno invertendo, con l'arrivo di nuovo stimolo fiscale e con un evidente miglioramento della situazione dei contagi da metà gennaio in poi e un probabile rilassamento delle misure restrittive. Gli investimenti danno invece segnali molto solidi. Gli **investimenti fissi non residenziali** sono in aumento di 13,8% t/t ann., con un boom per i macchinari (24,9% t/t ann., dopo 68,2% t/t ann. dell'estate) e una stabilizzazione per le strutture (+3% t/t ann. dopo 4 trimestri negativi consecutivi). Il contributo alla crescita complessiva è di 1,04pp dalle **scorte**. Gli **investimenti residenziali** proseguono sul trend verso l'alto, con una variazione di 33,5% t/t ann. (dopo +63% t/t ann.). La **spesa pubblica** è in calo di -1,2% t/t ann., con una correzione di -0,5% t/t ann. a livello federale e di -1,7% t/t ann. a livello statale e locale. Le **esportazioni** sono in aumento di 22% t/t ann. (dopo +59,5% t/t ann.) con +31,1% t/t ann. per i beni e 4,3% t/t ann. per i servizi. Le **importazioni** crescono di 29,5% t/t ann. (dopo 93,1 % t/t ann.), spinte sia dai beni (30,8% t/t ann.) sia dai servizi (22,2% t/t ann.). Il risultato è un contributo negativo al PIL di -1,5pp per le esportazioni nette. I dati di fine 2020 danno informazioni positive per il 2021 grazie alla solidità degli investimenti fissi, mentre non forniscono motivo di preoccupazione dal lato dei consumi, alla luce delle attese di stimolo fiscale, riduzione delle misure di contenimento e progresso della campagna di vaccinazioni. La nostra previsione per il 2021 ha una base intorno al 5%, con l'aspettativa di revisioni verso l'alto quando verranno annunciate nuove misure di stimolo fiscale.

PII in rialzo di 4% t/t ann. nel 4° trimestre 2020...



Fonte: Refinitiv-Datastream

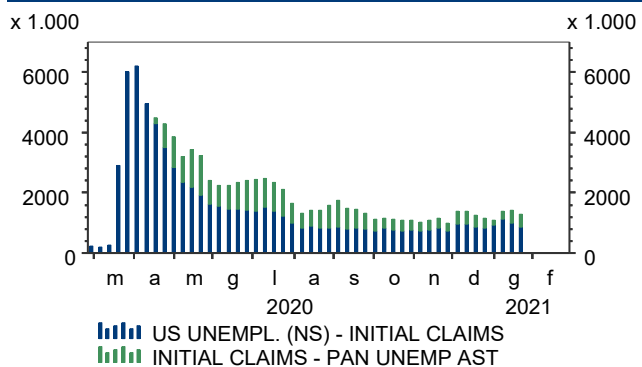
...con una crescita solida degli investimenti in macchinari



Fonte: Refinitiv-Datastream

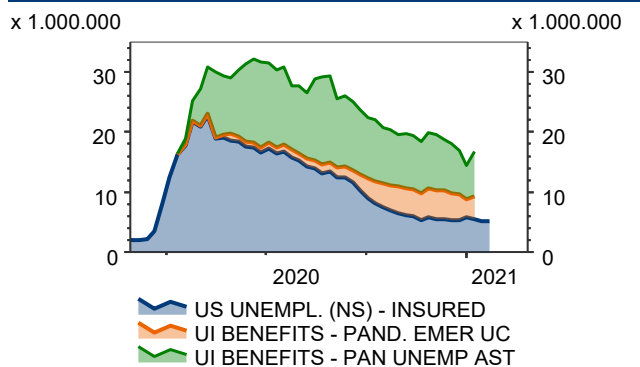
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 23 gennaio calano di 67 mila a 847 mila. In termini non stagionalizzati le richieste sono pari a 873.966, in flessione settimanale di 101.498. I nuovi sussidi erogati con il programma federale di Pandemic Unemployment Assistance sono pari a 426.856. I sussidi esistenti nella settimana conclusa il 16 gennaio, a 4,771 mln, sono in calo di 203 mila. I sussidi statali esistenti non stagionalizzati correggono di 274 mila scendendo a 5,208 mln. Nella settimana conclusa il 9 gennaio i sussidi erogati con tutti i programmi, statali e federali, erano pari a 18,282 mln, in netto rialzo da 15,988 mln della settimana precedente. Le informazioni rilevanti dai dati dei sussidi riguardano quelli statali, che non hanno subito interruzioni a fine anno e che sono su un trend di modesto calo, in linea con una moderata crescita degli occupati a gennaio. Per quanto riguarda i programmi federali, i dati di gennaio risentono della riapertura dopo la scadenza di fine 2020 e non danno quindi segnali affidabili.

Nuove richieste di sussidi statali in calo...



Fonte: Refinitiv-Datastream

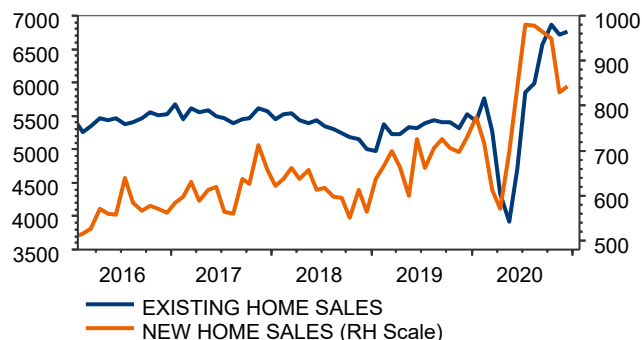
...rialzo per i programmi federali, per la riapertura dei programmi scaduti a dicembre



Fonte: Refinitiv-Datastream

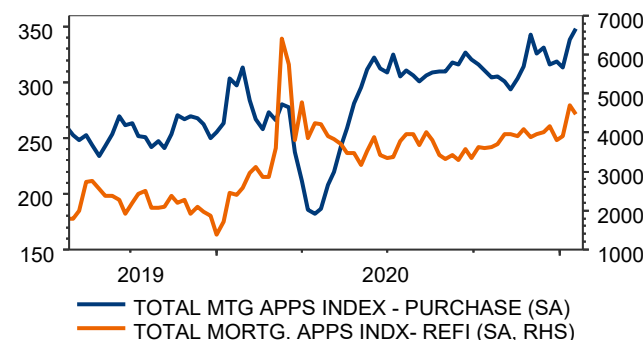
Le **vendite di case nuove** a dicembre aumentano a 842 mila da 829 mila di novembre, con una variazione di 1,6% m/m (15,2% a/a). Su base annua, le nuove case vendute nel 2020 sono pari a 811 mila, in rialzo di 18,8% rispetto al 2019. Le scorte di case invendute, a 4,3 mesi, restano su livelli coerenti con ulteriore espansione dell'attività di costruzione. Le vendite di case hanno subito una correzione nella parte finale del 2020, in controtendenza rispetto a gran parte degli indicatori del settore immobiliare residenziale, anche per via della scarsità di offerta. L'aumento delle case in costruzione segnala una probabile ulteriore espansione delle vendite nel 2021, anche se su ritmi inferiori rispetto a quelli registrati nel 2020.

Le vendite di case nuove si stabilizzano dopo la correzione dell'autunno



Fonte: Refinitiv-Datastream

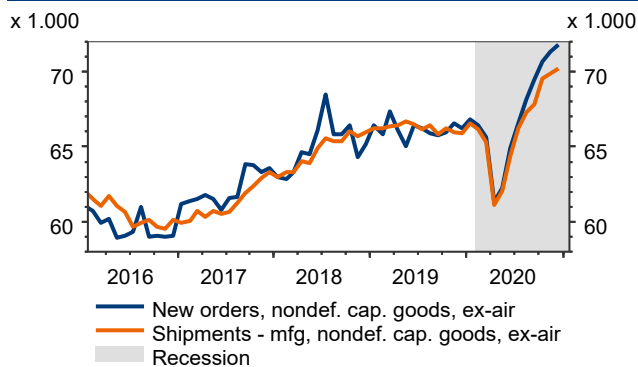
Le domande di mutui per l'acquisto di una casa hanno ripreso a salire



Fonte: Refinitiv-Datastream

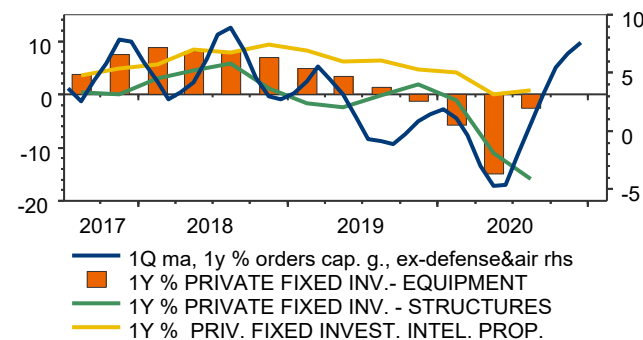
Gli **ordini di beni durevoli** a dicembre deludono, con una variazione di 0,2% m/m, contro aspettative per un rialzo di 0,9% m/m, dopo una variazione di 1,2% m/m a novembre. La dinamica mensile degli ordini è frenata dalla componente trasporti (-1% m/m, e in particolare dall'aeronautica, e dalla difesa. Gli **ordini al netto dei trasporti** sono in rialzo di 0,7% m/m, mentre al netto della difesa aumentano di 0,5% m/m. I dati confermano la forte ripresa nel comparto dei macchinari, dove gli ordini sono in crescita di 2,4% m/m. Gli ordini di **beni capitali ex-difesa** calano di 2% m/m, ma escludendo anche gli aerei sono in rialzo di 0,6% m/m, dopo 1% m/m di novembre. Le consegne aumentano di 1,4% m/m, e per i beni capitali al netto di difesa e aerei l'incremento è di 0,5% m/m. I dati danno indicazioni di **aumento solido degli investimenti fissi delle imprese** sia nel 4° trimestre 2020 sia nel 1° trimestre 2021.

Ordini e consegne di beni capitali ancora in rialzo a dicembre...



Fonte: Refinitiv-Datastream

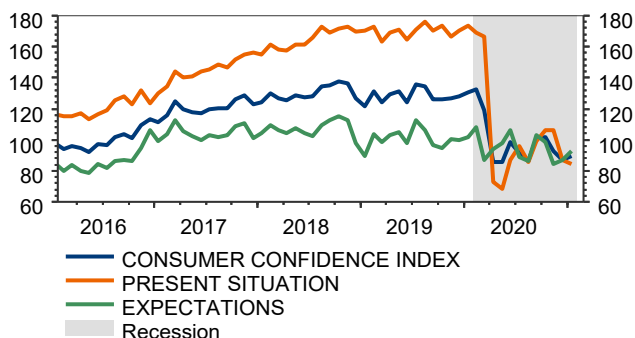
...con indicazioni positive per gli investimenti delle imprese in macchinari a fine 2020 e inizio 2021



Fonte: Refinitiv-Datastream

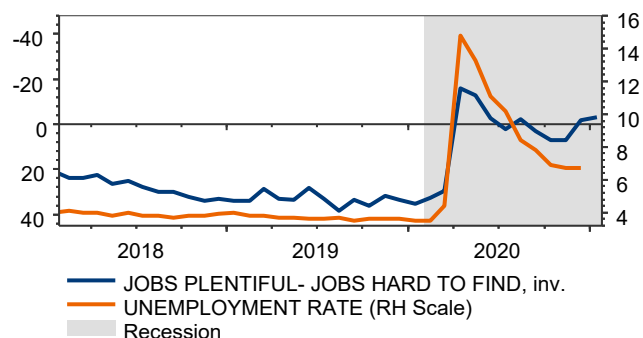
La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a gennaio aumenta a 89,3 da 87,1 di dicembre. Lo spaccato dell'indagine è misto, con un calo dell'indice della situazione corrente a 87,2 da 84,4 e un aumento delle aspettative a 92,5 da 87. La correzione dell'indice coincidente è dovuta per la maggior parte alla pandemia, mentre le aspettative sono in miglioramento soprattutto sui temi dell'economia e dell'occupazione e segnalano anche un ulteriore aumento della percentuale di famiglie che intendono acquistare una casa nei prossimi sei mesi. La valutazione del mercato del lavoro registra aspettative di maggiori posizioni aperte e riduzione della percentuale di individui che prevede un calo di posti disponibili, tuttavia l'indice "jobs plentiful - jobs hard to find" segnala una stabilizzazione del tasso di disoccupazione e non indicazioni di una svolta imminente verso il basso. I dati danno supporto all'aspettativa di riaccelerazione della crescita dei consumi nei prossimi mesi, dopo l'indebolimento di fine 2020.

Fiducia delle famiglie in miglioramento a gennaio, ma sempre su livelli relativamente compressi



Fonte: Refinitiv-Datastream

La valutazione del mercato del lavoro non dà segnali di calo del tasso di disoccupazione nel breve termine



Fonte: Refinitiv-Datastream

La **Survey of Consumer Expectations** (SCE) di dicembre dà informazioni incoraggianti per le prospettive dei consumi. L'aumento mediano della spesa delle famiglie è pari a 1,6% a/a, in calo da 2,5% a/a a dicembre 2019 e 1,9% a/a ad agosto 2020. Tuttavia, la **crescita mediana attesa per la spesa nel 2021** è in netto aumento a 3%, da 2,2% ad agosto 2020 e 2,4% a dicembre 2019. L'accelerazione attesa per i consumi è diffusa a tutte le classi di reddito e a tutti i livelli di istruzione. La componente dell'indagine relativa ai prezzi registra aspettative di un aumento mediano dei prezzi delle case pari a 3,6% nel 2021, da 3% a novembre. Per l'inflazione la mediana del tasso di inflazione atteso è pari a 3% sia sull'orizzonte a 1 anno sia su quello a 3 anni, su un modesto trend verso l'alto dai minimi di marzo 2020 a 2,5% e 2,4%, rispettivamente.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	dic	0.6 (0.7)	%	-0.4	-0.3
Job to applicant ratio	dic	1.06		1.06	1.06
Tasso di disoccupazione	dic	2.9	%	3.0	2.9
Produzione industriale m/m prelim	dic	-0.5	%	-1.5	-1.6
Fiducia delle famiglie	gen	31.8			29.6

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

Le **vendite al dettaglio** a dicembre calano di -0,8% m/m (-0,3% a/a), dopo -2,1% m/m (+0,6% a/a) di novembre. In termini reali, la variazione di dicembre è però positiva e segnala una discreta tenuta dei consumi di beni anche di fronte al peggioramento della pandemia. I consumi sono stati frenati a fine anno dalla ripresa dei contagi e dalla dichiarazione dello stato di emergenza in 4 prefetture, esteso a gennaio a un totale di 11 prefetture. La crescita nel 1° trimestre dovrebbe tornare in territorio negativo, frenata da un probabile calo dei consumi dovuto principalmente all'attesa contrazione dei consumi.

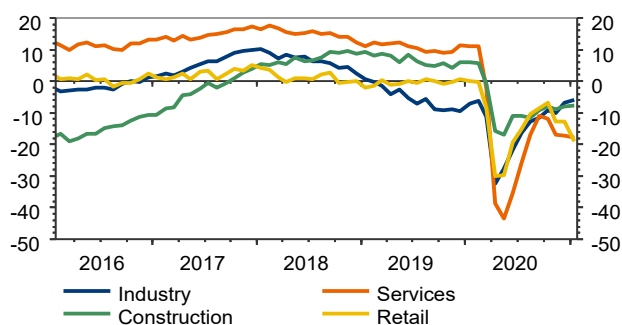
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	gen	-8.4		-7.5
BEL	PIL t/t prelim	T4	11.4	%	
EUR	Fiducia consumatori finale	gen	-15.5	-15.5	-15.5
EUR	Fiducia servizi	gen	-17.1 (-17.4)	-18.8	-17.8
EUR	Fiducia industria	gen	-6.8 (-7.2)	-7.2	-5.9
EUR	Indice di fiducia economica	gen	92.4 (90.4)	89.5	91.5
EUR	M3 dest. a/a	dic	11.0	%	11.2
FRA	Fiducia consumatori	gen	95	94	92
FRA	Spese per consumi m/m	dic	-18.0 (-18.9)	%	19.0
FRA	PIL t/t prelim	T4	18.5 (18.7)	%	-4.0
GER	IFO	gen	92.2 (92.1)	91.8	90.1
GER	IFO (sit. corrente)	gen	91.3	90.6	89.2
GER	IFO (attese)	gen	93.0 (92.8)	93.2	91.1
GER	Fiducia consumatori	feb	-7.5 (-7.3)	-7.9	-15.6
GER	IPCA m/m prelim	gen	0.6	%	0.3
GER	CPI (Lander) m/m prelim	gen	0.5	%	0.4
GER	IPCA a/a prelim	gen	-0.7	%	0.5
GER	CPI (Lander) a/a prelim	gen	-0.3	%	0.7
GER	Prezzi import a/a	dic	-3.8	%	-3.1
GER	Tasso di disoccupazione	gen	6.0 (6.1)	%	6.1
GER	Variazione n° disoccupati	gen	-40 (-37)	x1000	6
GER	PIL s.a. t/t prelim	T4	8.5	%	0.0
GER	PIL s.a. a/a prelim	T4	-4.0	%	-4.0
ITA	Fiducia consumatori	gen	101.1 (102.4)	100.5	100.7
ITA	Indice di fiducia delle imprese	gen	96.0 (95.9)	95.6	95.1
ITA	PPI a/a	dic	-2.3	%	-1.8
ITA	PPI m/m	dic	-0.2	%	0.5
SPA	PIL t/t prelim	T4	16.4	%	-1.5
SPA	IPCA a/a prelim	gen	-0.6	%	-0.6

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

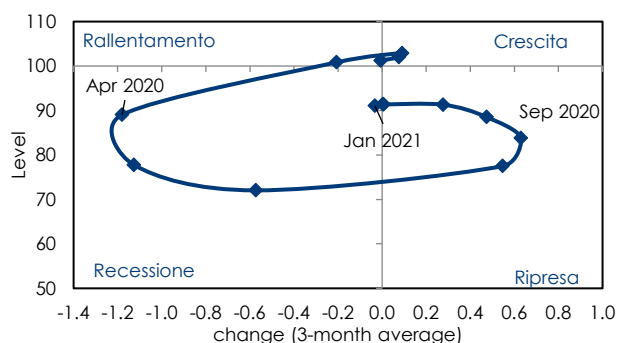
Area euro. L'indice di fiducia economica della Commissione Europea è **calato** in gennaio da **92,4 a 91,5**. La dinamica aggregata deriva da andamenti settoriali divergenti. La fiducia è aumentata nell'industria (da -6,8 a -5,9) e nelle costruzioni (da -8 a -7,7), mentre è calata nei servizi (da -17,1 a -17,8) e soprattutto nel commercio al dettaglio (da -12,9 a -18,9).

Andamenti settoriali divergenti per la fiducia delle imprese



Fonte: Refinitiv, Commissione Europea

La dinamica torna in territorio recessivo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea

Ovviamente, ciò riflette il diverso impatto delle restrizioni sanitarie sui diversi comparti. Per lo stesso motivo, una forte dispersione si riscontra anche all'interno dei servizi, dove la fiducia è su livelli eccezionalmente depressi nell'accoglienza (-79,6) e nella ristorazione (-80,1) ed è peggiorata drasticamente nei servizi immobiliari (-22,6), ma migliora in altri comparti (per esempio, in trasporti e magazzinaggio). Nell'industria manifatturiera, il miglioramento è avvenuto malgrado il calo

degli indici di fiducia per i produttori di beni di consumo, durevoli e non-durevoli. L'andamento dell'indice di fiducia economica è coerente con una ricaduta recessiva dell'area euro, sebbene meno profonda rispetto a quella sperimentata nel trimestre primaverile.

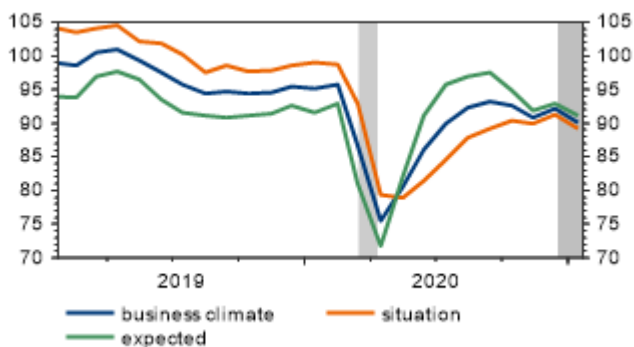
Germania. In base alla stima preliminare, **nel 4° trimestre 2020 il PIL** a prezzi costanti è cresciuto di 0,1% t/t. La variazione tendenziale è stimata in -3,9% a/a. Secondo le prime indicazioni sulle componenti della domanda, esportazioni nette e investimenti fissi hanno compensato la contrazione dei consumi privati.

Germania. I dati flash dai Länder indicano che a gennaio i **prezzi al consumo** sono saliti ben oltre le attese e precisamente di +0,8% m/m da +0,5% m/m sull'indice nazionale e di +1,4% m/m da +0,6% m/m su quello armonizzato. Nel mese la crescita è spiegata dal ripristino delle aliquote IVA, dall'aumento del salario minimo e dall'introduzione della cosiddetta *carbon tax*; il maggiore rialzo sull'armonizzato è dovuto alla nuova ponderazione delle componenti, proposta da Eurostat per meglio cogliere gli effetti del cambiamento delle preferenze dei consumatori sui prezzi. L'inflazione di riflesso è passata in territorio positivo, rispettivamente da -0,3% a/a a +1,0% a/a sull'indice nazionale e da -0,7% a +1,6% su quello armonizzato. Il dato di gennaio mostra anche una maggiore divergenza tra le due misurazioni. L'inflazione è attesa rallentare nei prossimi mesi.

Germania. L'**indagine di fiducia IFO** mostra a gennaio un netto peggioramento delle aspettative (91,1 da 93,0) e del giudizio sulla situazione corrente (89,2 da 91,3). L'indice di fiducia economica è sceso di 1,1 punti a 90,1, il livello più basso dal luglio 2020. Il calo dell'indice nasconde andamenti settoriali diversificati: la fiducia resta su livelli elevati nel **manifatturiero** (8,8), peggiora significativamente nelle **costruzioni** (-5,1) e nei **servizi** (-4,4), in entrambi i casi toccando i minimi da luglio 2020, e tracolla nel **commercio al dettaglio** (-33,9).

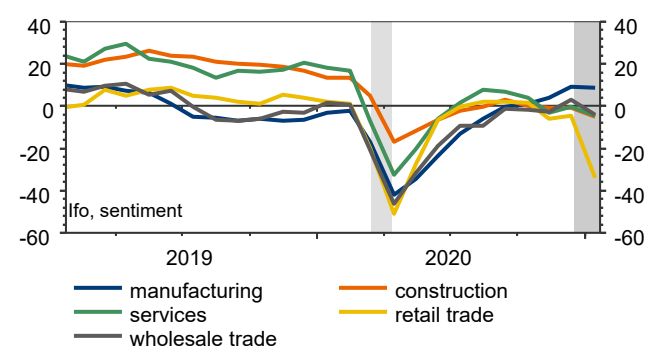
Il commercio risente del fermo molto protratto imposto dal governo, per ora esteso fino al 14 febbraio, ma il crollo della fiducia potrebbe riflettere anche il ritorno delle aliquote IVA ai livelli normali (i consumatori, infatti, potrebbero aver anticipato al 4° trimestre 2020 acquisti di beni durevoli e semi-durevoli). Nel trimestre finale del 2020, i consumi delle famiglie tedesche erano rimasti molto vivaci, anche perché le misure sanitarie restrittive sono state introdotte tardi, poco oltre la metà di dicembre: anche ipotizzando un netto calo a dicembre, la variazione media trimestrale dovrebbe essere stata superiore al 2% e il livello delle vendite era ampiamente superiore ai livelli pre-crisi (+6-7% a/a). Malgrado la tenuta della produzione manifatturiera, l'indagine IFO suggerisce di attendersi un calo del PIL tedesco nel 1° trimestre 2021, trainato dal calo della spesa delle famiglie.

Germania – torna a scendere la fiducia delle imprese tedesche...



Fonte: IFO Institut

...con una netta divergenza fra commercio e industria



Fonte: IFO Institut

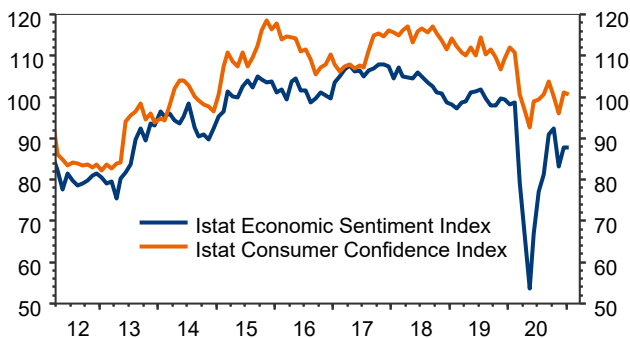
Francia. La stima flash del **PIL** ha mostrato una flessione di **-1,3% t/t** e **-5,0% a/a nel 4° trimestre**, che segue il +18,5% t/t (rivisto al ribasso di due decimi) del terzo. Il dato si colloca ben al di sopra delle attese. La domanda interna ha sottratto -2,7 punti percentuali; al contrario, le esportazioni nette hanno fornito un contributo positivo alla crescita (+0,9pp). La contrazione dei consumi è stata pari a -5,4% t/t, ed è stata spazzata solo parzialmente dall'aumento degli investimenti (+2,4% t/t). Il 2020 si chiude con una contrazione media annua di -8,3%; il nostro scenario centrale prevede al momento un rimbalzo marginale del PIL a inizio anno, ma sulla previsione insistono rischi al ribasso.

Francia. La **spesa per consumi** registra un forte rimbalzo a dicembre sulla scia della fine della quarantena a livello nazionale, registrando un **+23,0% m/m**, dopo il -18,0% m/m (rivisto al rialzo di nove decimi) di novembre. Il dettaglio mostra un violento rimbalzo per il settore tessile (+122,7% m/m dopo due mesi di crescita negativa) così come per le spese per la casa (+73,7% m/m da -26,6% m/m precedente). Il consumo di energia risale di +11,3% m/m da -18,5% m/m di novembre, spinto dai carburanti. Infine, il comparto alimentare registra solo un modesto aumento (+3,3% m/m da -5,8% m/m). La variazione annua dei consumi passa a +3,7% da -16,0%. Il livello dei consumi a dicembre risulta di circa il 5,0% al di sopra del livello di febbraio. Nel 4° trimestre, le vendite al dettaglio hanno visto una contrazione dell'ordine di -4,2% t/t, dopo il +16,4% t/t dei mesi estivi. Prevediamo un rallentamento dei consumi a gennaio.

Francia. L'indice **INSEE** di **fiducia** delle **famiglie** è calato a gennaio, a 92 da 95 precedente. L'indice rimane ben al di sotto della sua media storica (100). L'indagine di gennaio mostra un maggior timore per una risalita della disoccupazione e un peggioramento degli standard di vita futuri; al contrario, le aspettative di una ripresa dell'inflazione rimangono al di sopra del livello storico. Nel mese si rileva un miglioramento della capacità di risparmio delle famiglie e un forte aumento delle intenzioni di risparmio. Sebbene la variazione non sia stata brusca, quello di gennaio potrebbe essere un primo indicatore dell'impatto della terza ondata di **COVID-19** sul morale dei consumatori. I dati di questo mese sulla diffusione dei contagi continuano ad essere allarmanti e non è da escludere un nuovo lockdown generalizzato già nei prossimi giorni.

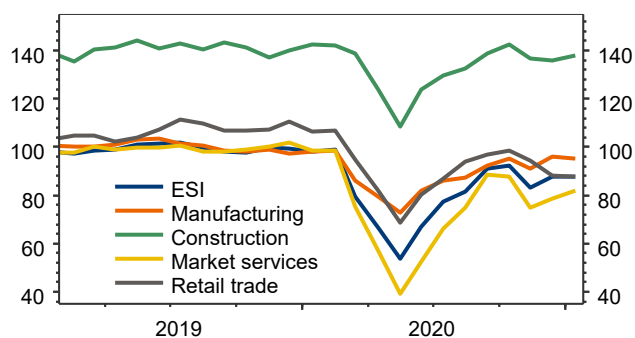
Italia. La fiducia dei consumatori è calata, sia pur meno del previsto, a gennaio, a 100,7 da 101,1 il mese scorso (rivisto da una prima stima a 102,4). La flessione è dovuta alle aspettative sul futuro, mentre sono migliorati i giudizi sul clima corrente (tornati in linea con i livelli di settembre-ottobre). Il clima nazionale è poco variato, mentre è peggiorata la situazione personale degli intervistati. Le preoccupazioni delle famiglie sulla disoccupazione sono tornate ad aumentare dopo il calo a sorpresa del mese scorso. Le possibilità future di risparmio sono diminuite dopo aver raggiunto a dicembre il livello più alto dal 1997, mentre le opportunità di acquisto di beni durevoli hanno continuato a migliorare (ai massimi da un anno).

Fiducia delle famiglie in calo, morale delle imprese poco variato a gennaio



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

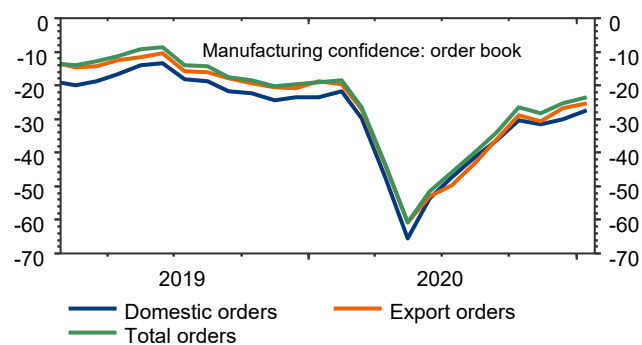
I servizi, sia pure in ripresa a gennaio, restano di gran lunga il settore più colpito dalla crisi



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

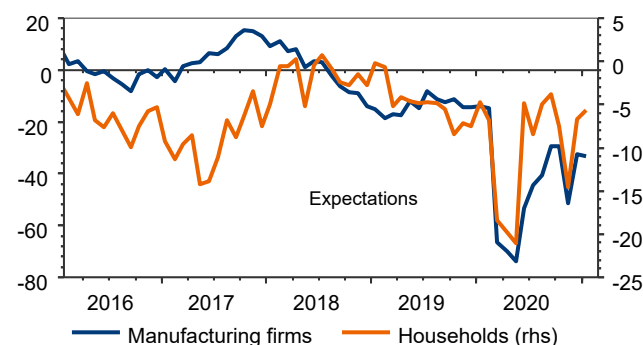
La fiducia delle imprese manifatturiere è calata più delle attese, a 95,1 da 96 precedente. Come per il morale delle famiglie, la flessione è dovuta al peggioramento delle aspettative, sia sugli ordini che sulla produzione, mentre sono migliorati i giudizi correnti su ordinativi e output. Le scorte sono tornate a salire dopo aver raggiunto a dicembre il livello più basso dal 2014. Come l'aumento di dicembre, il calo di gennaio è stato guidato dai produttori di beni di investimento. **L'indice composito Istat sul morale delle aziende (IESI) è invece risultato poco variato**, a 87,9 da 87,7 precedente, in quanto il calo nel manifatturiero e nel commercio al dettaglio è stato compensato da una ripresa nelle costruzioni e nei servizi (il cui livello comunque resta il più basso tra i principali settori). In sintesi, l'andamento delle indagini negli ultimi mesi è stato irregolare, dipendente dall'evoluzione del grado di restrizione alla mobilità e all'attività economica rispetto al mese precedente (novembre ha registrato il picco delle restrizioni, seguito da un allentamento a dicembre e da una nuova stretta a gennaio). **Il rischio è che il livello medio di restrizione nel trimestre corrente possa risultare almeno altrettanto alto che a fine 2020, il che sarebbe coerente con un possibile calo del PIL anche a inizio 2021** (dopo un -3% t/t atteso a fine 2020). Le indagini di gennaio suggeriscono che tali rischi (attualmente non inclusi nel nostro scenario centrale) siano attualmente in aumento.

Le valutazioni delle imprese manifatturiere sugli ordini mantengono un trend di recupero



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

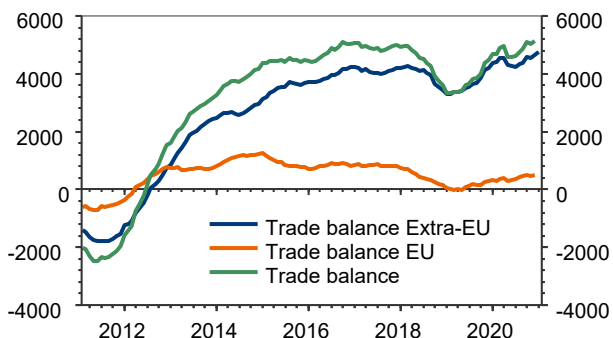
Le aspettative sull'economia restano poco ottimistiche, in particolare per le imprese



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Refinitiv-Datastream

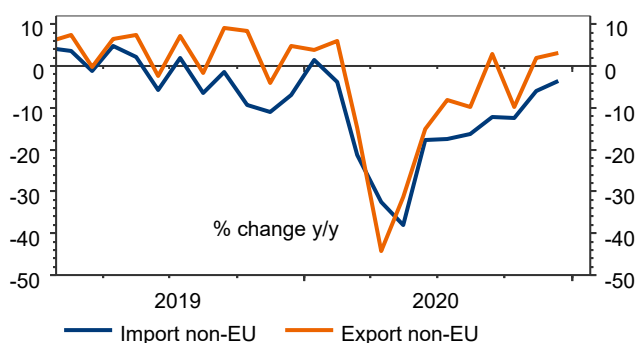
Italia. A dicembre, entrambi i flussi commerciali da e verso i Paese extra-UE sono tornati a calare (export -4,6% m/m da +3,1% precedente, import -1,3% da +3,5%). Al netto dell'energia, che ha visto un incremento congiunturale a due cifre, la flessione di entrambi i flussi sarebbe stata ancor più accentuata (-5% m/m per l'export, -4,8% per l'import). **Su base annua tuttavia, entrambi gli indicatori migliorano e si portano ai massimi post-COVID**: le esportazioni da +2% a +3,1%, le importazioni da -5,9% a -3,7%; il recupero è più ampio al netto dell'energia (export +4,3%, import +8,8% a/a). Dal lato dell'export, spicca la crescita a due cifre verso Cina e MERCOSUR, mentre in calo su base annua troviamo soprattutto Paesi OPEC e Giappone; dal lato dell'import, si nota un progresso superiore al 10% per Cina e Paesi ASEAN, e viceversa un calo a due cifre per Russia, OPEC e Stati Uniti. Il 2020 si è chiuso con una contrazione dell'export di -9,9% (la più ampia dal 2009), spiegata per oltre 6 punti percentuali da beni strumentali e beni di consumo non durevoli, con una flessione particolarmente ampia verso India, Paesi ASEAN e OPEC; per l'import, l'anno si è chiuso con una caduta di -15,3%, su cui pesa per oltre due terzi il crollo degli acquisti di prodotti energetici. **Nel 2020, l'avanzo commerciale è migliorato a 57 miliardi dai 52,3 miliardi del 2019**. Nel complesso, **il commercio coi Paesi extra-UE mantiene un trend di ripresa**, tutto sommato poco intaccato dalla seconda ondata pandemica.

Tocca nuovi massimi l'avanzo commerciale degli ultimi 12 mesi verso i Paesi extra-UE



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

Entrambi i flussi mantengono un trend di recupero



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

Spagna. La **stima preliminare del PIL** nel 4° trimestre ha visto un nuovo balzo, seppur debole, di +0,4% t/t (valore ben al di sopra delle aspettative) da +16,4% t/t precedente, per una variazione tendenziale di -9,1% a/a, dopo il -9,0% a/a del 3° trimestre 2020. Il contributo principale è arrivato dalla domanda interna: i consumi sono saliti del +2,4% t/t, mentre gli investimenti hanno registrato una flessione del -3,2% t/t. Un contributo negativo alla crescita è arrivato dal commercio estero, che ha visto un calo dell'export (-1,4% t/t) contrapposto a un aumento dell'import (+0,4% t/t). Lo spaccato per settori ha evidenziato un inaspettato recupero nei servizi (+1,1% t/t) e un'industria debole (-0,1% t/t). Il 2020 si chiude con un crollo del PIL di circa il -11,0%; la crescita su base congiunturale potrebbe ritornare in territorio lievemente negativo nel trimestre invernale, ma i rischi sulla previsione sono verso il basso.

Cina

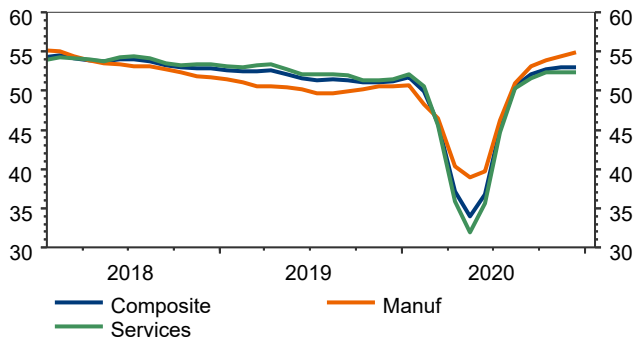
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	gen	55.1		
PMI manifatturiero - NBS	gen	51.9	51.6	
PMI non manifatturiero - NBS	gen	55.7		

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

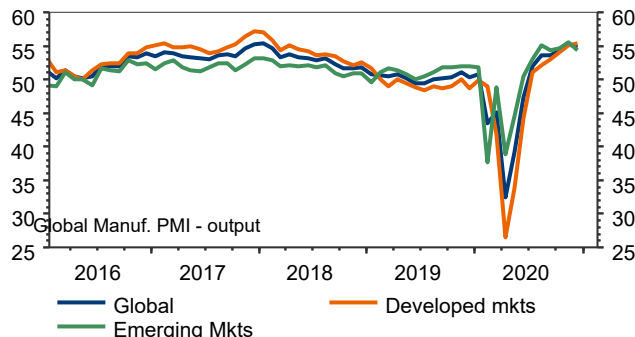
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



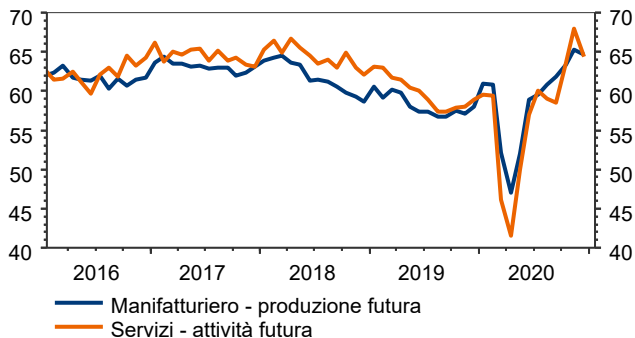
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



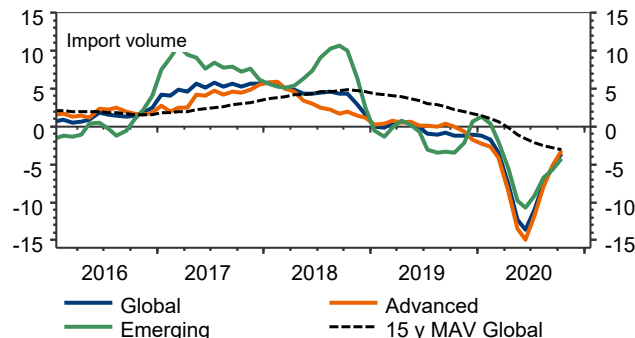
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



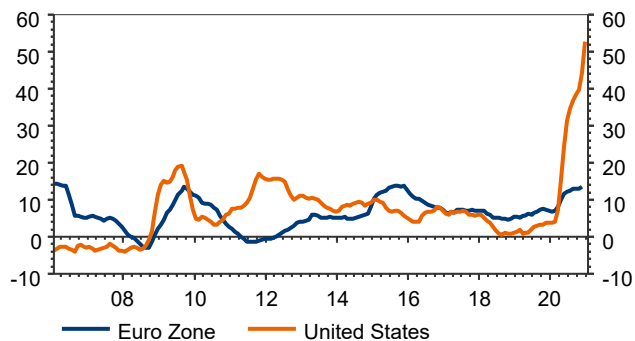
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



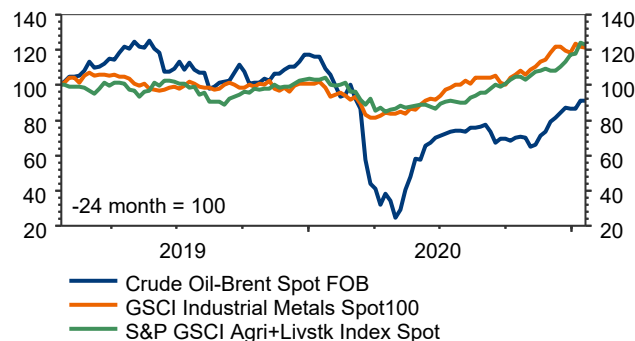
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

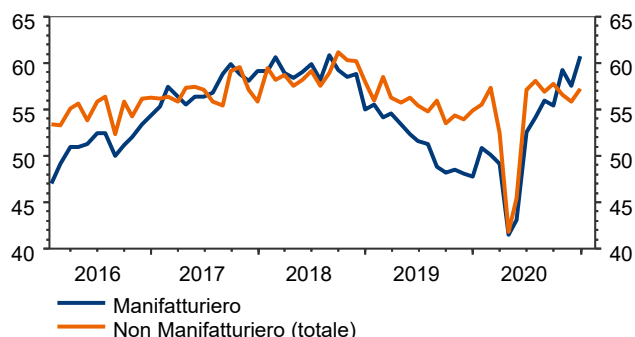
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

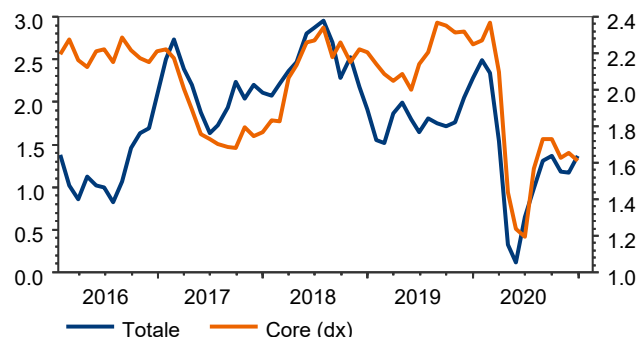
Stati Uniti

Indagini ISM



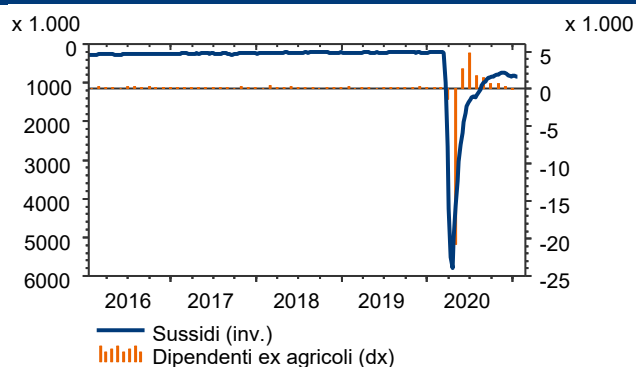
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



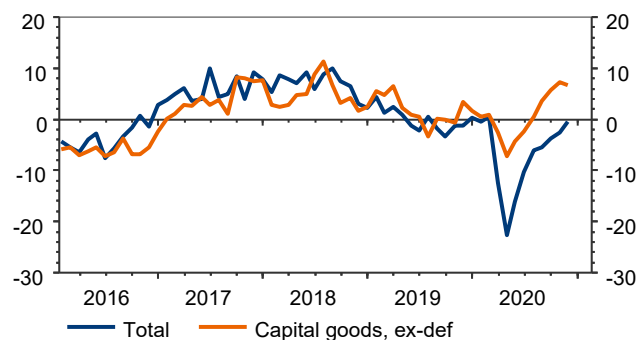
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

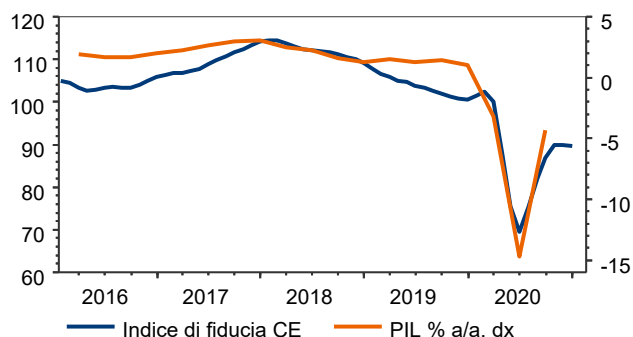
Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020	2021					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	-3.5	5.0	2.3	0.3	-9.0	-2.8	-2.5	-0.1	11.2	4.7
- trim./trim. annualizzato				2.4	-5.0	-31.4	33.4	4.0	4.4	5.7	4.7
Consumi privati	2.4	-3.9	5.1	1.6	-6.9	-33.2	41.0	2.5	3.9	5.4	5.5
IFL - privati non residenziali	2.9	-4.0	8.2	-0.3	-6.7	-27.2	22.9	13.8	11.1	7.2	5.7
IFL - privati residenziali	-1.7	5.9	17.1	5.8	19.0	-35.6	63.0	33.5	21.0	12.0	1.9
Consumi e inv. pubblici	2.3	1.1	0.4	2.4	1.3	2.5	-4.8	-1.2	2.5	2.5	0.3
Esportazioni	-0.1	-13.0	7.0	3.4	-9.5	-64.4	59.6	22.0	7.5	5.5	6.8
Importazioni	1.1	-9.3	12.3	-7.5	-15.0	-54.1	93.1	29.5	6.8	5.2	6.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-0.7	0.9	-0.9	-1.7	-4.3	6.5	1.0	0.6	0.2	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	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

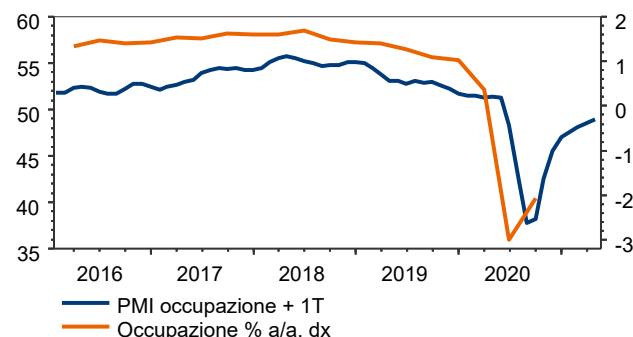
Area euro

PIL



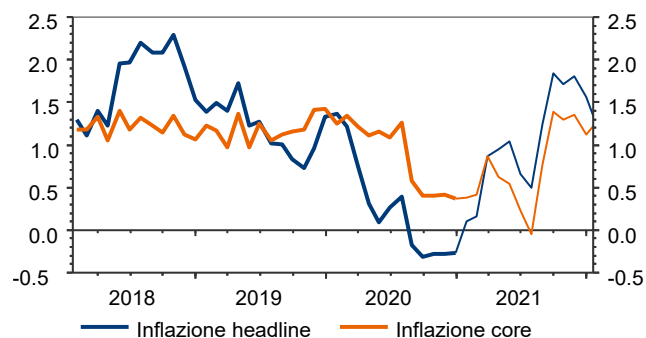
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2019	2020	2021
gennaio	1.4	1.4	1.0
febbraio	1.5	1.2	1.1
marzo	1.4	0.7	1.1
aprile	1.7	0.3	0.9
maggio	1.2	0.1	1.0
giugno	1.3	0.3	0.9
luglio	1.0	0.4	0.7
agosto	1.0	-0.2	1.0
settembre	0.8	-0.3	1.0
ottobre	0.7	-0.3	0.9
novembre	1.0	-0.3	1.0
dicembre	1.3	-0.3	0.8

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	-6.9	4.2	1.0	-3.2	-14.7	-4.3	-5.4	-1.9	13.1	2.1
- t/t				0.1	-3.7	-11.7	12.4	-1.0	-0.2	1.8	1.5
Consumi privati	1.3	-8.3	2.2	0.1	-4.5	-12.4	13.9	-4.3	-0.1	1.8	1.5
Investimenti fissi	5.7	-8.4	5.4	6.2	-5.8	-15.9	13.6	0.9	0.1	1.4	2.3
Consumi pubblici	1.9	0.7	3.0	0.3	-0.6	-2.2	4.8	-0.1	0.4	0.6	0.5
Esportazioni	2.5	-10.2	8.4	0.1	-3.8	-18.9	16.8	1.7	1.2	2.5	2.3
Importazioni	3.9	-9.9	5.9	2.2	-2.9	-18.2	12.2	1.2	1.0	2.5	2.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.2	-0.2	-0.3	0.6	-0.2	-1.3	0.8	-0.4	0.3	-0.1
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	0.9	1.0	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.1	0.9	0.9
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

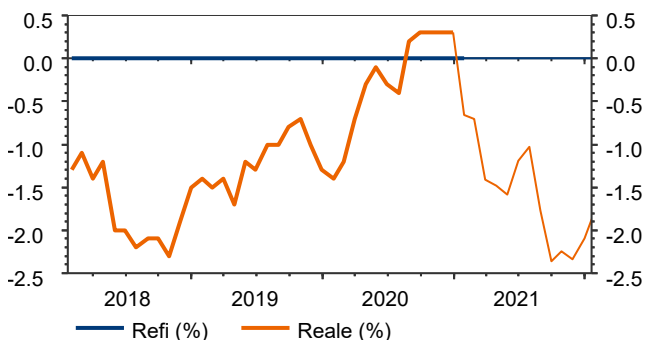
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	28/1	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	-0.57	-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

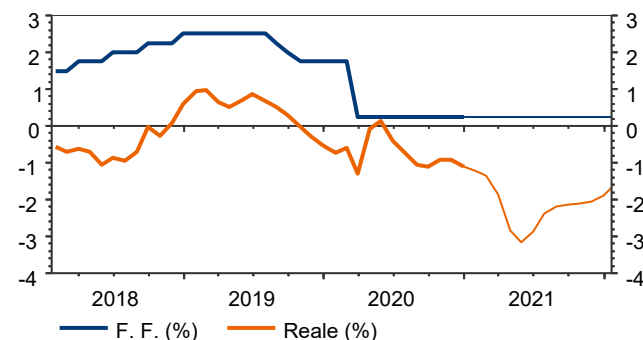


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	28/1	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	0.21	0.30	0.36	0.36	0.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

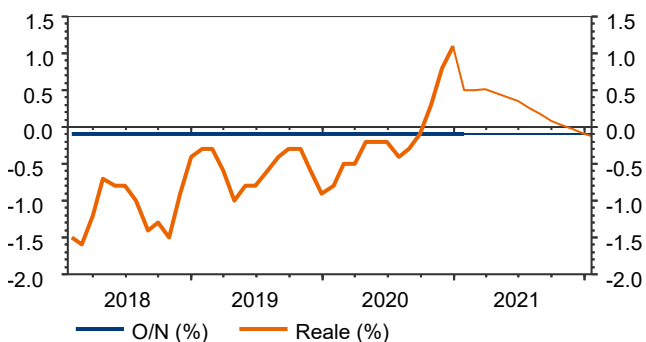


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	28/1	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	-0.09	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

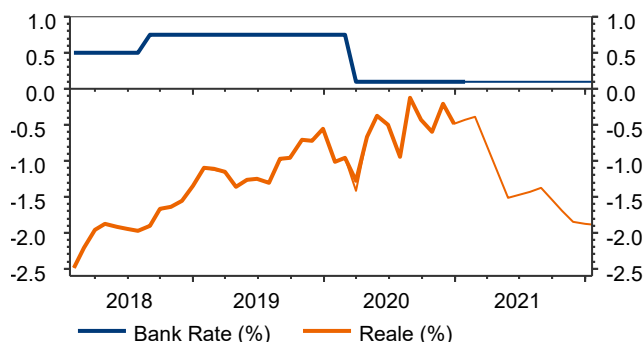


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	28/1	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	0.04	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	29/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.10	1.17	1.17	1.23	1.2115	1.21	1.20	1.19	1.18	1.20
USD/JPY	109	109	105	105	104	104.80	103	106	108	110	112
GBP/USD	1.31	1.30	1.30	1.29	1.35	1.3672	1.34	1.35	1.36	1.38	1.40
EUR/CHF	1.14	1.07	1.08	1.07	1.09	1.0775	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	125	120	123	122	127	126.97	125	127	129	130	134
EUR/GBP	0.87	0.85	0.90	0.90	0.91	0.8862	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