

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro. Nel mese di gennaio, l'**inflazione** ha compiuto un balzo notevole su base tendenziale, pur restando molto modesta in assoluto. Tale andamento è legato a fattori estemporanei e non ha implicazioni rilevanti per la politica monetaria. L'aumento delle pressioni dal lato dei costi di produzione è appena coerente con un rialzo dell'inflazione media verso l'1%, dopo il calo legato alla crisi pandemica.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. Sono in uscita i dati di produzione industriale di dicembre nei tre principali Paesi, che dovrebbero mostrare tutti un incremento dell'attività su base congiunturale. La seconda lettura dell'inflazione tedesca di gennaio dovrebbe confermare la crescita vista nella prima stima.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti** e il focus sarà sull'inizio del processo di impeachment in Senato e su eventuali progressi dei negoziati riguardo a un nuovo pacchetto anti-COVID. In termini di dati, il CPI di gennaio dovrebbe registrare incrementi moderati, in attesa dell'accelerazione prevista per i mesi primaverili. La prima stima della fiducia dei consumatori a febbraio dovrebbe essere in rialzo sulla scia dell'arrivo di nuovo stimolo fiscale e del miglioramento del Quadro sanitario.

5 febbraio 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

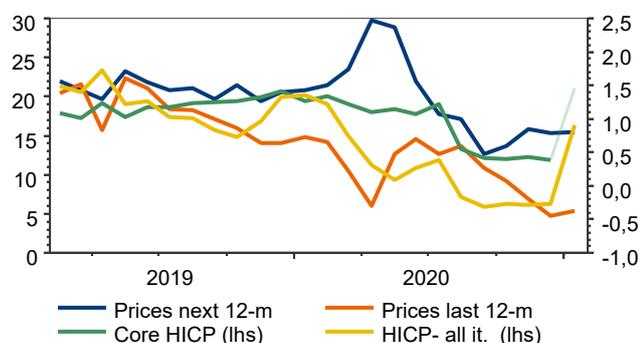
Luca Mezzomo
Economista

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

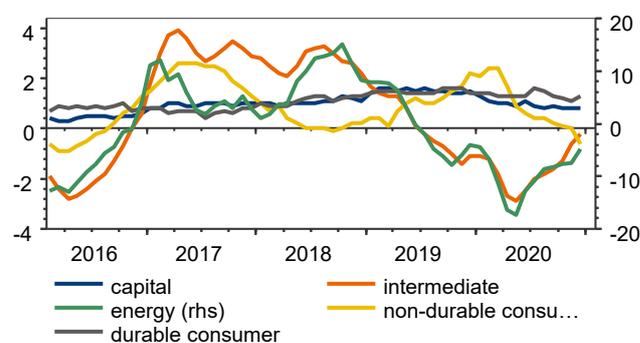
Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Area euro - balzo dell'inflazione a gennaio, a fronte di aspettative stabili fra i consumatori



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e Commissione Europea

Area euro - la ripresa dei prezzi alla produzione non è affatto generalizzata (variazione % a/a)



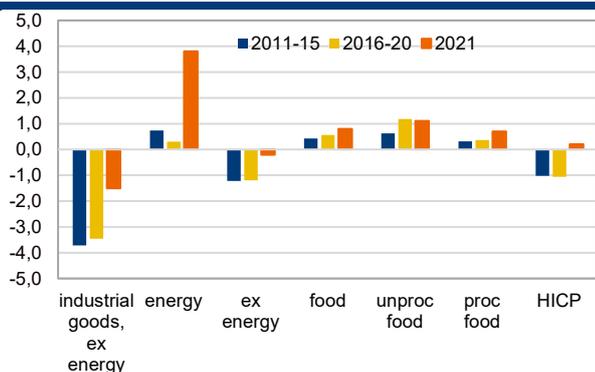
Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream

Il punto

Area euro. Nel mese di gennaio, l'**inflazione** ha compiuto un balzo notevole su base tendenziale, pur restando molto modesta in assoluto. Tale andamento è legato a fattori estemporanei e non ha implicazioni rilevanti per la politica monetaria. L'aumento delle pressioni dal lato dei costi di produzione è appena coerente con un rialzo dell'inflazione media verso l'1%, dopo il calo legato alla crisi pandemica.

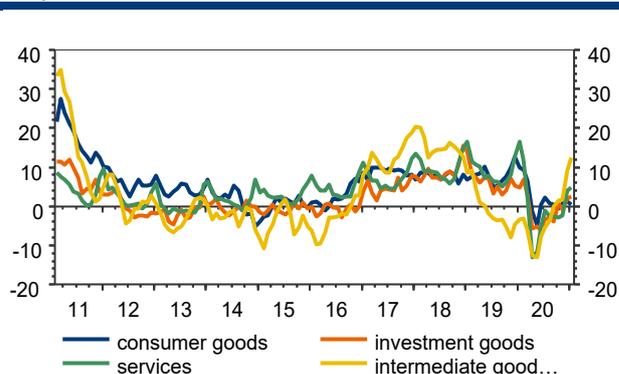
- In gennaio, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) dell'Eurozona è salito di 0,2% m/m, innalzando la variazione tendenziale da -0,3% a +0,9% a/a. Al balzo ha contribuito notevolmente l'energia (+3,8% m/m), ma anche escludendo quest'ultima e gli alimentari freschi, la variazione è stata più alta della norma: -0,3% m/m, per un tendenziale passato da 0,3% a 1,4% a/a (massimo da dicembre 2019).
- L'accelerazione di gennaio dei prezzi al consumo è soltanto uno dei **segnali di ripresa dell'inflazione** osservati recentemente:
 - L'indice PMI sui prezzi delle forniture alle aziende manifatturiere è salito a 68,3 in gennaio, massimo dal febbraio 2018. Globalmente, si sta riscontrando un allungamento dei tempi di consegna, che potrebbe preludere a rincari dei costi di trasporto.
 - L'indice PMI sui prezzi praticati dalle imprese è a 52,2 nel comparto manifatturiero.
 - Nelle indagini di fiducia della Commissione Europea, le imprese mostrano una prevalente propensione all'aumento dei prezzi, più marcata per i produttori di beni intermedi, di beni di investimento e per i fornitori di servizi (malgrado la tendenza opposta nei comparti impattati dalle restrizioni).
 - Infine, le quotazioni del petrolio e di diverse materie prime industriali si sono riprese nettamente dai minimi della primavera 2020. In effetti, la componente energia dell'IPCA registrava una variazione tendenziale di -11,9% a/a nel maggio 2020, mentre ora si è risaliti a -4,1% a/a. La tendenza delle quotazioni delle commodities dovrebbe sostenere questa tendenza nei prossimi mesi, anche se il passo dovrebbe rallentare.

IPCA – Eurozona: variazione di gennaio anomala nel confronto storico



Fonte: calcoli di Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Intenzioni sui prezzi futuri di vendita nell'indagine di fiducia presso le imprese



Fonte: Commissione Europea, indagine di fiducia fra le imprese

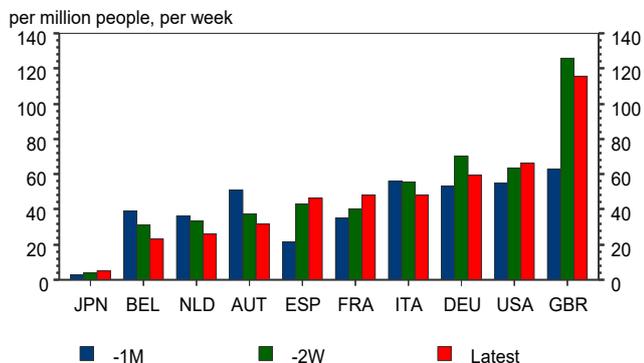
- Tuttavia, a parte l'andamento dei prezzi energetici, l'aumento di gennaio riflette soprattutto fattori estemporanei strettamente connessi alla pandemia. Il principale è l'alterazione della stagionalità dei prezzi legata ai saldi post-natalizi. Tipicamente, in gennaio l'indice sottostante dei prezzi al consumo cala di 1,2/1,5 punti percentuali per effetto dei saldi, risalendo poi tra febbraio e marzo. Quest'anno, come detto, la riduzione è stata di appena 0,3 punti percentuali. Il motivo è che la proroga delle restrizioni sanitarie in diversi paesi dell'area ha portato al rinvio dei saldi di fine stagione. Un altro problema strettamente collegato potrebbe essere il maggiore ricorso all'imputazione di prezzi passati in caso di chiusura dei negozi (una parte della distribuzione commerciale è rimasta chiusa in gennaio in Germania, Olanda e

localmente in Italia); anche questa potrebbe temporaneamente aumentare il livello dell'inflazione misurata. Tuttavia, ciò potrebbe generare una distorsione opposta della stagionalità in febbraio, con variazioni inferiori rispetto a quelle abitualmente osservate.

- Non è ancora chiaro se abbia giocato un ruolo significativo anche la **modifica dei pesi del paniere**, che ora riflette la composizione dei consumi 2020 invece di quelli 2019. Rimandiamo al Focus “Nuovi pesi per l'indice armonizzato: quale sarà l'impatto sull'inflazione?”, pubblicato il 2 febbraio, per ulteriori dettagli. La revisione ha ridimensionato il peso dell'energia e dei servizi, a vantaggio soprattutto di generi alimentari e beni industriali. Perciò, la nostra prima valutazione è che l'impatto *netto* sia stato piccolo, anche se significativo limitatamente a talune voci caratterizzate da forte stagionalità in alcuni paesi, come i pacchetti vacanze in Germania.
- Quali sono le **implicazioni per la politica monetaria? Nessuna**, se non che i dati di gennaio hanno confermato la previsione di un ritorno dell'inflazione ai livelli precedenti la pandemia, già presente nello scenario della Banca Centrale Europea. Non dimentichiamoci che la politica monetaria è ancorata ad andamenti inflattivi di medio termine, e che l'attuale *forward guidance* pone come condizione per l'aumento dei tassi sia un significativo avvicinamento al 2% dell'inflazione totale prevista, sia una tendenza realizzata di aumento dell'inflazione sottostante. Pressioni dal lato dei costi simili a quelle osservate nelle indagini congiunturali di dicembre e gennaio si sono già viste in anni passati, senza che si siano mai tradotte in un preoccupante rialzo dei prezzi di vendita. E gli indici di diffusione sui prezzi applicati dalle imprese, per quanto in ripresa, sono ancora moderati rispetto agli anni pre-pandemici. Nel 2021, il bilancio dei fattori di domanda e offerta migliorerà solo lentamente, mantenendo l'inflazione relativamente bassa (v. la tabella a p. 19 per dettagli). Un aumento più ampio e persistente dell'inflazione sottostante sarà possibile soltanto quando la ripresa avrà guadagnato consistenza, intaccando le sacche di sottoutilizzo dei fattori produttivi.

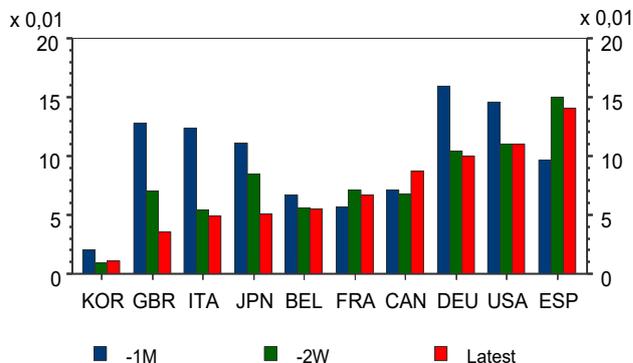
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



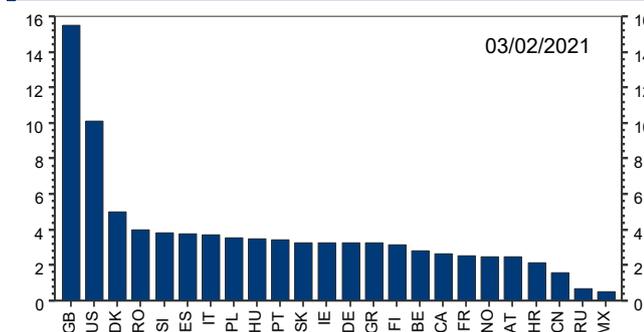
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



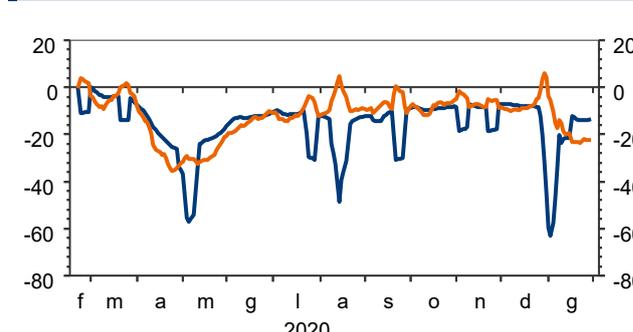
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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 settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. Sono in uscita i dati di produzione industriale di dicembre nei tre principali Paesi, che dovrebbero mostrare tutti un incremento dell'attività su base congiunturale. La seconda lettura dell'inflazione tedesca di gennaio dovrebbe confermare la crescita vista nella prima stima.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti** e il focus sarà sull'inizio del processo di impeachment in Senato e su eventuali progressi dei negoziati riguardo a un nuovo pacchetto anti-COVID. In termini di dati, il CPI di gennaio dovrebbe registrare incrementi moderati, in attesa dell'accelerazione prevista per i mesi primaverili. La prima stima della fiducia dei consumatori a febbraio dovrebbe essere in rialzo sulla scia dell'arrivo di nuovo stimolo fiscale e del miglioramento del Quadro sanitario.

Lunedì 8 febbraio

Area euro

■ **Germania.** La **produzione industriale** è vista in crescita a dicembre, a +1,2% m/m (-0,1% a/a), dopo il +0,9% m/m di novembre (-2,6% a/a). Le indagini congiunturali, i dati sul traffico autostradale di merci e il fatturato (+1,4% m/m) hanno segnalato che l'attività industriale è stata vivace anche a dicembre, ma un rallentamento della variazione mensile sembra probabile dopo così tanti mesi di forte crescita. L'output potrebbe invece contrarsi temporaneamente a gennaio, sulla scia delle misure restrittive adottate non solo in Germania ma anche in altri Paesi dell'Eurozona.

Martedì 9 febbraio

Area euro

■ **Italia.** La **produzione industriale** è attesa poco variata a dicembre (+0,2% m/m), dopo l'ampio calo visto a novembre (-1,4% m/m). Un ulteriore recupero, probabilmente più sostanziale, è atteso a gennaio. L'industria resta in una fase più positiva rispetto ai servizi, sostenuta dal miglioramento della domanda estera (in particolare dai Paesi extra-UE). Il settore, dopo aver frenato il PIL a fine 2020, dovrebbe tornare a contribuire al valore aggiunto a inizio 2021. L'indice PMI manifatturiero ha evidenziato un'accelerazione della crescita della produzione a gennaio, a 54,4 da 52 di dicembre.

Stati Uniti

■ Il **processo di impeachment** di Trump entra nel vivo, con l'apertura del dibattito in aula al Senato e la presentazione delle posizioni delle parti. Il 26 gennaio è stata approvata la risoluzione pre-processuale, con le regole organizzative, e i Senatori hanno prestato giuramento in qualità di giurati nel processo. In quella occasione 45 repubblicani su 50 hanno votato a favore di una mozione presentata da R. Paul sulla incostituzionalità di un impeachment per un presidente non più in carica, segnalando che la probabilità di una condanna politica è minima, al di là di quelli che saranno gli argomenti legali discussi durante il processo. Come per il voto alla Camera, tuttavia, in questa occasione è anche probabile che ci sia una spaccatura nei ranghi dei repubblicani.

Mercoledì 10 febbraio

Area euro

■ **Germania.** La seconda lettura dovrebbe confermare che a dicembre i **prezzi al consumo** sono saliti di 8 decimi sull'indice nazionale e di +1,4% m/m sull'armonizzato. L'inflazione annua dovrebbe essere confermata in territorio ampiamente positivo, a +1,0% sull'indice nazionale e a +1,6% sull'indice armonizzato, rispettivamente.

- **Francia.** A dicembre, le indagini congiunturali indicano un'accelerazione della **produzione industriale** a +0,4% m/m (-1,9% a/a), dopo il -0,9% m/m (-4,6% a/a) visto a novembre. Il miglioramento deriverebbe dal rilassamento delle misure di contenimento nella seconda metà del mese. Nel 4° trimestre l'industria contribuirà positivamente al PIL.

Stati Uniti

- Il **CPI** a gennaio è previsto in rialzo di 0,3% m/m, dopo 0,4% m/m di dicembre, sulla scia di un ulteriore incremento dei prezzi energetici. Il **CPI core** dovrebbe aumentare di 0,2% m/m dopo 0,1% m/m. La componente beni dovrebbe continuare a registrare variazioni mediamente più ampie rispetto a quelle dei servizi, per via degli effetti congiunti del deprezzamento del dollaro e delle strozzature all'offerta nella produzione/distribuzione dei prodotti. Per i servizi, i prezzi dovrebbero rimanere compresi nel settore abitazione, con un continuo rallentamento della dinamica degli affitti e livelli di attività ancora ridotti nell'ospitalità, e nella sanità. Il trend dell'inflazione subirà un balzo in primavera per via dell'effetto confronto con i mesi del lockdown del 2020, portando la variazione dei prezzi in area 3% per un periodo limitato, seguito da un ritorno atteso poco sopra il 2% nella seconda metà dell'anno.

Giovedì 11 febbraio

Area euro

- Nessun dato rilevante

Stati Uniti

- Nessun dato rilevante

Venerdì 12 febbraio

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a febbraio (prel.) dovrebbe aumentare a 80,2 da 79 di fine gennaio, sulla spinta del miglioramento previsto per la componente aspettative. Nelle indagini settimanali la fiducia è nettamente aumentata a fine gennaio, sulla scia dell'accredito degli assegni approvati con il pacchetto di fine 2020, la riattivazione dei programmi per i sussidi e il miglioramento del quadro sanitario. La fiducia dovrebbe rimanere polarizzata in base all'appartenenza politica, ma le informazioni sullo stimolo fiscale da un lato, e sui contagi e i vaccini dall'altro, dovrebbero prevalere determinando una ripresa dell'ottimismo delle famiglie e dei consumi già nel 1° trimestre.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (8 – 12 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 8/2	00:00	CN	Riserve in valuta estera		gen	3.217	1000Mld \$	3.200	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	dic	0.9	%	0.0	1.2
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		dic	-3.8	%		
Mar 9/2	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		dic	16.4	Mld €		
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	dic	-1.4	%		0.2
Mer 10/2	02:30	CN	CPI a/a	*	gen	0.2	%	-0.1	
	02:30	CN	CPI m/m		gen	0.7	%	1.1	
	02:30	CN	PPI a/a	*	gen	-0.4	%	0.4	
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	gen	prel 1.4	%	1.4	1.4
	08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		gen	prel 1.0	%	1.0	1.0
	08:00	GER	IPCA a/a finale		gen	prel 1.6	%	1.6	1.6
	08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	gen	prel 0.8	%		0.8
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	dic	-0.9	%		0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		gen	1.6	%	1.6	1.6
	14:30	USA	CPI a/a		gen	1.4	%	1.5	1.5
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	gen	0.1	%	0.2	0.2
	14:30	USA	CPI m/m	*	gen	0.4	%	0.3	0.3
Gio 11/2	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	gen	1720	Mld ¥ CN	4500	
	00:00	CN	M2 a/a	*	gen	10.1	%	10.0	
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	gen	1260	Mld ¥ CN	3500	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	779	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	4.592	Mln		
Ven 12/2	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		dic	-16.0	Mld £		
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		dic	-8.0	Mld £		
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	dic	-0.1	%	0.4	
	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T4	16.0	%	0.5	
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		gen	prel 0.6	%		
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim.		feb	79.0			80.2

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (6 – 12 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Sab 6/2	10:30	ITA	Discorso di Visco (Banca d'Italia)
Lun 8/2	17:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	18:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
Mar 9/2	--	USA	* Apertura in Senato del processo di impeachment di Trump
Mer 10/2	02:30	GIA	Discorso di Nakamura (BoJ)
	14:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
	20:00	USA	* Discorso di Powell (Fed)
Gio 11/2	08:45	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	11:00	EUR	* La Commissione Europea pubblica le Previsioni Economiche d'Inverno
	12:00	EUR	Discorso di Knot (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

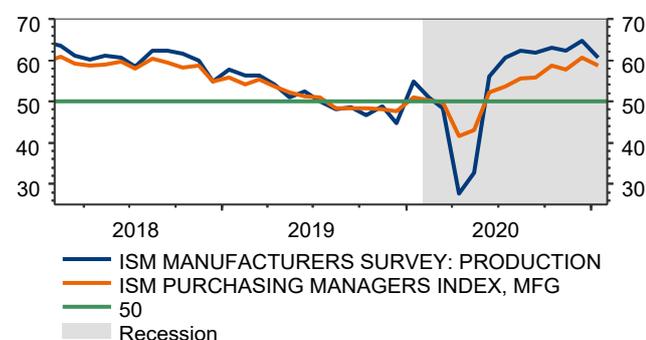
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	gen	59.1		59.2
Spesa in costruzioni	dic	1.1 (0.9) %	0.9	1.0
Indice ISM manifatturiero	gen	60.5 (60.7)	60.0	58.7
Nuovi occupati: stima ADP	gen	-78 (-123) x1000	49	174
Markit PMI Composito finale	gen	58.0		58.7
Markit PMI Servizi finale	gen	57.5		58.3
Indice ISM non manifatturiero composito	gen	57.7 (57.2)	56.8	58.7
Richieste di sussidio	settim	812 (847) x1000	830	779
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	4.785 (4.771) Mln	4.700	4.592
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T4	-7.0 (-6.6) %	4.0	6.8
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. prelim	T4	5.1 (4.6) %	-2.8	-4.8
Ordinativi industriali m/m	dic	1.3 (1.0) %	0.7	1.1
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	dic	0.2 %		0.5
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	dic	0.7 %		1.1
Bilancia commerciale	dic	-68.1 Mld \$	-65.7	
Tasso di disoccupazione	gen	6.7 %	6.7	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	gen	-140 x1000	50	
Salari orari m/m	gen	0.8 %	0.3	

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

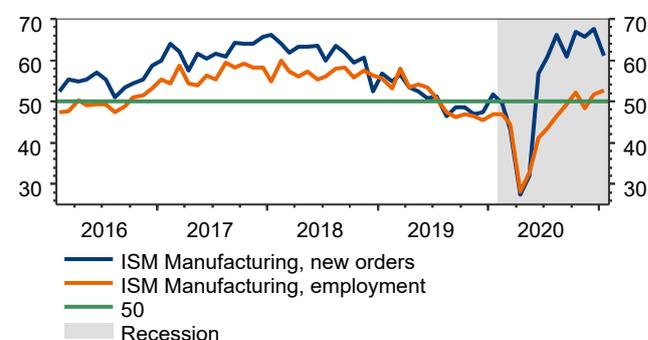
L'**ISM manifatturiero** a gennaio cala a 58,7 da 60,5 di dicembre, mantenendo indicazioni positive per il settore nel 1° trimestre. Le principali componenti flettono a inizio anno, ma restano su livelli ampiamente espansivi: nuovi ordini a 61,1 da 67,5, produzione a 60,4 da 64,7, ordini all'export a 54,9 da 57,5. Tuttavia, l'occupazione migliora a 52,6 da 51,7. Il rialzo degli ordini inevasi a 59,7 da 59,1 segnala ancora la presenza di strozzature all'offerta. Il direttore dell'indagine riporta che le imprese continuano a operare con strutture produttive adeguate ai vincoli imposti dalla pandemia, ma sono soggette a problemi produttivi collegati a chiusure temporanee, assenteismo, attività di sanificazione, difficoltà a trattenere e trovare manodopera. Ciononostante, i partecipanti all'indagine rimangono ottimisti sullo scenario, sulla scia di indicazioni favorevoli dal lato della domanda. Su 18 settori, 16 sono in espansione e fra i 6 con il maggior peso sulla produzione aggregata, 5 riportano "crescita fra moderata e forte" e solo uno (petrolio e carbone) è in contrazione. Le imprese segnalano attese di accelerazione della crescita e degli investimenti, anche grazie a "reshoring", pur in presenza di vincoli dal lato dell'offerta, collegati a logistica, approvvigionamento di materie prime e carenza di manodopera. I dati sono in linea con la previsione di una crescita potenzialmente intorno al 5% nel 2021.

L'ISM manifatturiero flette modestamente a gennaio, ma continua a segnalare espansione



Fonte: Refinitiv Datastream

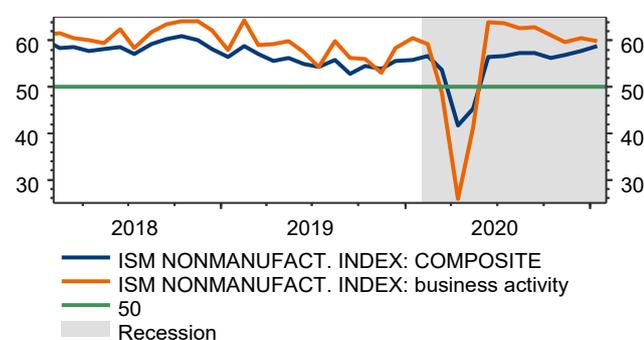
Ordini e occupazione sono in territorio espansivo, e le imprese riportano freni collegati a colli di bottiglia dal lato dell'offerta



Fonte: Refinitiv Datastream

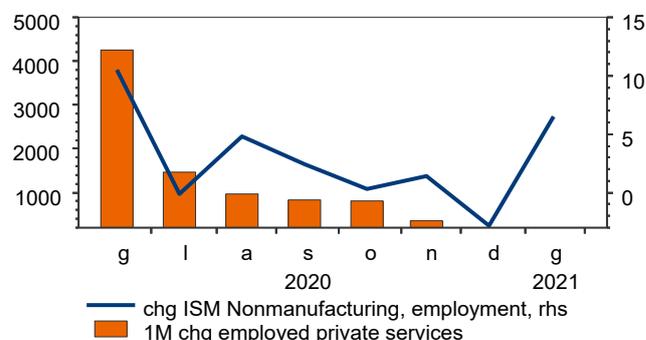
L'**ISM dei servizi** di gennaio sorprende verso l'alto, toccando il massimo da febbraio 2020 con un aumento a 58,7, da 57,7 di dicembre, contro aspettative di consenso per una correzione a 57. Tutti i sotto indici sono su livelli elevati e in territorio ampiamente espansivo: indice di attività a 59,9 da 60,5, nuovi ordini a 61,8 da 58,6 e occupazione a 55,2 da 48,7. I dati sono indiscutibilmente positivi, anche perché includono un calo dei tempi di consegna di 5 punti, a 57,8, con indicazioni di normalizzazione dell'attività produttiva e di riduzione delle strozzature all'offerta. Quattordici settori su diciotto riportano crescita: la flessione riguarda il commercio al dettaglio, arte e intrattenimento, servizi di istruzione (dovuti per lo più al periodo di chiusura natalizia) e utility. Le imprese riportano ottimismo per ulteriori miglioramenti anche nei settori più colpiti dalla pandemia come la ristorazione, crescita degli ordini e vincoli alla produzione principalmente dovuti alla scarsità di manodopera e/o alle restrizioni collegate a COVID. Secondo le stime ISM, un indice sui livelli di gennaio è coerente con una crescita del PIL di 3,4%. Il messaggio delle indagini è in linea con l'aspettativa di un'accelerazione della crescita già a partire da gennaio, con ulteriori spinte attese nei mesi successivi grazie alla svolta della curva dei contagi, alla diffusione dei vaccini e all'arrivo di nuovo stimolo fiscale.

Sorpresa positiva dall'ISM dei servizi a gennaio



Fonte: Refinitiv Datastream

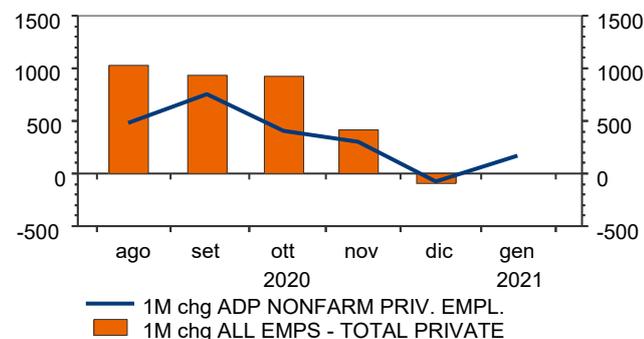
Anche la componente occupazione torna in territorio espansivo dopo la flessione sotto 50 di dicembre



Fonte: Refinitiv Datastream

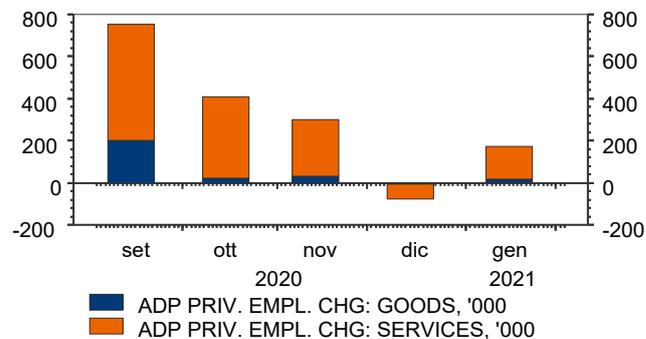
La **stima ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** registra una variazione di +174 mila a gennaio, dopo il calo di -123 mila di dicembre e ben al di sopra dei 45 mila attesi dal consenso. L'aumento è diffuso a tutte le dimensioni di impresa (51 mila per le piccole imprese, 84 mila per le medie e 39 mila per le grandi), e a tutti i settori. Nell'**industria**, l'incremento è di 19 mila, con +18 mila nelle costruzioni, 1000 nel manifatturiero e un dato stabile nell'estrattivo. Per quanto riguarda i **servizi**, la variazione totale è di 156 mila, grazie a servizi alle imprese (54 mila), istruzione e sanità (54 mila), commercio e trasporti (16 mila), tempo libero e ospitalità (35 mila), altri servizi (30 mila). I dati sono incoraggianti perché la curva dei contagi ha svoltato portando a una riduzione delle misure di contenimento soltanto nella seconda metà del mese scorso.

L'ADP stima una ripresa della dinamica occupazionale privata a gennaio...



Fonte: Refinitiv Datastream

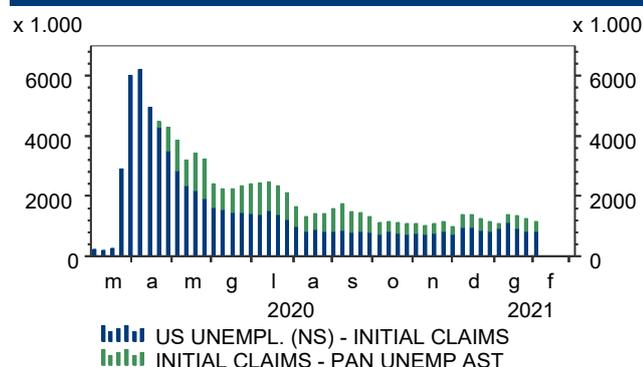
...con un incremento anche nei servizi, incluso il settore tempo libero e ospitalità



Fonte: Refinitiv Datastream

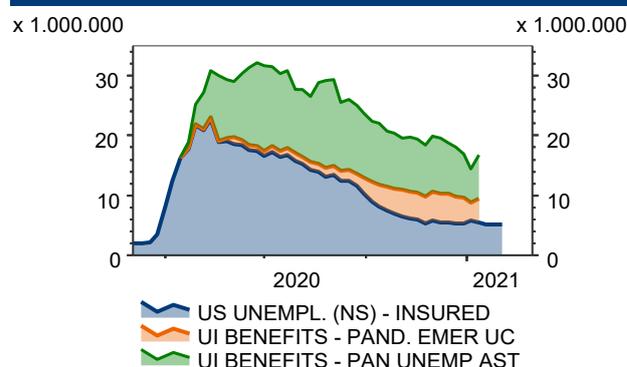
Le **nuove richieste di sussidi** di disoccupazione nella settimana conclusa il 30 gennaio calano a 779 mila da 812 mila della settimana precedente. In termini non destagionalizzati, le nuove richieste sono pari a 816247, in calo settimanale di -23525. I nuovi sussidi erogati con i programmi di emergenza per la pandemia a fine gennaio sono 348912. I **sussidi statali esistenti** al 23 gennaio sono 4,592 mln, in flessione settimanale di -193 mila. I sussidi esistenti non destagionalizzati sono in calo di 127716, a 5,094 mln. Il totale dei sussidi esistenti erogati con tutti i programmi al 16 gennaio correggono a 17,835 mln da 18,321 mln della settimana precedente. I dati ora non sono più influenzati dalla volatilità collegata al periodo festivo e soprattutto alla chiusura e successiva riapertura dei programmi federali di emergenza. Il quadro conferma il graduale miglioramento del mercato del lavoro, che prevediamo si consolidi ulteriormente con la riduzione della dinamica dei contagi.

Le nuove richieste di sussidi tornano a calare, dopo la volatilità di fine 2020



Fonte: Refinitiv Datastream

I sussidi esistenti proseguono sul trend di graduale calo a gennaio



Fonte: Refinitiv Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	gen	49.7		49.8
Consumi delle famiglie a/a	dic	1.1	%	-2.4
				-0.6

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **spesa per consumi** a dicembre è in calo di -0,6% a/a in termini reali, contro attese per una correzione di -2,4% a/a. La variazione mensile è di -0,9% m/m, dopo -1,4% m/m di novembre, e riflette l'aumento dei contagi, la dichiarazione dello stato di emergenza nazionale e la sospensione dei programmi "Go To" di sostegno pubblico alla spesa in servizi ricreativi e turistici. Il reddito e il reddito disponibile, invece, sono in rialzo di 4,1% m/m e 4,3% m/m, rispettivamente (-2,7% a/a in termini nominali e -1,3% a/a in termini reali). La correzione della spesa a fronte dello stato di emergenza è decisamente meno marcata che in primavera, con segnali di adattamento alle limitazioni della pandemia da parte dei consumatori e dei produttori. Tuttavia, il proseguimento dello stato di emergenza fino a inizio marzo fa prevedere un ulteriore calo dei consumi a gennaio e febbraio, in particolare nel settore dei servizi ricreativi e aggregativi, con indicazioni di contrazione del PIL nel 1° trimestre.

Area euro

Paese	Data	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	gen	54.7	54.7	54.8
EUR	Tasso di disoccupazione	dic	8.3	%	8.3
EUR	PIL t/t 1a stima	T4	12.5	%	-1.0
EUR	PIL a/a 1a stima	T4	-4.3	%	-5.4
EUR	PMI servizi finale	gen	45.0	45.0	45.4
EUR	PMI composito finale	gen	47.5	47.5	47.8
EUR	PPI a/a	dic	-1.9	%	-1.2
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	gen	0.4	%	0.5
EUR	CPI a/a stima flash	gen	-0.3	%	0.5
EUR	Vendite al dettaglio m/m	dic	-5.7	(-6.1) %	1.6
FRA	PMI manifatturiero finale	gen	51.5	51.5	51.6
FRA	PMI servizi finale	gen	46.5	46.5	47.3
FRA	Occupati non agricoli prelim	T4	1.6	%	-0.2
GER	Vendite al dettaglio m/m	dic	+1.1	(1.9) %	-2.6
GER	Vendite al dettaglio a/a	dic	+5.0	(5.6) %	+1.5
GER	PMI manifatturiero finale	gen	57.0	57.0	57.1
GER	PMI servizi finale	gen	46.8	46.8	46.7
GER	Ordini all'industria m/m	dic	2.7	(2.3) %	-1.0
ITA	PMI manifatturiero	gen	52.8	52.4	55.1
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	dic	8.8	(8.9) %	8.8
ITA	PIL a/a prelim	T4	-5.1	(-5.0) %	-6.7
ITA	PIL t/t prelim	T4	16.0	(15.9) %	-2.2
ITA	PMI servizi	gen	39.7	39.5	44.7
ITA	Vendite al dettaglio a/a	dic	-8.5	(-8.10) %	-3.1

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

Area euro. La **stima flash** di gennaio ha visto una risalita dell'**inflazione** circa in linea con le nostre attese, a **+0,9% a/a** da -0,3% a/a di dicembre; anche l'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è accelerato rispetto al mese precedente, da +0,3% a +1,4% a/a. Sul mese, i prezzi sono cresciuti del +0,2% m/m, spinti al rialzo dal rincaro dell'energia (+3,8% m/m) e dei listini alimentari (+0,8% m/m), mentre sono calati di -0,3% nella misura sottostante, contro variazioni normali in gennaio di -1,2/1,4% m/m. Il rialzo di questo mese è in parte influenzato dalla revisione del sistema di ponderazione delle componenti dell'indice e dal rinvio dei saldi post-natalizi in alcuni paesi. Dopo la chiusura del 2020 con una media annua dello 0,3% e il rimbalzo di inizio anno, la crescita dei prezzi dovrebbe stabilizzarsi. Ci aspettiamo un'inflazione media di 0,9% nel 2021.

Area euro. In dicembre, le **vendite al dettaglio** sono cresciute di **+2,0% m/m (+0,3% a/a)**, recuperando circa metà della caduta di novembre. Il quarto trimestre 2020 si chiude così con una contrazione di -1,5% t/t, con variazioni positive soltanto per gli alimentari (+1,2% t/t) e le vendite via internet (+10,4% t/t e +28,3% a/a). Queste ultime, però, non sono bastate a compensare la flessione dei negozi specializzati nel corso del trimestre. Il 'trascinamento' al 1° trimestre 2021 è pari a -0,6% t/t, ed è probabile che il rinvio dei saldi post-natalizi e la proroga delle misure restrittive in Germania e Olanda incida negativamente sul volume delle vendite di inizio anno, salvo poi produrre un nuovo rimbalzo con l'allentamento che seguirà il calo dei contagi.

Area euro. Modesti segnali di ripresa dell'inflazione sono arrivati anche dai **prezzi alla produzione**. In dicembre, l'indice generale è salito di **+0,8% m/m**, alzando la variazione tendenziale da -1,9% a **-1,1% a/a**. La dinamica tendenziale complessiva è ancora frenata dall'energia (-4,9% a/a), che però dovrebbe contribuire positivamente entro qualche mese; la crescita dei prezzi è positiva per beni di investimento (+0,8% a/a) e beni durevoli di consumo (+1,3%), mentre è negativa per i beni di consumo non durevoli (-0,6%) e per gli intermedi di produzione.

Area euro. La stima preliminare del **PIL** nel 4° trimestre 2020 è di **-0,7% t/t** e **-5,1% a/a**. Il 2020 si chiude con una contrazione di -6,8% rispetto al 2019, meglio delle attese. La più forte contrazione trimestrale si è osservata in Austria (-4,3% t/t) e in Italia (-2,0% t/t), ma la variazione è stata negativa anche in Francia (-1,3%). Il PIL è cresciuto in Germania (+0,1%), Belgio (+0,2%), Portogallo (+0,4%) e Spagna (+0,4%). L'estensione delle restrizioni a gennaio e febbraio 2021 fa pensare che l'attività economica resterà debole anche nel primo trimestre 2021, con andamenti disomogenei dal punto di vista settoriale e geografico.

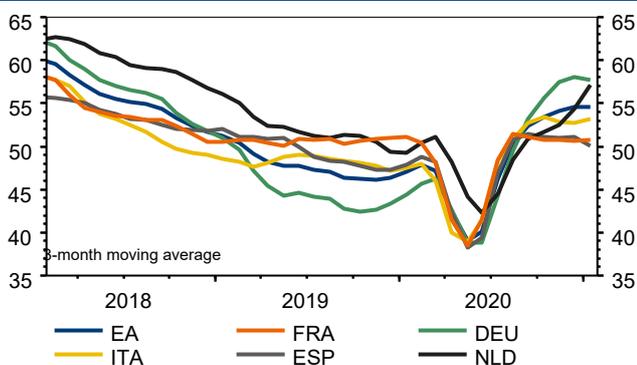
Area euro. A dicembre, il **tasso di disoccupazione** è rimasto stabile a **8,3%**. Nel corso del mese, piccoli incrementi si sono osservati in Germania, Francia, Italia e Spagna, cali in Olanda e Belgio. Il tasso di disoccupazione ha segnato un picco fra luglio e settembre a 8,6%. Prima della crisi pandemica, la disoccupazione era al 7,3-7,4%.

Area euro. Nel 3° trimestre 2020, le **registrazioni di nuove imprese** sono in crescita del 3,5% a/a, ma ciò riflette in parte uno spostamento di registrazioni dal 2° trimestre (-28,3% a/a) e il 2020 registrerà un calo su base media annua. Le **dichiarazioni di fallimento** di impresa sono in calo del -19,8% a/a. La diminuzione fallimenti riflette l'impatto delle misure di sostegno alla liquidità delle imprese, nonché delle misure specifiche adottate in alcuni paesi per sospendere le procedure fallimentari durante la crisi pandemica.

Area euro. Il **PMI manifatturiero** di gennaio è stato rivisto al rialzo di un decimo, a **54,8**; l'indice è diminuito da 55,2 punti di dicembre. Cala il ritmo di espansione dei nuovi ordini e della produzione (rispettivamente a 54,7 e 54,6), che comunque rimane tra i più alti osservati negli ultimi tre anni; migliorano le condizioni dell'export (54,7 punti). La pressione dei nuovi ordinativi si è riflessa in un aumento del lavoro inavaso. L'occupazione resta su valori coerenti con una contrazione degli organici (49,4 punti). I prezzi sono visti in crescita.

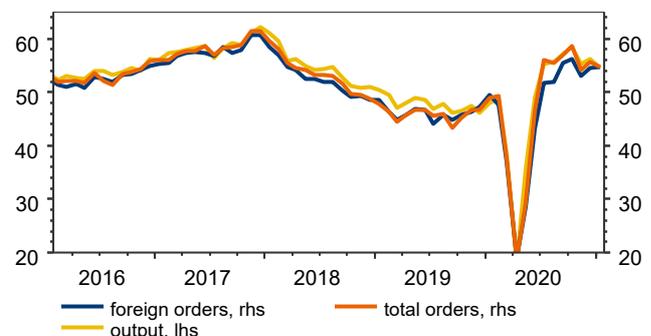
Lo **spaccato per Paese** ha visto una revisione al rialzo di un decimo del PMI manifatturiero **francese** (a 51,6 da 51,1 di dicembre). Si assestano sotto la soglia di non cambiamento gli indici della produzione (a 49,5 punti) e dell'export (49,6). I prezzi sono coerenti con un'accelerazione, che coinvolgerebbe sia i prezzi dei fattori produttivi che dei prodotti finali. Anche in **Germania** il PMI manifatturiero ha segnato un aumento di un decimo rispetto al dato preliminare, a 57,1 da 58,3 di dicembre. Rimangono su valori alti gli indici dei nuovi ordini (58,8) e degli ordini esteri (58,8); l'occupazione, invece, continua a segnare una contrazione. I prezzi, infine, hanno registrato una crescita. Il PMI manifatturiero dell'**Italia** ha visto una forte accelerazione del ritmo di espansione, a 55,1 da 52,8 di dicembre. Gli indici dei nuovi ordini e degli ordini esteri restano abbondantemente sopra la soglia di invarianza; la crescita della produzione (54,4 punti) si riflette in un miglioramento del mercato del lavoro (53,2). In **Spagna**, il dato di dicembre segna una contrazione del manifatturiero, a 49,3 da 51,0 precedente.

PMI manifatturiero: continua la fase espansiva in quasi tutti i Paesi dell'Eurozona



Fonte: IHS Markit

Rimane su livelli elevati la crescita degli ordinativi e della produzione

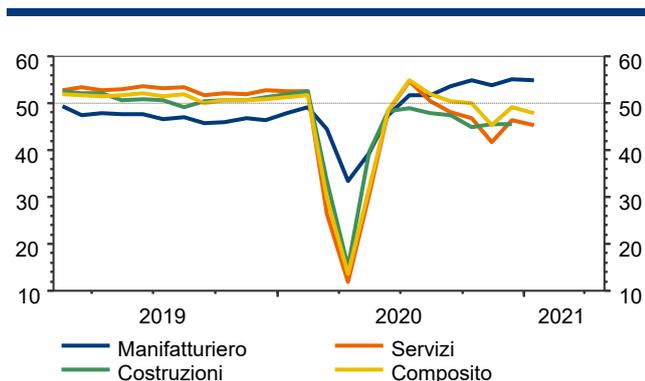


Fonte: IHS Markit

Area euro. Il dato finale del **PMI servizi** è stato rivisto al rialzo di quattro decimi rispetto alla stima flash, a 45,4. L'indice resta ancorato in territorio recessivo. Peggiorano i nuovi affari (a 45,4) mentre l'indice delle aspettative rimane su valori alti (62,8 punti); l'occupazione mostra una decelerazione nel ritmo di contrazione. Il **PMI composito**, rivisto al rialzo di tre decimi dalla stima flash ma in calo dal 49,1 di dicembre, a 47,8, è coerente con una contrazione dell'attività economica dell'Eurozona nel mese iniziale del nuovo anno. Non vi è alcuna evidenza di pressioni inflattive: aggregando manifatturiero e servizi emerge una forte tendenza all'aumento dei prezzi pagati (57,2) ed un calo dei prezzi ricevuti (48,6).

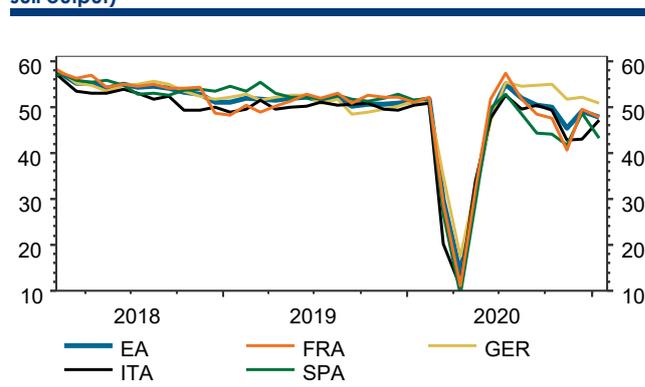
Lo **spaccato per Paese** ha visto il PMI della Francia collocarsi 8 decimi sopra il dato preliminare (a 47,3 da 49,1 di dicembre). L'indice composito, rivisto al rialzo di 7 decimi a 47,7, è stabile in territorio recessivo: le indicazioni riflettono l'effetto dell'incertezza legata all'aumento dei contagi. I servizi sono scesi nuovamente in **Spagna** (da 48,0 a 41,7), confermando i segnali concreti, già visti a novembre, di ripercussioni economiche negative legate alla risalita della curva dei contagi. In **Germania**, il PMI dei servizi è stato rivisto al ribasso di un decimo (46,7 punti), e rimane al di sotto del valore registrato in dicembre (47,0). L'indice composito della Germania conferma il dato preliminare, a 50,8 da 52,0 precedente: il dato è coerente con un'espansione dell'economia solamente marginale. La prima lettura del PMI servizi per l'**Italia** ha segnato un balzo a 44,7 da 39,7 precedente. Il miglioramento è guidato dalle aspettative (68,7); rallenta il ritmo di contrazione dei nuovi ordini. I prezzi dei servizi sono visti in leggera crescita. L'indice composito è passato a 47,2 da 43,0 precedente.

PMI – Eurozona: indici per settore



Fonte: IHS Markit

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



Fonte: IHS Markit

Germania. Le **vendite al dettaglio** sono crollate di **-9,6% m/m** in dicembre, dopo due mesi di robusti incrementi. La forte caduta riflette l'impatto delle misure di confinamento introdotte prima di Natale sul fatturato del periodo pre-festivo, rivelatosi molto più ampio del previsto. La variazione tendenziale rimane in territorio positivo, a +1,5% a/a da +5,0% a/a precedente. In media annua, il 2020 si è chiuso con un aumento dei consumi del +3,9%. Anche il mese di gennaio dovrebbe vedere un andamento delle vendite debole, per via della proroga delle nuove misure di confinamento.

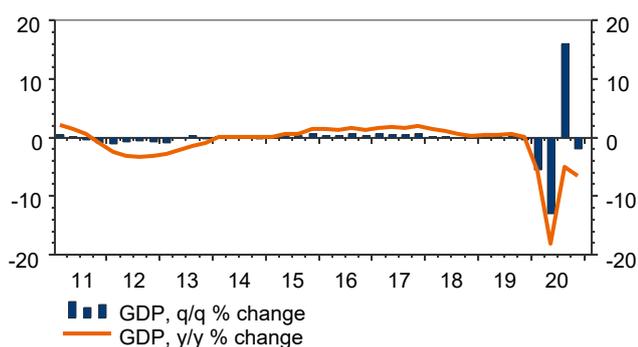
Germania. Gli **ordini all'industria** sono calati di -1,9% m/m in dicembre; la variazione tendenziale è stata di +6,4% a/a. Il calo rispetto a novembre è interamente dovuto alla componente dei beni di investimento (-4,6% m/m), mentre gli ordini di beni durevoli di consumo (+6,4%) e beni intermedi (0,8%) sono saliti. Diversamente dagli ordini, il **fatturato** è cresciuto di 1,9% m/m, coerentemente con i segnali positivi forniti dal traffico autostradale di merci.

Francia. La stima flash indica che a gennaio i **prezzi al consumo** sono saliti in linea con le nostre attese, di +0,2% m/m sull'indice nazionale (come in dicembre) e di +0,3% m/m su quello

armonizzato (dopo il +0,2% m/m di dicembre). Sul mese, crescono i prezzi dell'energia e dei servizi; registrano un aumento anche i beni manifatturieri, per via del rinvio dei saldi invernali. L'inflazione quindi ha visto sia un rialzo sull'indice nazionale, a 0,6% a/a da zero di dicembre, sia sulla misura armonizzata, a 0,8% a/a da zero precedente. Parte dell'aumento di quest'ultimo sarebbe derivato dalle novità metodologiche proposte da Eurostat. Ci attendiamo una graduale risalita nei prossimi mesi.

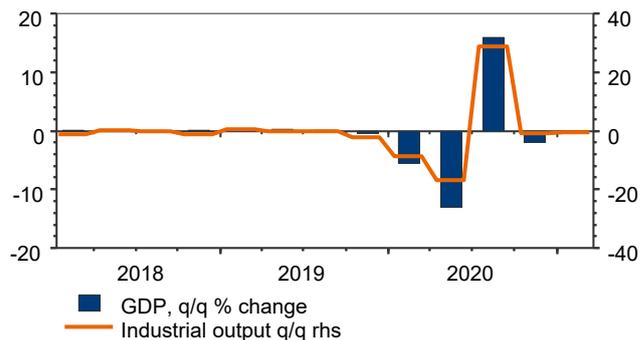
Italia. Il PIL è tornato a calare nel quarto trimestre del 2020, di -2% t/t, in linea con le nostre previsioni, ma meglio di quanto atteso dal consenso solo fino a pochi giorni fa. Tuttavia, nel trimestre l'Italia ha fatto peggio degli altri Paesi della zona euro. La variazione su base annua è calata a -6,6% da -5% precedente. Non è ancora noto il dettaglio ma Istat ha comunicato che **la contrazione del valore aggiunto è diffusa a tutti i principali settori produttivi e ha riguardato sia la domanda interna che quella estera** (a nostro avviso, i principali contributi sono venuti dai servizi dal lato dell'offerta e dai consumi dal lato della domanda). **Nell'insieme del 2020, l'economia italiana si è contratta di -8,8% sui dati grezzi ovvero -8,9% corretto per i giorni lavorativi** (che sono stati due in più rispetto al 2019); il dato si confronta con un -11% in Spagna, -8,3% in Francia, -5% in Germania. **Il rimbalzo del PIL nel trimestre estivo, comunque, lascia un'eredità positiva sul 2021:** la "crescita acquisita" (ovvero che risulterebbe da una stagnazione del PIL in ciascun trimestre di quest'anno) risulta pari a **+2,3%**.

Si arresta il recupero del PIL nel 4° trimestre 2020



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

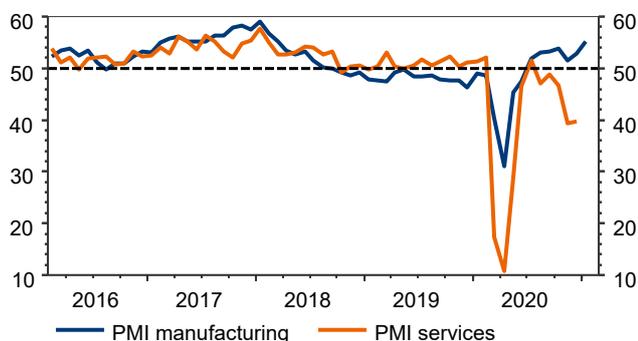
L'industria dovrebbe aver dato un contributo solo marginalmente negativo al PIL a fine 2020



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

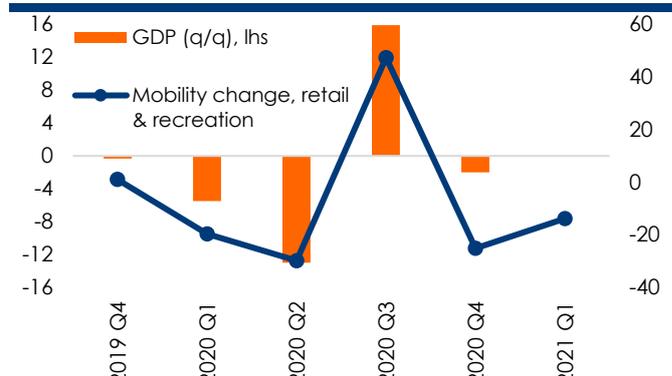
In questa fase, **l'andamento dell'attività economica segue quello delle misure restrittive, che procede a fisarmonica**: dopo che novembre aveva visto un picco per le restrizioni (con mezza Italia in zona rossa nella seconda metà del mese), dicembre ha registrato un allentamento, seguito da una nuova stretta a gennaio e, almeno per ora, da un nuovo rilascio a febbraio. È difficile prevedere se il grado di restrizione nel 1° trimestre dell'anno sarà più o meno ampio rispetto al 4° trimestre del 2020; **l'andamento degli indicatori di mobilità sinora sarebbe coerente con un lieve calo del PIL anche nel 1° trimestre**, tuttavia tale tendenza potrebbe migliorare nel mese corrente. Il nostro scenario vede attualmente un PIL in rialzo marginale (0,5% t/t) nel trimestre corrente, e una significativa accelerazione sopra l'1% nei restanti trimestri dell'anno; tuttavia, **una eventuale nuova stretta nelle prossime settimane potrebbe mettere a rischio il rimbalzo del PIL a inizio 2021**, e i ritardi nella campagna vaccinale potrebbero pesare sull'ipotesi di accelerazione dal trimestre primaverile. Per ora, manteniamo la nostra stima di un rimbalzo del PIL di 4,7% quest'anno, ma, nonostante lo scorcio finale del 2020 sia risultato migliore di quanto previsto qualche settimana fa, **continuiamo a ritenere che i rischi su questa previsione siano verso il basso**.

I servizi sono ben lontani da una ripresa, e continueranno a essere frenati dalle misure restrittive ancora in essere



Fonte: Markit, Refinitiv-Datastream

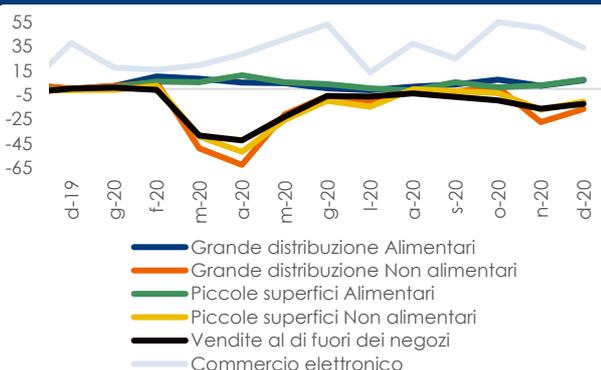
I dati sulla mobilità ad oggi sono coerenti con un PIL piatto o in lieve calo nel 1° trimestre 2021



Fonte: Google mobility indicators, Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

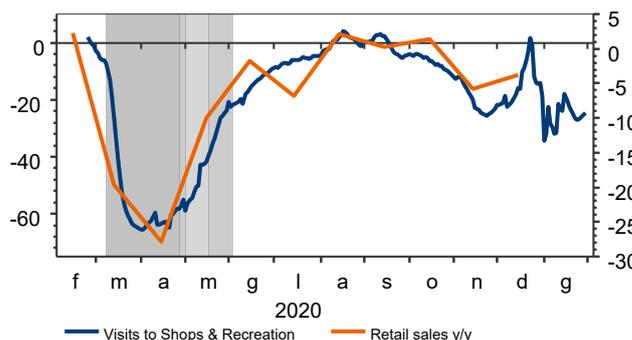
Italia. Le vendite al dettaglio hanno mostrato un parziale recupero a dicembre, dopo l'ampio calo del mese precedente. Il rimbalzo è dovuto all'allentamento delle misure restrittive su mobilità e commercio al dettaglio. Le vendite sono salite di +2,5% m/m dopo il -6,9% di novembre. La variazione annua è rimasta in negativo (-3,1%), ma è migliorata rispetto al mese precedente (-8,5%). Il rimbalzo di dicembre, così come il calo di novembre, è dovuto interamente ai beni non alimentari. Su base annua, **restano non sorprendentemente in territorio ampiamente negativo i comparti più colpiti dalle chiusure degli esercizi commerciali ovvero abbigliamento e pellicceria (-23,4%) e calzature**, articoli in cuoio e da viaggio (-14,6%); viceversa, lo shock COVID sembra aver favorito il settore delle dotazioni per informatica, telecomunicazioni e telefonia, che registra un progresso su base annua di +15,3%. Le uniche forme distributive a salvarsi dal calo annuo delle vendite sono gli esercizi a prevalenza alimentare (da notare il +15,7% dei discount di alimentari) e il commercio elettronico (+33,8%). **Le vendite potrebbero tornare a calare a gennaio, sulla scia della nuova stretta nelle misure anti-COVID, seguita da un allentamento nel mese corrente.**

Si salvano dal calo annuo delle vendite al dettaglio solo gli alimentari e il commercio elettronico



Nota: variazioni % a/a. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Sulla base dei dati sulla mobilità verso gli esercizi commerciali, la tendenza annua delle vendite al dettaglio potrebbe tornare a calare a gennaio

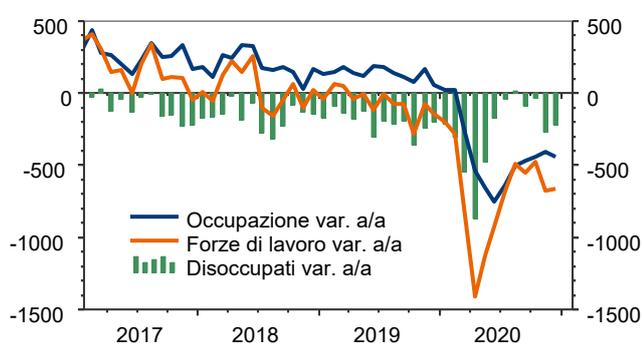


Fonte: Google, Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia. A dicembre, gli occupati sono tornati a calare (per la prima volta dallo scorso mese di giugno); si registra anche un aumento dei disoccupati (non accadeva da luglio) e degli inattivi (in questo caso, per il secondo mese di fila). **L'aumento degli inattivi ha limitato la salita del tasso di disoccupazione, al 9%** da un precedente 8,8% (rivisto al ribasso di un decimo rispetto alla prima lettura). Sia il calo dell'occupazione che l'aumento dell'inattività nel mese sono concentrati nella componente femminile. **La diminuzione degli occupati è particolarmente ampia per i lavoratori autonomi** (-79 mila unità: si tratta del calo mensile più ampio post-COVID, e massimo dal marzo del 2017), ma riguarda anche i dipendenti. **Ancora una volta, sono solo gli**

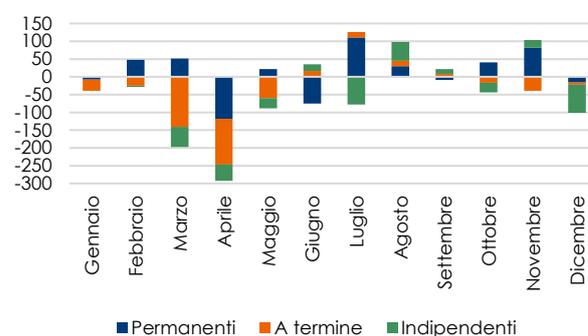
ultracinquantenni a salvarsi dal calo sia degli occupati che della popolazione attiva nel mese, e, anche al netto della componente demografica (su base annua), la fascia di età 50-64 anni è l'unica a mostrare un aumento dell'occupazione e una tenuta della partecipazione al mercato del lavoro. **Rispetto ai livelli pre-COVID (febbraio 2020), si registrano 420 mila occupati in meno e oltre 400 mila inattivi in più.** È anche tornato ad ampliarsi il gap fra il numero di ore lavorate pro-capite e quello dello stesso mese dello scorso anno (-2,9 ore), dopo il recupero visto tra luglio e novembre. In prospettiva, **continuiamo a ritenere che la disoccupazione abbia ampi margini di aumento, per ora limitati dall'aumento dell'inattività e dal blocco dei licenziamenti;** pensiamo che il picco per il tasso dei senza-lavoro possa essere raggiunto in media d'anno non nel 2021 ma nel 2022 (vicino all'11%).

Resta negativa la tendenza annua sia per l'occupazione che per le forze di lavoro



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'ultimo mese del 2020 torna a registrare un calo degli occupati, soprattutto autonomi



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia. I dati sui prezzi al consumo di gennaio, come in altri Paesi europei, sono stati superiori alle attese:

l'inflazione è salita a +0,2% a/a da -0,2% precedente sul NIC (con prezzi in aumento di mezzo punto nel mese) e a +0,5% da -0,3% sull'indice armonizzato UE (con listini in calo di -1,1% m/m, meno della stagionalità di gennaio per via del rinvio dei saldi invernali). Sull'indice domestico, i rincari sono venuti dai trasporti (per via degli aumenti dei carburanti), dalle spese per la casa (visto l'aumento delle tariffe su luce e gas) e dagli alimentari. Viceversa, sono calati i prezzi delle spese per il tempo libero e dell'abbigliamento. L'inflazione "di fondo" è salita a 0,7% a/a da 0,6% precedente. Resta in negativo l'inflazione sui beni ad alta frequenza di acquisto (-0,1% a/a da -0,3%). L'aggiornamento del paniere di riferimento per la rilevazione dei prezzi al consumo, per tenere conto dei cambiamenti nelle abitudini di spesa dei consumatori, mostra (sul NIC) un aumento del peso degli alimentari (+3%) e delle spese per la casa (+1,3%), a discapito dei servizi ricettivi e di ristorazione (-3%), dei trasporti (-2,4%) e delle spese per il tempo libero (-0,8%). I dati di gennaio, e la nuova struttura di ponderazione, ci inducono a rivedere lievemente al rialzo la stima sull'inflazione 2021, a 0,5%. Il CPI potrebbe comunque rimanere vicino a zero sino alla primavera.

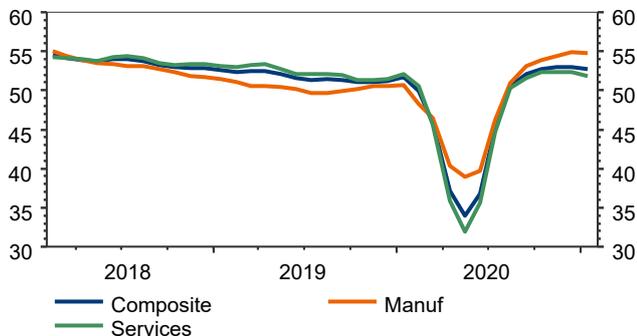
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	gen	53.0	52.7	51.5
PMI servizi - Caixin	gen	56.3		52.0
Riserve in valuta estera	gen	3.217	1000Mld \$	3.200

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

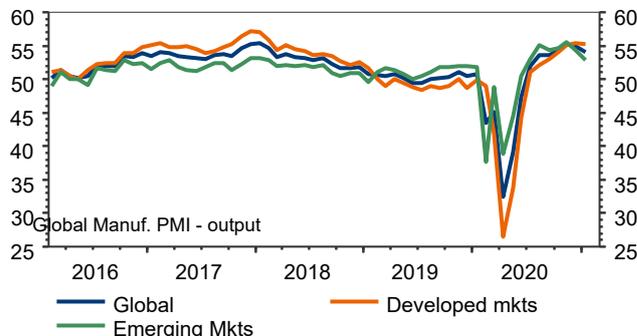
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



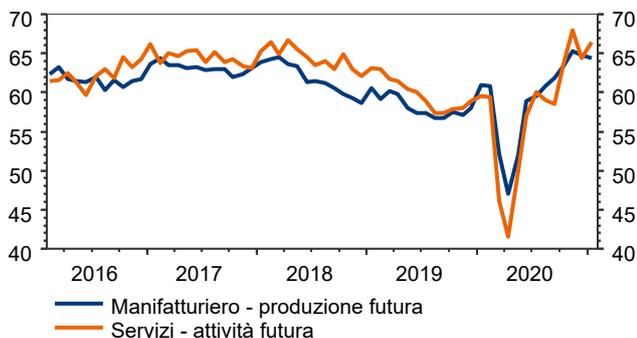
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



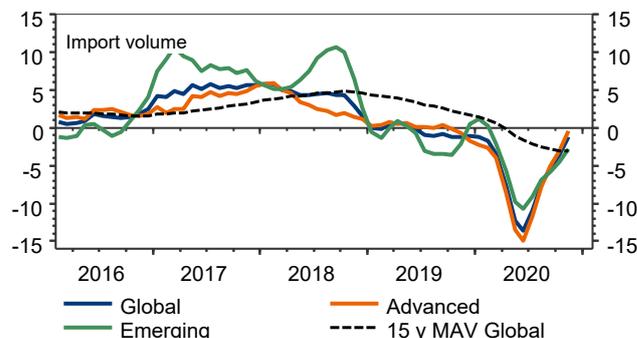
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



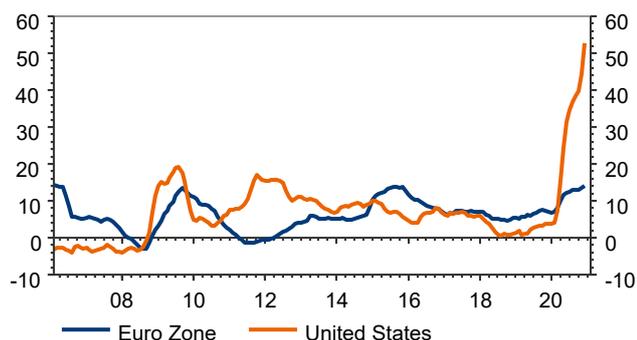
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



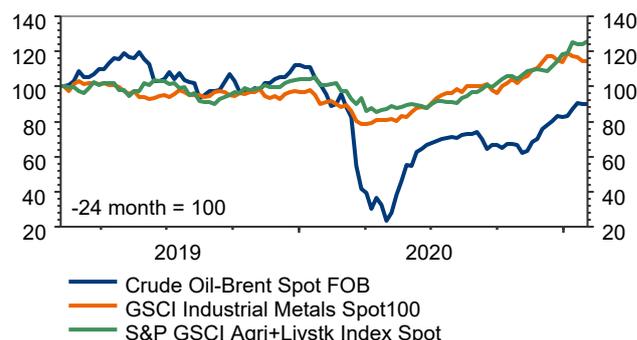
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

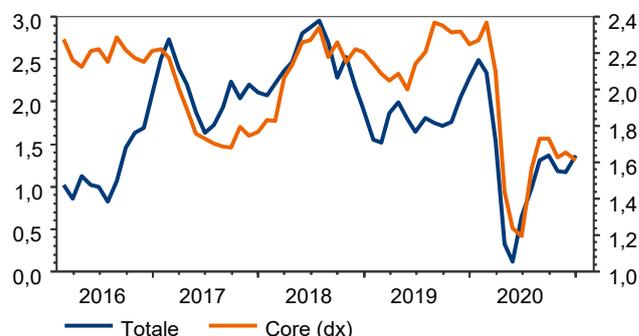
Stati Uniti

Indagini ISM



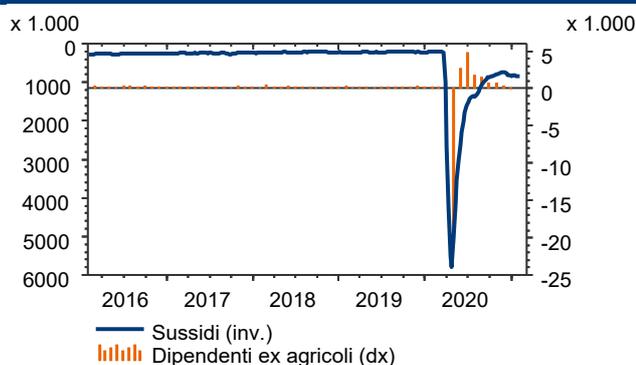
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



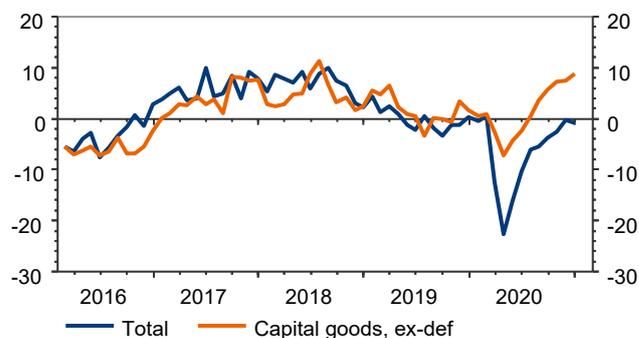
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

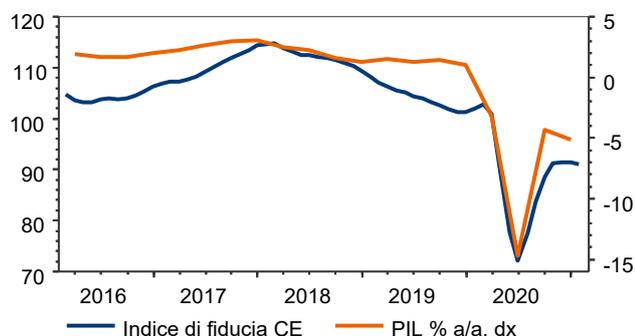
Previsioni

	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	-6.8	4.6	0.1	-1.7	-13.0	9.3	2.0	0.6	0.9	1.2
Disoccupazione (%)	3.7	8.1	6.1	3.6	3.8	13.1	8.8	6.8	6.6	6.3	5.9

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

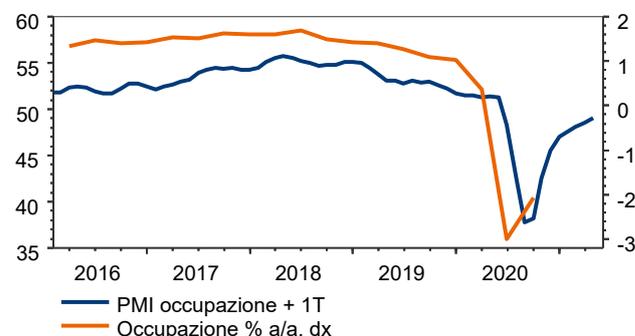
Area euro

PIL



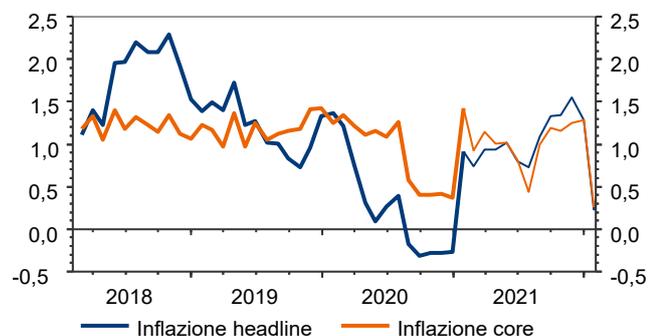
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

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

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	-6.8	4.0	1.0	-3.2	-14.7	-4.3	-5.1	-1.7	12.8	1.9
- i/t				0.1	-3.7	-11.7	12.4	-0.7	-0.3	1.3	1.6
Consumi privati	1.3	-8.2	2.5	0.1	-4.5	-12.4	13.9	-4.0	-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	2.9	0.3	-0.6	-2.2	4.8	-0.1	0.4	0.6	0.5
Esportazioni	2.5	-10.0	8.8	0.1	-3.8	-18.9	16.8	2.5	1.0	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	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.3	-0.8	-0.3	0.6	-0.2	-1.3	0.6	-0.4	-0.2	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	1.1	1.0	1.1	0.2	0.0	-0.3	0.9	0.9	1.0
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	8.6	7.4	7.3	7.6	8.6	8.3	8.4	8.7	8.7
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

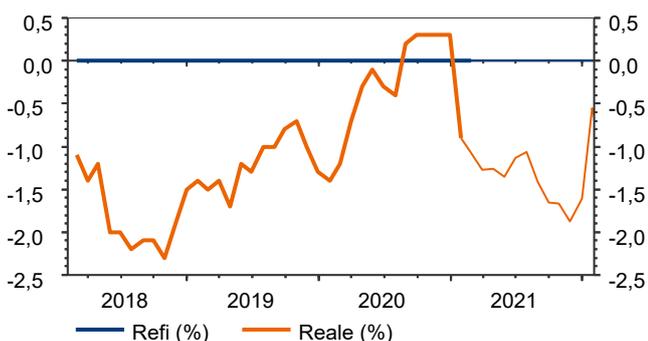
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	4/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.51	-0.53	-0.55	-0.55	-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

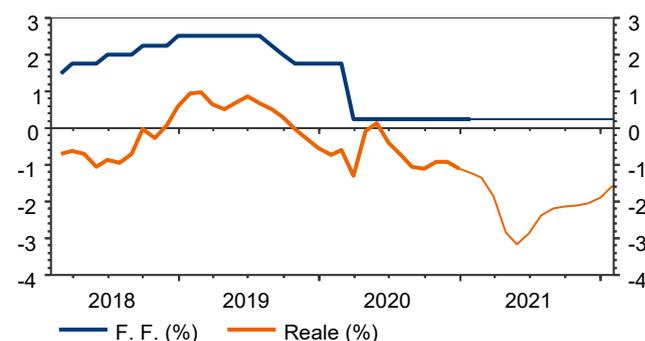


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	4/2	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	0.20	0.30	0.36	0.36	0.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

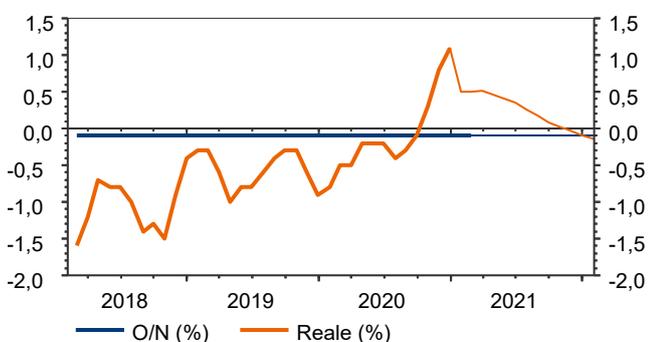


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	4/2	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.10	-0.08	-0.09	-0.07	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

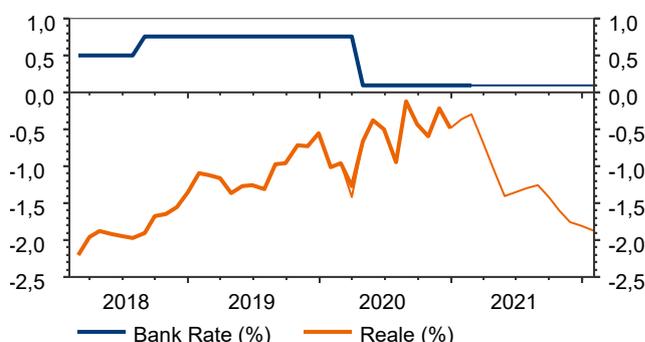


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	4/2	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	5/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.10	1.19	1.19	1.23	1.1978	1.19	1.17	1.18	1.19	1.20
USD/JPY	110	110	106	104	103	105.56	103	106	108	110	112
GBP/USD	1.29	1.30	1.31	1.31	1.36	1.3689	1.34	1.35	1.36	1.38	1.40
EUR/CHF	1.14	1.07	1.08	1.07	1.08	1.0818	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	126	121	125	123	126	126.45	123	124	127	131	134
EUR/GBP	0.88	0.84	0.90	0.90	0.90	0.8749	0.89	0.87	0.87	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