

Weekly Economic Monitor

Il punto

COVID-19 – A livello globale, l'ondata invernale della pandemia è in regresso dai picchi di gennaio, ma resta molto attiva. La grande maggioranza dei nuovi casi continua ad emergere in Europa e Americhe. La campagna vaccinale è ancora insignificante nel contesto mondiale e incontra molte difficoltà in Europa; tuttavia, nei paesi avanzati l'obiettivo di immunità di gregge appare ancora conseguibile entro l'anno. Anche per la minaccia delle mutazioni del virus, diversi paesi hanno deciso di prolungare le fasi di confinamento – ma altri continuano a mostrare maggiore tolleranza. I rischi negativi per il 1° trimestre si sono concretizzati in Europa.

Fed: in attesa di "ulteriori progressi sostanziali" verso la massima occupazione inclusiva, è improbabile "anche solo pensare di rimuovere supporto" nel futuro prevedibile. Il supporto di policy è ancora essenziale, con un ruolo dominante per la politica fiscale. Una ripresa "improvvisa" dell'inflazione per ora non è un rischio nel radar della Fed. Molto dipenderà dalla dimensione del pacchetto anti-COVID dell'amministrazione Biden.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, le prime indagini di fiducia relativa al mese di febbraio (PMI e ZEW) dovrebbero mostrare debolezza dell'attività economica nella maggior parte dei Paesi dell'area, guidata ancora una volta dai servizi. La seconda lettura del PIL Eurozona per il 4° trimestre è attesa confermare la contrazione di -0,7% t/t (-5,1% a/a) della stima flash; la prima lettura del dato dei Paesi Bassi dovrebbe vedere una flessione inferiore rispetto alle attese. Sempre nel 4° trimestre, il tasso di disoccupazione francese dovrebbe risultare in moderato aumento. Il dato relativo a dicembre sulla produzione industriale nell'area euro è atteso ritornare in territorio negativo. Infine, la stima finale dei dati sui prezzi al consumo di gennaio dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua in crescita sia nell'Eurozona (0,9%), sia in Francia (0,8%), sia in Italia (0,5%).

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sull'avanzamento del lavoro di predisposizione del nuovo pacchetto anti-COVID da parte della leadership democratica. Le prime indagini di febbraio dovrebbero mostrare ulteriore espansione dell'attività, con qualche freno derivante da colli di bottiglia dal lato dell'offerta. Fra i dati di gennaio, le vendite al dettaglio dovrebbero segnare un ampio rimbalzo guidato dall'aumento del reddito disponibile delle famiglie e dal miglioramento del quadro sanitario. La produzione industriale dovrebbe essere in ulteriore rialzo, pur risentendo della battuta d'arresto nel settore auto. I dati relativi al settore immobiliare residenziale dovrebbero essere ancora positivi, anche se in fisiologico rallentamento.

12 febbraio 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

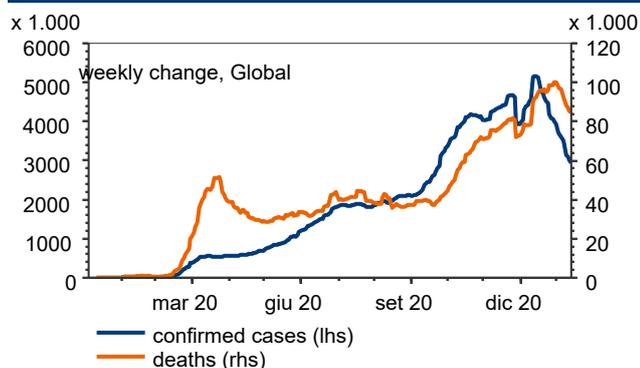
Luca Mezzomo
Economista

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

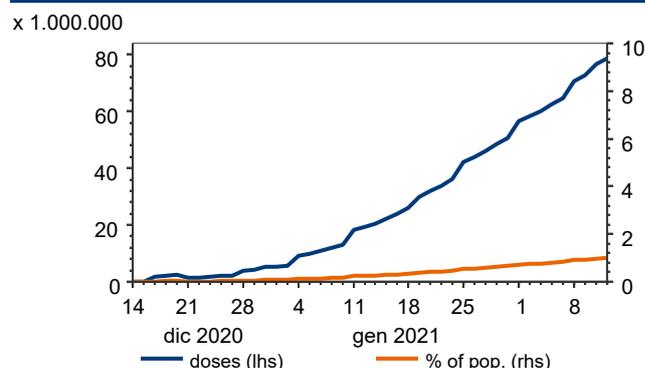
Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andamento globale dei casi e dei decessi connessi a COVID-19



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OMS.

Andamento globale della vaccinazione anti-coronavirus (dosi)



Fonte: OurWorldInData

Il punto

COVID-19 – A livello globale, l'ondata invernale della pandemia è in regresso dai picchi di gennaio, ma resta molto attiva. La grande maggioranza dei nuovi casi continua ad emergere in Europa e Americhe. La campagna vaccinale ha un'incidenza ancora insignificante nel contesto mondiale e incontra molte difficoltà in Europa; tuttavia, nei paesi avanzati l'obiettivo di immunità di gregge appare ancora conseguibile entro l'anno. Anche per la minaccia delle mutazioni del virus, diversi paesi hanno deciso di prolungare le fasi di confinamento – ma altri continuano a mostrare maggiore tolleranza. I rischi negativi per il 1° trimestre si sono concretizzati in Europa.

- I dati OMS indicano che **l'ondata invernale di COVID-19 è in regresso dal picco di gennaio**, anche se i nuovi casi segnalati settimanalmente restano tuttora sopra i 3 milioni (circa 2 milioni in meno rispetto a metà gennaio). Il miglioramento è meno marcato sul fronte dei decessi connessi a COVID-19: nell'ultima settimana sono stati circa 89mila, rispetto a un picco di 99mila a fine gennaio. Il rallentamento, dovuto soprattutto alle misure restrittive adottate, è avvenuto in tutti i continenti - con l'usuale nota di cautela riguardo alla variabile affidabilità dei dati, in quanto molti paesi non sono interessati a misurare la diffusione del contagio. I nuovi casi continuano a provenire soprattutto dalle Americhe e dall'Europa, dove l'incidenza è quasi ovunque superiore ai 100 casi ogni 100mila abitanti.
- La **campagna vaccinale** ha superato globalmente i 70 milioni di dosi somministrate, che però rappresentano ancora meno dell'1% della popolazione mondiale. I vaccini autorizzati da almeno uno Stato sono attualmente 9¹. A parte alcuni piccoli paesi come Israele e gli Emirati Arabi, dove il programma è molto avanzato, la distribuzione dei vaccini è più rapida nel Regno Unito, dove le dosi somministrate ogni 100 abitanti sono 20, e negli Stati Uniti (13). Nei maggiori paesi dell'Europa continentale, dove il vincolo della scarsità di offerta è più stringente, la diffusione delle vaccinazioni va dalle 3 alle 5 ogni 100 abitanti.
 - Fra i **Paesi emergenti**, gli unici con una significativa penetrazione della campagna vaccinale sono Cina, Brasile e Russia. Secondo l'OMS, ben 130 paesi, con una popolazione complessiva di 2,5 miliardi di persone, non hanno somministrato neppure una dose di vaccino, e il 75% delle dosi è stato distribuito in 10 soli paesi a reddito pro-capite alto o medio². Entro fine 2021, il consorzio COVAX punta a distribuire 2 miliardi di dosi a 92 paesi a basso reddito, sufficienti a proteggere il 20% della popolazione, ma al momento il progetto non ha ancora piena copertura finanziaria.
 - Negli **Stati Uniti**, il ritmo delle vaccinazioni è accelerato in misura significativa in gennaio, e supera ora 1,6 mln di dosi giornaliere. Al momento appare realistico prevedere il raggiungimento dell'immunità di gregge entro l'estate, ipotizzando un'ulteriore accelerazione delle somministrazioni giornaliere. Gli Stati Uniti dovrebbero disporre di almeno 600 milioni di dosi entro luglio. Al momento sono stati approvati per utilizzo di emergenza i due vaccini distribuiti da Moderna e Pfizer, mentre J&J ha fatto domanda per il suo vaccino monodose e riceverà un parere definitivo dall'FDA entro fine febbraio. Inoltre, gli USA hanno anche opzioni di acquisto di almeno 100 mln di dosi del vaccino NovaVax, che non ha ancora concluso la fase 3 di sperimentazione, ma potrebbe avere i risultati definitivi entro un paio di mesi.
 - Nell'**Unione Europea**, i tre vaccini già autorizzati potranno coprire un massimo del 16% della popolazione adulta con una singola dose entro fine marzo, percentuale che potrebbe salire al 55% per fine giugno (69% con il contributo dei vaccini Janssen/J&J e NovaVax). La disponibilità potrebbe diventare sufficiente a conseguire l'immunità di gregge soltanto alla fine del 2° semestre, con un massimo di 600 milioni di dosi disponibili entro settembre e fino a 876 milioni entro fine anno (di cui 580 milioni relative a vaccini già in distribuzione e 160 milioni del vaccino J&J). L'intensità di somministrazione per ora è modesta (in media 351mila dosi giornaliere nel complesso dei 4 maggiori paesi, cioè

¹ <https://www.raps.org/news-and-articles/news-articles/2020/3/covid-19-vaccine-tracker>

² WHO, *Weekly Epidemiological Update – 9 February 2021*.

meno che nel solo Regno Unito), fortemente condizionata dalla scarsa disponibilità di dosi.

Disponibilità stimata di vaccini nell'UE in dosi

Vaccino	Stato	Contratto	Autorizz.	2020		2021				2022			
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
BioNTech/Pfizer	rollout	11/11/20	21/12/20	10	35	110	218	300	375	450	525	600	
Moderna/NIAID	rollout	25/11/20	06/01/21	0	5	30	60	80	100	120	140	160	
AstraZeneca	rollout	14/08/20	29/01/21	0	20	70	145	200	250	300	350	400	
NovaVax	P3	-	-	0	0	13	27	40	55	70	85	100	
Janssen/J&J	P3	07/10/20	-	0	0	40	100	160	220	280	340	400	
Curevac	P3	19/11/20	-	0	0	0	46	81	162	243	324	405	
Valneva	P2	-	-	0	0	0	4	15	18.75	22.5	26.25	30	
Sanofi/Pasteur/GsK	P2	18/09/20	-	0	0	0	0	0	0	0	0	300	
Totale				10	60	263	600	876	1181	1486	1790	2395	
Percent. di:													
Popolazione UE	(1)			2%	13%	59%	134%	196%	264%	332%	400%	535%	
Popolazione UE (>15A)	(2)			3%	16%	69%	158%	231%	311%	391%	471%	630%	

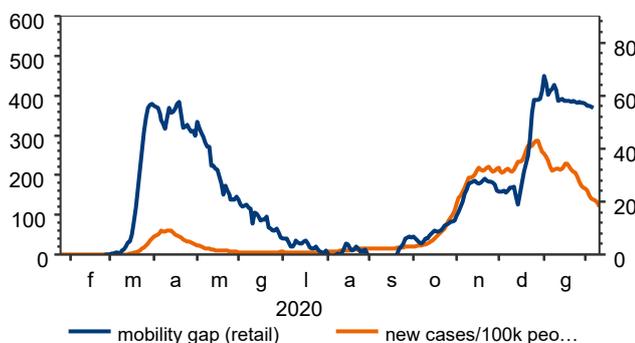
Note: (1) 447.7 milioni; (2) 380 milioni. Fonte: Commissione Europea (https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/public-health/coronavirus-vaccines-strategy_en), Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

- La mancata immunizzazione della popolazione nei Paesi emergenti potrebbe impedire una piena normalizzazione degli spostamenti internazionali, anche per il rischio che la diffusa circolazione del virus faciliti l'emergere di **mutazioni**. Le mutazioni possono comportare 4 ordini di problemi: maggiore trasmissibilità, riduzione della risposta immunitaria derivante da precedenti infezioni, riduzione dell'efficacia dei vaccini, maggiore difficoltà di diagnosi mediante test. Riguardo alle 3 varianti più diffuse, l'OMS riferisce³ che tutte sono associate a una maggiore trasmissibilità. La variante VOC202012/02 identificata in Sud Africa in agosto e ormai apparsa in 44 paesi sarebbe associata anche a minore capacità di neutralizzazione da parte degli anticorpi sviluppati con precedenti infezioni e alla sostanziale inefficacia di uno dei vaccini (Oxford/AstraZeneca) in caso di forme moderate o lievi della malattia, mentre non vi sarebbero problemi di identificazione con i test in uso. La variante VOC202012/01, scoperta inizialmente nel Regno Unito ma ormai presente in 86 paesi, è ormai dominante in quel Paese e potrebbe diventare dominante anche negli Stati Uniti entro marzo; per quanto sia segnalata una leggera riduzione della capacità di neutralizzazione degli anticorpi, non risultano al momento problemi di efficacia per i vaccini attualmente in distribuzione.
- I crescenti timori per la diffusione di mutazioni che potrebbero aggravare l'impatto della pandemia hanno indotto diversi paesi ad adottare **misure di contenimento** più stringenti e a mantenerle anche di fronte a un rallentamento dei contagi. Nel complesso, il divario di mobilità verso strutture di commercio al dettaglio e intrattenimento è rimasto stabile fra gennaio e febbraio, dopo il peggioramento occorso fra dicembre e gennaio. In Europa, misure nazionali di confinamento sono in vigore in Germania (fino al 7/3), Olanda (fino al 2/3), Regno Unito, Portogallo (fino al 14/2). La Spagna ha adottato un complesso sistema di restrizioni su base regionale e municipale. L'Italia ha ancora in vigore un sistema per fasce di rischio che viene applicato su base regionale, che non esclude l'applicazione di regimi di restrizione più rigida a livello locale ma che nell'applicazione concreta implica un livello di restrizione relativamente blando. In effetti, si sta manifestando una dicotomia tra paesi che accettano una maggiore circolazione del virus e maggiore mortalità (Italia, Francia, Spagna, Stati Uniti) e altri che invece stanno puntando a un significativo abbattimento dell'incidenza dei nuovi casi (Germania, Olanda) mediante regimi di confinamento più stringenti. I grafici sottostanti mettono a confronto la situazione di Germania e Italia. Mentre entrambi i paesi hanno inizialmente optato per restrizioni blande e circoscritte, successivamente le strade si sono divise: la Germania sta puntando a riportare il contagio a livelli che consentano di

³ Cit., Table 3.

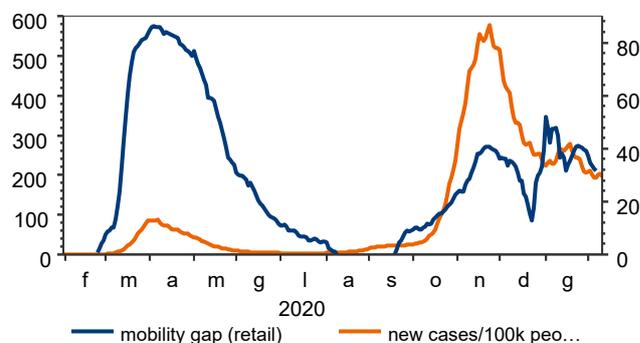
nuovo il tracciamento, mentre in Italia le restrizioni vengono mantenute al minimo necessario per evitare stress eccessivo nel sistema sanitario.

Dopo un'iniziale titubanza, la Germania ha adottato una strategia di contenimento aggressiva...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OMS e Google Community Mobility Report

...mentre l'Italia mantiene un regime di restrizioni relativamente blando



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OMS e Google Community Mobility Report

- Diversamente da quanto accaduto con la prima ondata, le fasi di restrizione e allentamento sono ora meno sincronizzate, oltre che meno profonde. Ciò implica effetti sull'attività economica meno concentrati, con contrazioni e rimbalzi più contenuti. In Europa, in particolare, il mantenimento delle restrizioni per gran parte del 1° trimestre in Germania e Olanda, oltre che nel Regno Unito, porterà a un 1° trimestre 2021 ancora fiacco, in contrazione per il complesso dell'area euro. Nel rapporto previsionale pubblicato l'11 febbraio, la Commissione Europea prevede ora una contrazione di -0,9% t/t nel trimestre in corso.

Fed: in attesa di "ulteriori progressi sostanziali" verso la massima occupazione inclusiva, è **improbabile "anche solo pensare di rimuovere supporto" nel futuro prevedibile**. Il supporto di policy è ancora essenziale, con un ruolo dominante per la politica fiscale. Una ripresa "improvvisa" dell'inflazione per ora non è un rischio nel radar della Fed. Molto dipenderà dalla dimensione del pacchetto anti-COVID dell'amministrazione Biden.

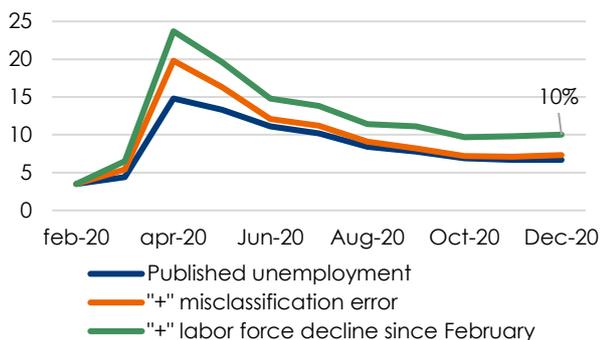
- **Powell**, in un discorso sul mercato del lavoro, ha descritto verbalmente e graficamente la distanza che separa la situazione attuale dalla **piena occupazione, intesa in modo "inclusivo"**, richiesta dal mandato della Fed. Powell ha sottolineato che la massima occupazione non può essere semplicemente data dal tasso di disoccupazione, ma deve essere definita attraverso un insieme di misure: partecipazione, distribuzione della dinamica salariale, disoccupazione disaggregata fra gruppi demografici e razziali. Secondo Powell, solo verso la fine del 2019 ci si stava avvicinando a una piena occupazione inclusiva. Oggi, nonostante i miglioramenti registrati dalla primavera scorsa, il tasso di disoccupazione effettivo, che include chi non partecipa alla forza lavoro ma vorrebbe un'occupazione e chi è erroneamente definito come occupato per problemi metodologici di raccolta dei dati, è intorno al 10%, ben al di sopra del tasso di disoccupazione ufficiale di gennaio, pari a 6,3%. Inoltre, da febbraio 2020 in poi, si sono allargate le disuguaglianze sul mercato del lavoro: il tasso di occupazione aggregato da allora è calato del 6,5%, ma per il quartile più elevato della distribuzione del reddito la correzione è solo del 4%, mentre per quello più basso è pari a 17%.

- Anche se Powell non l'ha espresso esplicitamente, è questa l'ottica con cui leggere i dati per valutare gli "ulteriori progressi sostanziali" verso la piena occupazione richiesti dalla Fed prima di attuare una svolta, ancorché graduale, nella politica monetaria. Powell ha affermato che **lo stimolo monetario e fiscale** è ancora **necessario**, insieme alla continua lotta contro la pandemia, per contenere i rischi dei suoi effetti di lungo termine sul mercato del lavoro.

L'esperienza della ripresa precedente insegna che **"possono essere necessari molti anni per invertire il danno"** inflitto da periodi prolungati di disoccupazione elevata. Powell ha ripetuto che **per la Fed è improbabile "anche solo pensare di rimuovere supporto" nel futuro prevedibile**, ma ha anche ribadito che il ruolo centrale in questa fase è in mano alla **politica fiscale**. Powell non ha voluto definire l'entità dello stimolo fiscale necessario, ma ha affermato che in una situazione come quella attuale, carica di incertezze, **è meglio eccedere piuttosto che sbagliare con interventi insufficienti**. Sui rischi di **inflazione**, Powell ha ribadito che l'ultimo decennio ha evidenziato in prevalenza diffuse forze disinflazionistiche e, anche se è probabile che "la dinamica dell'inflazione evolva", è difficile che lo faccia "molto all'improvviso".

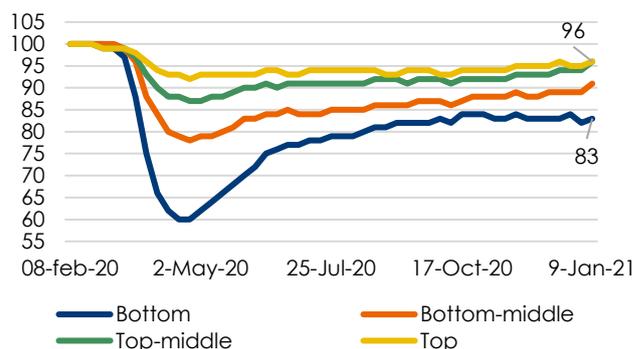
■ In conclusione, il discorso di Powell dà ulteriore conferma del fatto che **la Fed resterà a guardare l'evoluzione della pandemia e del mercato del lavoro nei prossimi trimestri** e richiederà un miglioramento in un ampio insieme di dati prima di "anche solo pensare" di ridurre lo stimolo monetario. In questa equazione, non appare per ora l'inflazione e/o un eventuale movimento dei rendimenti a lungo termine. "Riconoscendo la capacità dell'economia di sostenere un mercato del lavoro robusto senza causare un aumento indesiderato dell'inflazione, (...) non stringeremo la politica monetaria solo in risposta a un mercato del lavoro forte". I dati del CPI di gennaio, più deboli del previsto, danno supporto alla tranquillità della Banca centrale su questo fronte, per ora. Tuttavia, verso la fine dell'estate, in caso di vero e proprio boom della crescita e di possibili pressioni da eccesso di domanda, oltre a seguire il mercato del lavoro, la Fed potrebbe dover rispondere anche alla possibile risurrezione dei *bond vigilantes*.

Tasso di disoccupazione ufficiale e misure alternative



Fonte: Federal Reserve Board

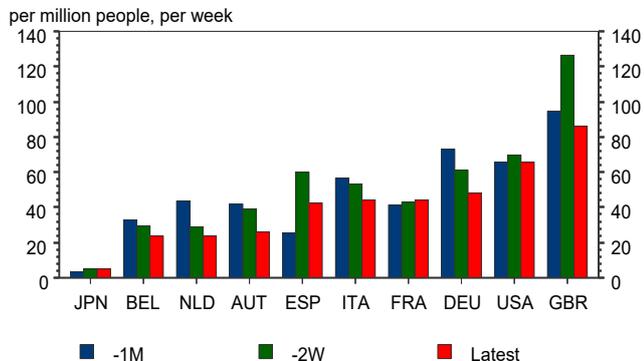
Occupazione per quartile di salario da febbraio 2020



Fonte: Federal Reserve Board

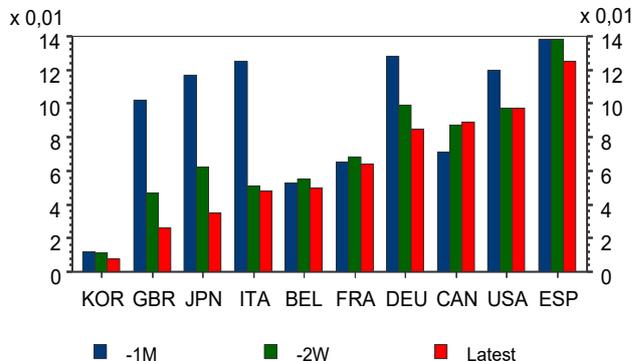
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



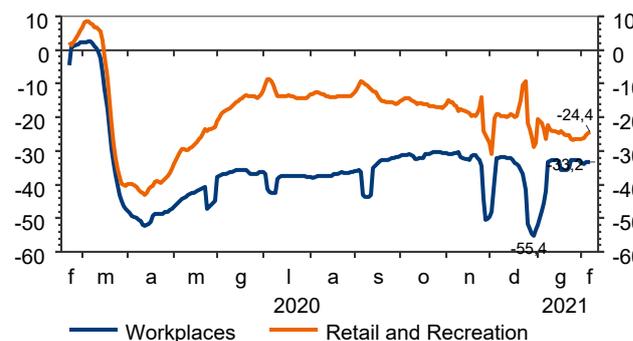
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



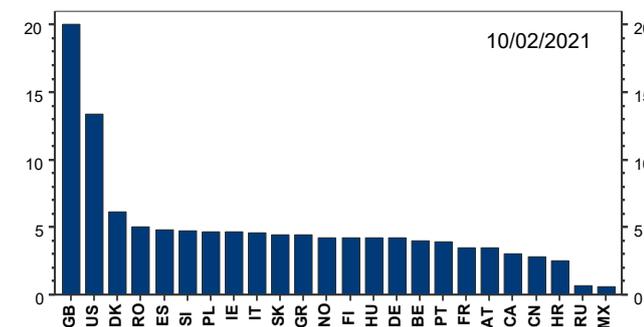
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



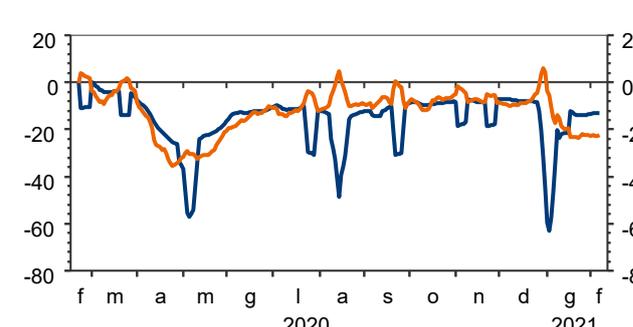
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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'**Eurozona**, le prime indagini di fiducia relativa al mese di febbraio (PMI e ZEW) dovrebbero mostrare debolezza dell'attività economica nella maggior parte dei Paesi dell'area, guidata ancora una volta dai servizi. La seconda lettura del PIL Eurozona per il 4° trimestre è attesa confermare la contrazione di -0,7% t/t (-5,1% a/a) della stima flash; la prima lettura del dato dei Paesi Bassi dovrebbe vedere una flessione inferiore rispetto alle attese. Sempre nel 4° trimestre, il tasso di disoccupazione francese dovrebbe risultare in moderato aumento. Il dato relativo a dicembre sulla produzione industriale nell'area euro è atteso ritornare in territorio negativo. Infine, la stima finale dei dati sui prezzi al consumo di gennaio dovrebbe confermare la prima lettura, con un'inflazione annua in crescita sia nell'Eurozona (0,9%), sia in Francia (0,8%), sia in Italia (0,5%).

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sull'avanzamento del lavoro di predisposizione del nuovo pacchetto anti-COVID da parte della leadership democratica. Le prime indagini di febbraio dovrebbero mostrare ulteriore espansione dell'attività, con qualche freno derivante da colli di bottiglia dal lato dell'offerta. Fra i dati di gennaio, le vendite al dettaglio dovrebbero segnare un ampio rimbalzo guidato dall'aumento del reddito disponibile delle famiglie e dal miglioramento del quadro sanitario. La produzione industriale dovrebbe essere in ulteriore rialzo, pur risentendo della battuta d'arresto nel settore auto. I dati relativi al settore immobiliare residenziale dovrebbero essere ancora positivi, anche se in fisiologico rallentamento.

Lunedì 15 febbraio

Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe mostrare una flessione a dicembre (-1,4% m/m, dopo il +2,5% m/m di novembre); la variazione annua è attesa rimanere in territorio negativo, a -0,4% a/a da -0,7% a/a. Il 2020 dovrebbe chiudersi con un crollo dell'output di circa il -8,6%. È possibile una nuova flessione nel mese di gennaio, per via delle misure restrittive adottate in alcuni Paesi dell'Eurozona e di problemi di approvvigionamento nel settore automotive.

Stati Uniti

- Mercati chiusi per festività (President's Day).

Martedì 16 febbraio

Area euro

- **Paesi Bassi.** Nel 4° trimestre il **PIL** è visto in contrazione di -1,7% t/t da +7,8% t/t precedente, in seguito ad una flessione della domanda interna e in particolar modo dei consumi. La variazione tendenziale dovrebbe passare a -4,6% a/a da -2,5% a/a del trimestre estivo. In media annua il PIL è atteso in calo del -4,2% quest'anno, peggio del -3,7% della crisi finanziaria del 2009.
- **Germania.** L'indice **ZEW** dovrebbe migliorare nuovamente a febbraio, con l'indice sulle attese stimato a 63,4 da 61,8 precedente. L'indicatore della situazione corrente è atteso correggere a -68 rispetto al -66,4 di gennaio, a causa del prolungamento delle misure restrittive fino al 7 marzo.
- **Francia.** Il tasso di **disoccupazione** dovrebbe aumentare a 9,4% nel 4° trimestre, dopo il 9,0% dei mesi estivi. La contrazione del PIL potrebbe aver comportato un calo dell'occupazione, anche se l'estensione delle misure a sostegno del mercato del lavoro dovrebbero impedire un eccessivo peggioramento del dato durante la "seconda ondata" della pandemia. Per tali ragioni, ci aspettiamo una salita del tasso dei senza-lavoro all'8,4% nel 2020, valore più basso rispetto alle aspettative di inizio pandemia e ancora lontano dai massimi visti con la passata crisi.
- **Area euro.** La **seconda lettura del PIL** nel 4° trimestre 2020 dovrebbe confermare la contrazione di -0,7% t/t e -5,1% a/a vista nella stima preliminare. La domanda interna dovrebbe aver contribuito negativamente alla crescita nel trimestre autunnale, per via del

crollo dei consumi. Il 2020 dovrebbe chiudersi con una contrazione di -6,8% rispetto al 2019, meglio delle attese. I conti nazionali completi saranno diffusi il 9 marzo.

Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** a febbraio è previsto a 4,6 da 3,5 di gennaio. L'attività nel settore manifatturiero rimane in espansione, anche se in questa prima fase dell'anno sarà frenata da vincoli di capacità, collegati in primis alla mancanza di chip, che hanno già costretto quasi tutte le case automobilistiche a rallentare la produzione e a chiudere alcuni stabilimenti. Il collo di bottiglia nel settore dei semiconduttori potrebbe durare per gran parte del 1° semestre, limitando occupazione e output nel settore auto e nell'indotto. L'indagine dovrebbe segnalare domanda solida e prospettive positive per i prossimi sei mesi, pur in presenza dei vincoli all'offerta. Come per l'indagine della Philadelphia Fed, anche per l'Empire sarà importante monitorare gli indici di Prezzo, e in particolare quello dei prezzi ricevuti per seguire eventuali sviluppi di pressioni inflazionistiche in una fase di potenziale eccesso di domanda.

Mercoledì 17 febbraio

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a gennaio sono previste in aumento di 0,9% m/m, dopo -0,7% m/m di dicembre. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero essere in rialzo di 1% m/m, dopo -1,4% m/m di dicembre. I dati dovrebbero mostrare una netta ripresa in tutte le altre categorie di beni e nei servizi di ristorazione, che erano stati colpiti in misura particolarmente marcata nei due mesi finali dell'anno sulla scia del peggioramento del quadro sanitario. Il ripristino dei programmi federali di integrazione ai sussidi di disoccupazione, l'accredito degli assegni da 600 dollari/persona e la prospettiva di nuovo stimolo fiscale hanno già influenzato positivamente i dati di spesa raccolti da società che registrano i pagamenti via carte di credito. La previsione è di boom di consumi per gran parte del 2021.
- Il **PPI** a gennaio è atteso in rialzo di 0,4% m/m, spinto dal comparto delle materie prime. L'indice core dovrebbe aumentare di 0,2% m/m, dopo 0,1% m/m di dicembre.
- La **produzione industriale** a gennaio dovrebbe aumentare di 0,4% m/m, dopo 1,6% m/m di dicembre. Nel **manifatturiero**, l'output è atteso in aumento di 0,5%, dopo 0,9% m/m, sulla scia della minor produzione nel settore auto, causata dall'offerta insufficiente di chip. Già a dicembre, la produzione di auto e parti aveva subito un calo di -10% m/m: a gennaio e febbraio si dovrebbero registrare contrazioni anche più ampie. Le principali case automobilistiche hanno ridotto i turni e chiuso gli stabilimenti, e prevedono di non tornare ai livelli produttivi precedenti alla crisi di offerta di chip per gran parte del 1° semestre.

Giovedì 18 febbraio

Area euro

- **Area euro.** La **seconda stima** dovrebbe vedere l'**inflazione** in salita a +0,9% a/a da -0,3% a/a, in linea con la prima lettura. L'indice core BCE, al netto di alimentari freschi ed energia, dovrebbe anch'esso confermare il dato della stima preliminare (a +1,4% a/a da 0,3% a/a). I prezzi dovrebbero essere confermati in crescita di due decimi nel mese, spinti al rialzo dal rincaro dei listini energetici e degli alimentari freschi.

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** a gennaio dovrebbero correggere a 1,659 mln da 1,669 mln. Anche le **licenze** dovrebbero essere in modesto calo a 1,68 da 1,704 di dicembre. L'indice di ottimismo dei costruttori di case ha toccato un massimo storico a 90 a novembre 2020 ed è su un trend di graduale, fisiologico ritracciamento, anche a causa dei vincoli all'offerta nel settore. A gennaio l'edilizia residenziale ha creato 3.600 posti di lavoro, al di sotto della media recente, con segnali di ulteriore espansione, ma a ritmi meno sostenuti rispetto al boom del 2020.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a febbraio è previsto in modesto calo, a 25 da 26,5 di gennaio, con indicazioni sempre coerenti con il proseguimento dell'espansione dell'attività, pur in

presenza di strozzature all'offerta concentrate in alcuni settori, ma in via di diffusione. L'indagine potrebbe mostrare un **miglioramento delle aspettative**, con indici già su livelli storicamente elevati, in attesa degli effetti positivi del nuovo stimolo fiscale e della campagna vaccinale. Sarà importante seguire da ora in poi il trend degli **indici di prezzo**, in questa fase di aumento dei costi e di riaccelerazione della domanda. A gennaio, l'indice dei prezzi ricevuti ha segnato un rialzo di 25,1 punti, sui massimi dal 1980 e vicino a livelli che non si vedevano da metà 2018. Tuttavia, le aspettative a 6 mesi per l'indice dei prezzi ricevuti erano in calo dai picchi recenti di settembre 2020.

- I **prezzi all'import** di gennaio dovrebbero aumentare di 1% m/m, dopo 0,9% m/m di dicembre, spinti dal trend di rialzo delle materie prime e dagli effetti del deprezzamento del dollaro.

Venerdì 19 febbraio

Area euro

- **Area euro.** Ci attendiamo che la **stima flash** del **PMI manifatturiero** registri una diminuzione del ritmo di espansione in febbraio, a 54,4 da 54,8 di gennaio; il **PMI servizi** è atteso circa stabile questo mese (a 45,5 da 45,4 precedente). Di conseguenza, il **PMI composito** dovrebbe rimanere in territorio recessivo, a 47,6 da 47,8: ci aspettiamo una contrazione dell'attività economica dell'Eurozona anche nel mese corrente, per via del prolungamento delle misure di confinamento in alcuni Paesi dell'Eurozona.
- **Francia.** La stima finale dovrebbe confermare che a gennaio **l'inflazione** è salita a +0,6% sull'indice nazionale e a +0,8% sull'armonizzato (parte del rialzo di quest'ultimo deriverebbe dalle novità metodologiche proposte da Eurostat). Sul mese i prezzi dovrebbero essere confermati in rialzo di due decimi sull'indice domestico e tre decimi sull'armonizzato, in controtendenza rispetto alla stagionalità di gennaio per il rinvio dei saldi invernali.
- **Italia.** La **seconda stima dei prezzi al consumo** di gennaio dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione in 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. Anche l'inflazione "di fondo" dovrebbe essere confermata in salita, a 0,7% a/a da 0,6% precedente. Il gap tra indice domestico e armonizzato dovrebbe ricomporsi a partire dal mese di aprile. Abbiamo rivisto di recente marginalmente al rialzo la stima sull'inflazione 2021, a 0,5%. Il CPI potrebbe comunque rimanere vicino a zero sino alla primavera.

Stati Uniti

- Il **Markit PMI manifatturiero** a febbraio è previsto a 59,5 da 59,2 di gennaio. I dati dovrebbero mostrare informazioni positive dagli ordini, pur in presenza di un andamento contenuto per produzione e occupazione per via della frenata dell'attività nel comparto auto dovuta alla scarsità di parti elettroniche. Dovrebbero esserci anche segnali di allungamento dei tempi di consegna. L'indice dei **servizi** dovrebbe migliorare a febbraio, salendo a 58,6 da 58,3 sulla scia della netta svolta verso il basso della curva di contagi e della riapertura delle attività aggregative, soprattutto nella ristorazione, in diversi stati.
- Le **vendite di case esistenti** a gennaio sono attese a 6,6 mln da 6,76 mln di dicembre. I contratti di compravendita sono in calo da un picco ad agosto 2020, sui massimi dall'inizio della serie. Un problema evidente per il trend delle vendite è la scarsità di offerta, con le scorte di case invendute pari a 2,2 mesi di vendite, circa la metà rispetto ai precedenti minimi durante il boom immobiliare, e prezzi in crescita. Le richieste di mutui per acquisti di case hanno ripreso a crescere, anche se nei prossimi mesi potrebbero iniziare a risentire degli effetti della svolta verso l'alto dei tassi a lungo termine.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (15-19 febbraio)... continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 15/2	00:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T4	22.9	%	9.5	
	00:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T4	5.3	%	2.3	
	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		dic	prel -1.6	%		
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	dic	2.5	%	-0.5	-1.4
Mar 16/2	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T4	9.0	%	9.4	
	09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T4	7.8	%	-1.7	
	09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T4	-2.5	%	-4.6	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		gen	7.910	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		dic	6.766	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		dic	0.088	Mld €		
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		feb	-66.4		-66.3	-68.0
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	feb	61.8		60.0	63.4
	11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T4	prel -0.7	%	-0.7	-0.7
	11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T4	1.0	%		
	11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T4	prel -5.1	%	-5.1	-5.1
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	feb	3.5		4.6	4.6
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		dic	149.2	Mld \$		
	Mer 17/2	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		dic	1.5	%	-6.2
00:50		GIA	Bilancia commerciale		gen	749.6 (751.0)	Mld ¥ JP	-600.0	
10:30		GB	CPI a/a	*	gen	0.6	%	0.5	
10:30		GB	CPI m/m		gen	0.3	%		
14:30		USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	gen	0.1	%	0.2	0.2
14:30		USA	PPI m/m		gen	0.3	%	0.4	0.4
14:30		USA	Vendite al dettaglio m/m	**	gen	-0.7	%	0.7	0.9
14:30		USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	gen	-1.4	%	0.8	1.0
15:15		USA	Produzione industriale m/m		gen	1.6	%	0.4	0.4
15:15		USA	Impiego capacità produttiva		gen	74.5	%	74.8	
16:00		USA	Scorte delle imprese m/m		dic	0.5	%	0.4	
16:00		USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		feb	83.0		83.0	
Gio 18/2		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	gen	prel 0.9	%	0.9
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	gen	prel 0.2	%		0.2
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		gen	prel 1.4	%	1.4	1.4
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	793	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	4.545	Mln		
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		gen	0.9	%	1.0	1.0
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	feb	26.5		22.0	25.0
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	gen	1.669	Mln	1.653	1.659
	14:30	USA	Licenze edilizie		gen	1.704	Mln	1.653	1.680
Ven 19/2	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	gen	-1.2	%		
	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	gen	-1.0	%	-0.7	
	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		feb	49.8			
	08:00	GER	PPI m/m		gen	0.8	%		
	08:00	GER	PPI a/a		gen	0.2	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		gen	2.9	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	gen	0.3	%	-1.0	
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	gen	0.2	%		
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	gen	prel 0.3	%		0.3
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		gen	prel 0.8	%		0.8
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	feb	47.3			
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	feb	51.6			
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	feb	46.7		46.5	
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	feb	57.1		56.8	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	gen	prel 0.5	%		0.5
10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		gen	prel 0.2	%		0.2	
10:00	ITA	IPCA a/a finale		gen	prel 0.5	%		0.5	
10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	gen	prel -1.1	%		-1.1	

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 (15-19 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Ven	19/2	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	feb	54.8	54.5	54.4
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	feb	47.8	48.1	47.6
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	feb	45.4	45.9	45.5	
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	feb	54.1			
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	feb	39.5			
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		feb	58.7			
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	feb	59.2		59.5	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	feb	58.3		58.6	
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		gen	6.76	Mln	6.55	6.60

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 (15-19 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	15/2	EUR	* Videoconferenza dell'Eurogruppo	
		USA	Mercati chiusi per festività (President's Day)	
Mar	16/2	UE	* Videoconferenza informale dei ministri dell'Economia e delle finanze	
Mer	17/2	15:15	USA	Discorso di Rosengren (Fed)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	18/2	14:00	USA	Discorso di Brainard (Fed)
		16:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

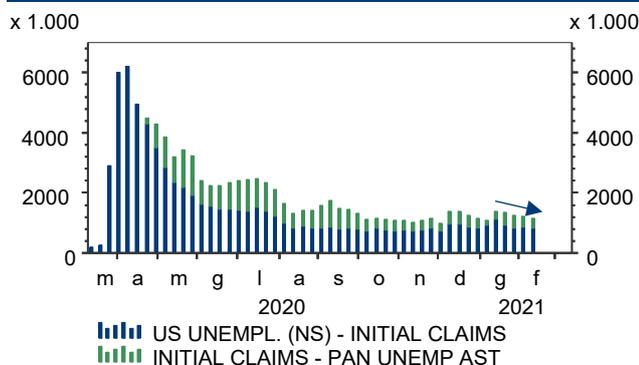
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
CPI m/m	gen	0.2 (0.4)	%	0.3
CPI a/a	gen	1.3 (1.4)	%	1.5
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	gen	1.6	%	1.5
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	gen	0.0 (0.1)	%	0.2
Richieste di sussidio	settim	812 (779)	x1000	757
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	4.690 (4.592)	Mln	4.490
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	feb	79.0		80.8

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

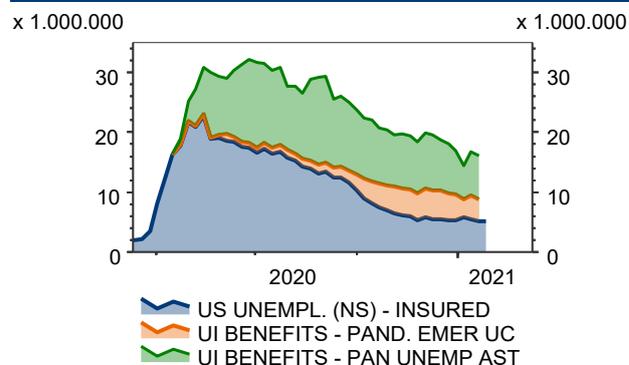
Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 6 febbraio calano di 19 mila unità scendendo a 793 mila, con la media mobile a 4 settimane a 823 mila. In termini non stagionalizzati, le nuove richieste sono pari a 813.145, in flessione settimanale di 36.534. I nuovi sussidi erogati con il programma federale Pandemic Unemployment Assistance ammontano a 334.524. I sussidi statali esistenti nell'ultima settimana di gennaio si assestano a 4,545 mln, in calo di 145 mila e in termini non stagionalizzati scendono a 5 mln. Nella settimana del 23 gennaio i sussidi erogati con tutti i programmi, statali e federali, erano pari a 20,435 mln, in aumento di 2,6 mln dalla settimana precedente. I dati di fine gennaio-inizio febbraio mostrano una ripresa del trend in calo, dopo la svolta verso l'alto coincisa con il picco della terza ondata pandemica e la riapertura dei programmi federali per la disoccupazione. L'entità delle risorse inutilizzate sul mercato del lavoro rimane elevata, ma il miglioramento del quadro sanitario dovrebbe determinare una ripresa della crescita dell'occupazione dopo lo stallo di dicembre-gennaio.

I nuovi sussidi di disoccupazione tornano a scendere



Fonte: Refinitiv-Datastream

Sussidi esistenti erogati con i programmi statali e i programmi federali contro la pandemia a metà gennaio vicini a 18 mln



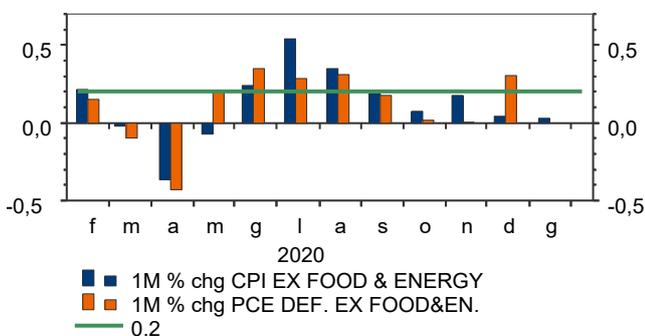
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **CPI** a gennaio aumenta di 0,3% m/m (1,4% a/a), spinto dalla componente energia (+3,5% m/m) e in particolare dalla benzina (+7,4% m/m). Gli alimentari segnano un rialzo di 0,1% m/m, per via di un incremento della componente legata al consumo al di fuori dell'abitazione che ha più che compensato il calo degli alimentari consumati a casa. Per quanto riguarda l'indice **core**, la variazione è nulla su base mensile e l'incremento annuo rallenta a 1,4% a/a da 1,6% a/a.

Prosegue il "sorpasso" dell'inflazione dei **beni core** (0,1% m/m, 1,7% a/a), rispetto a quella dei **servizi ex-energia** (0,0% m/m, 1,3% a/a), caratteristica peculiare di questa recessione legata allo shock pandemico e allo spostamento del peso relativo fra le due categorie di spesa delle famiglie. Fra i prezzi dei beni core, si riscontrano variazioni miste: prezzi di auto nuove e usate in calo (-0,9% m/m e -0,5% m/m, rispettivamente), a fronte di un forte rialzo per l'abbigliamento (2,2% m/m, dopo 0,9% m/m e 0,7% m/m nei due mesi precedenti). Nei servizi ex-energia, il segmento abitazione continua a registrare aumenti molto sotto la media pre-recessiva, con

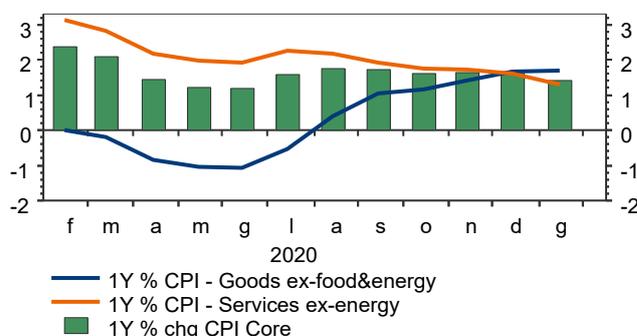
variazioni di 0,1% m/m in media negli ultimi 6 mesi, sotto il freno del rallentamento della dinamica degli affitti e del nuovo calo delle tariffe alberghiere. Su base annua, a 1,6% a/a, l'inflazione abitativa è meno della metà rispetto alla media pre-pandemia. Si registra un ampio calo nelle tariffe aeree (-3,2% m/m), nei servizi ricreativi (-1% m/m, dopo -0,5% m/m) e in quelli finanziari (-5% m/m), a fronte invece di un rimbalzo nei servizi medici (0,5% m/m). L'inflazione rimane debole per via della moderazione nel comparto dei servizi e per ora non appaiono indicazioni di accelerazione dei prezzi per le categorie di beni con problemi di offerta e/o disponibilità (per esempio, auto). Il trend delle variazioni mensili dovrebbe gradualmente aumentare nel corso del 2021, mentre l'inflazione annua subirà ampie variazioni verso l'alto nel 2° trimestre per via del confronto con il 2020. Le indagini delle imprese iniziano a mostrare segnali di trasferimento dell'aumento dei costi sui prezzi finali, con l'aspettativa di inflazione più solida nei prossimi trimestri. Per ora tuttavia, le variazioni annue di tutte le misure core rimangono ampiamente inferiori al 2%, lasciando spazio alla Fed per difendere la stabilità della politica monetaria per il futuro prevedibile.

Un'altra variazione circa nulla per il CPI core a gennaio



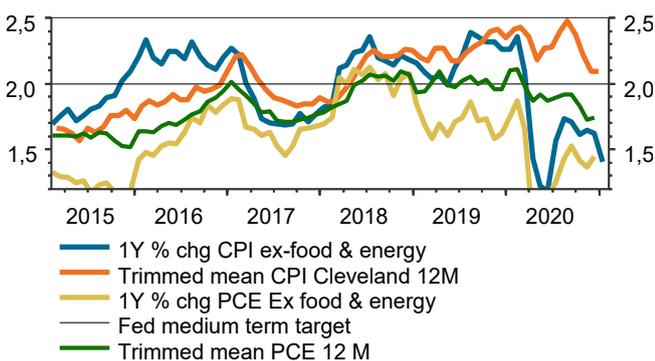
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'inflazione dei servizi ex-energia continua a rallentare



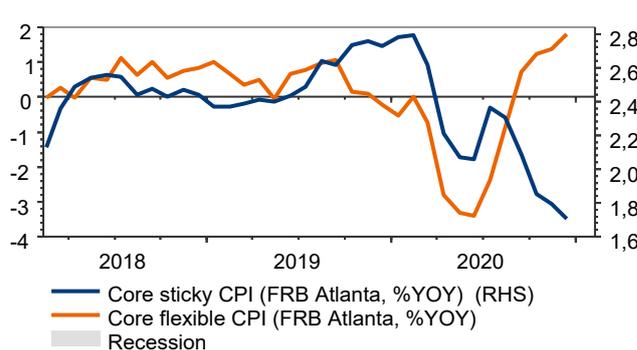
Fonte: Refinitiv-Datastream

Tutte le misure di inflazione core sono su trend deboli...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...ma si registra una netta divergenza fra il trend dei prezzi "flessibili", in netto rialzo, e quello dei prezzi "rigidi", modificati con minor frequenza, ancora deboli



Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
FRA	Produzione industriale m/m	dic	-0.7 (-0.9)	%	0.2 -0.8
GER	Bilancia commerciale destag.	dic	16.0 (16.4)	Mld €	15.9 16.1
GER	CPI (Lander) m/m finale	gen	0.8	%	0.8 0.8
GER	IPCA a/a finale	gen	1.6	%	1.6 1.6
GER	CPI (Lander) a/a finale	gen	1.0	%	1.0 1.0
GER	IPCA m/m finale	gen	1.4	%	1.4 1.4
ITA	Produzione industriale m/m	dic	-1.4	%	0.3 -0.2
SPA	Produzione industriale a/a	dic	-3.7 (-3.8)	%	-0.6
SPA	IPCA a/a finale	gen	0.6	%	0.6 0.4

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

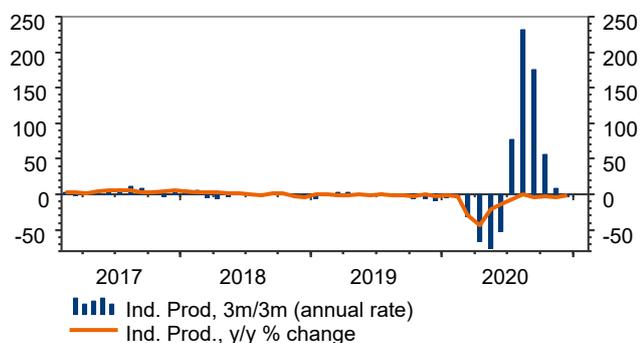
Germania. La **produzione industriale** è rimasta **invariata su base mensile**, mentre rispetto a un anno prima risulta in calo di **-1,0% a/a**. I dati sono peggiori delle nostre attese, malgrado la revisione al rialzo di novembre, e in linea con il consenso. Le indagini congiunturali, i dati sul traffico autostradale di merci e il fatturato avevano segnalato che l'attività industriale era stata vivace anche a dicembre. In effetti, l'indice manifatturiero è salito di 0,9% m/m, poco meno della nostra stima, e il calo dell'indice complessivo riflette l'andamento molto negativo della produzione di energia (-2,9% m/m); positivo anche l'andamento delle costruzioni, +3,2% m/m. L'output potrebbe contrarsi temporaneamente a gennaio, sulla scia delle misure restrittive adottate non solo in Germania ma anche in altri Paesi dell'Eurozona.

Francia. La **produzione industriale** è scesa di un altro **-0,8% m/m** a dicembre, dopo il -0,7% m/m di novembre (rivisto al rialzo di due decimi). Il comparto manifatturiero è calato di -1,7% m/m dopo il +0,7% m/m di novembre. Il crollo più brutale viene registrato nel settore della raffinazione (-30,5% m/m); al contrario, la produzione di mezzi di trasporto segna nuovamente una variazione positiva (+2,0% m/m). Anche la produzione energetica ha visto un aumento di +2,5% m/m, mentre nelle costruzioni l'attività è calata di ben -8,7% m/m. La produzione industriale resta del 4,9% inferiore rispetto al livello di febbraio, e in calo di -3,8% rispetto a dicembre 2019. Nonostante il dato di dicembre, nel 4° trimestre l'industria ha contribuito positivamente al PIL (l'output nel settore è aumentato di +2,5% t/t). A gennaio ci aspettiamo una crescita solamente marginale dell'output. Martedì, in una intervista a *Le Dauphiné Libéré*, il governatore di Banque de France, Villeroy de Galhau, ha confermato la previsione di +5% per la crescita del PIL nel 2021.

Italia. La **produzione industriale** è calata marginalmente a dicembre, di **-0,2% m/m**, dopo l'alta volatilità dei mesi precedenti (ottobre +1,4%, novembre -1,4% m/m). Il dato è stato più debole del previsto, e lascia la produzione inferiore del 3,7% al livello pre-pandemia (di febbraio), in calo del 2% su base annua e dell'11,4% per l'intero 2020. L'output è diminuito di -0,8% t/t nel trimestre finale dell'anno: l'industria dovrebbe dunque aver sottratto circa due decimi al PIL. A dicembre, la produzione è stata trascinata al ribasso da beni strumentali e beni di consumo non durevoli (entrambi in calo di -0,8% m/m), mentre la produzione di beni durevoli, beni intermedi ed energia è aumentata di oltre un punto percentuale nel mese. Il dettaglio per settore conferma la drammatica recessione in due comparti: tessile e raffinazione (rispettivamente -28,5% e -16,5% a/a); anche il farmaceutico subisce una battuta d'arresto (-10,9%); tra i settori industriali in crescita rispetto a un anno prima troviamo gomma e plastica (+10,9%), chimica (+7,5%), apparecchiature elettriche (+6,8%), metalli (+6,2%) e altre industrie manifatturiere (+1,9%). A gennaio, è possibile una ripresa dell'output, anche se la produzione di auto a inizio anno potrebbe soffrire delle difficoltà di approvvigionamento di semiconduttori. In ogni caso l'industria dovrebbe tornare a contribuire al PIL a inizio 2021, trainata dalla domanda estera (l'indice PMI manifatturiero ha visto un'accelerazione nella crescita dell'output a gennaio, a 54,4 da 52 di dicembre). Prevediamo un moderato rimbalzo della produzione industriale nel 1° trimestre (+0,4% t/t), coerente con una crescita del PIL solo marginalmente positiva. Per quest'anno nel complesso, stimiamo un recupero dell'output dell'8,3% (dopo il -11,4% dello scorso anno). Questo

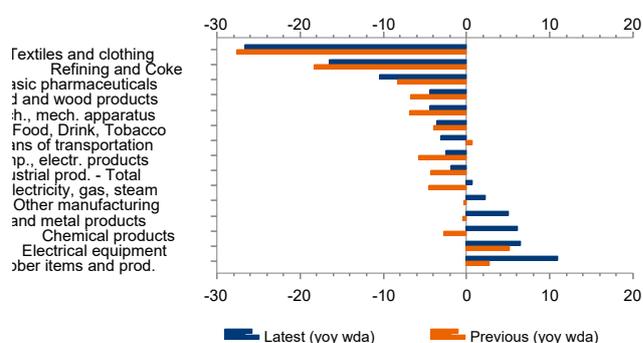
scenario implica un'accelerazione a partire dal 2° trimestre, su cui i rischi al momento restano verso il basso.

Il rimbalzo della produzione industriale si è fermato negli ultimi mesi



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

Il dettaglio per settore è variegato, ma la maggior parte dei comparti manifatturieri resta in ampio calo sull'anno



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

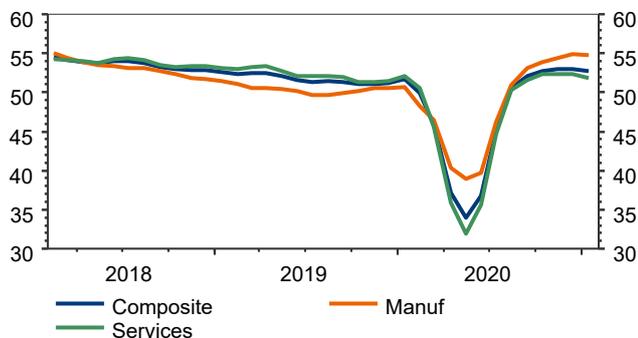
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Finanza sociale aggregata (flusso)	gen	1720	Mld ¥ CN	4450	5170
M2 a/a	gen	10.1	%	10.0	9.4
Nuovi prestiti bancari (flusso)	gen	1260	Mld ¥ CN	3500	3580
CPI m/m	gen	0.7	%	1.0	1
CPI a/a	gen	0.2	%	0.0	-0.3
PPI a/a	gen	-0.4	%	0.4	0.3

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

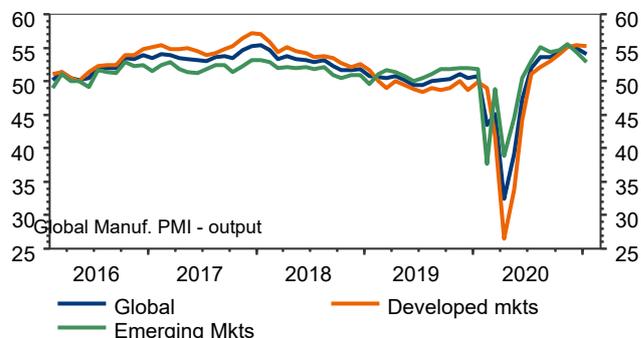
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



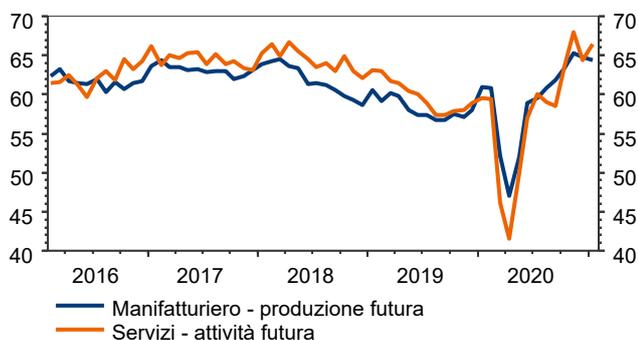
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



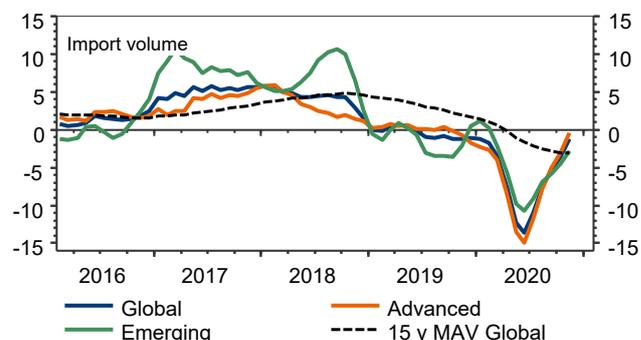
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



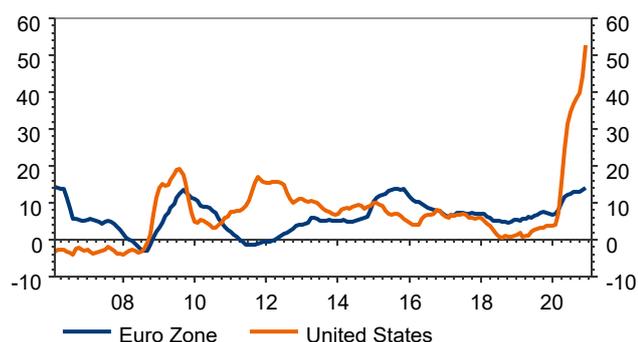
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



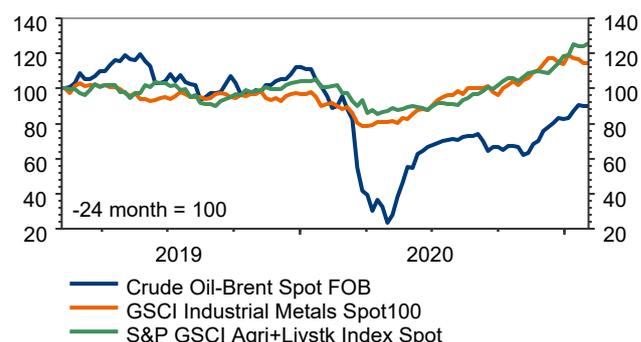
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

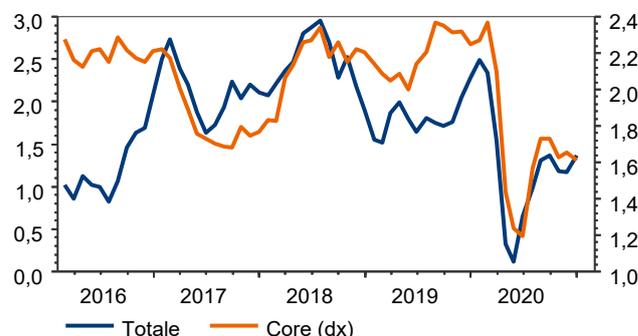
Stati Uniti

Indagini ISM



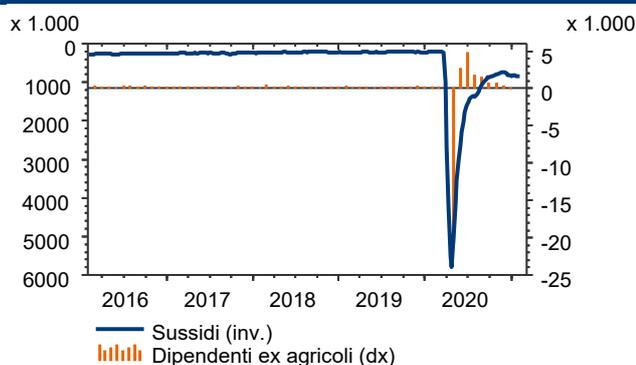
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



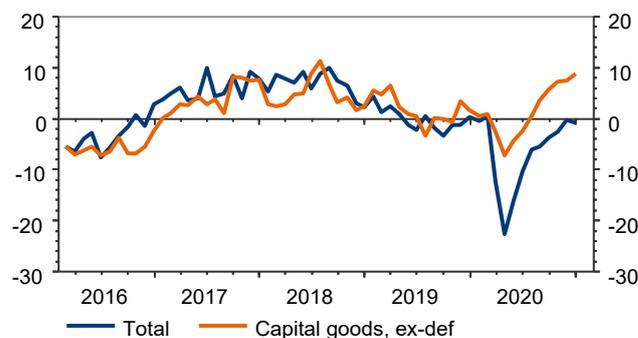
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

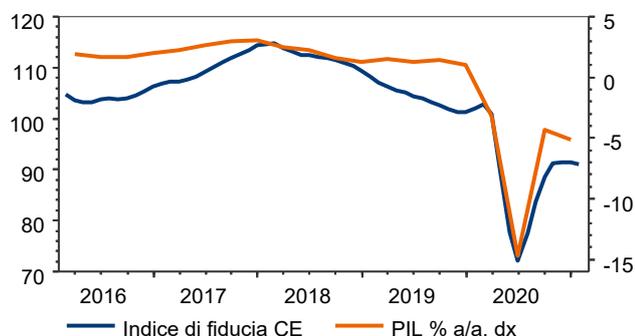
Previsioni

	2019	2020	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	-3.1	-3.3								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.6	-16.0	-12.2								
Debito pubblico (% PIL)	134.8	161.7	161.5								
CPI (a/a)	1.8	1.2	2.3	2.0	2.1	0.4	1.2	1.2	1.7	3.1	2.3
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	5.9	3.6	3.8	13.1	8.8	6.8	6.6	6.4	5.7

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

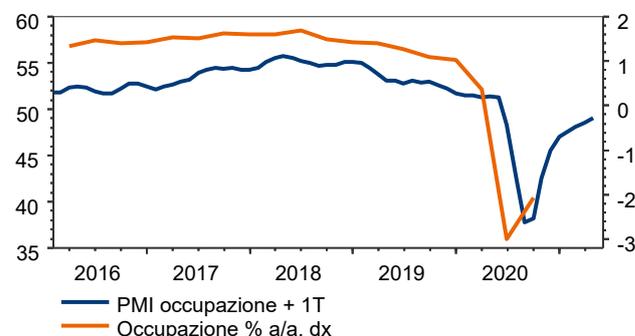
Area euro

PIL



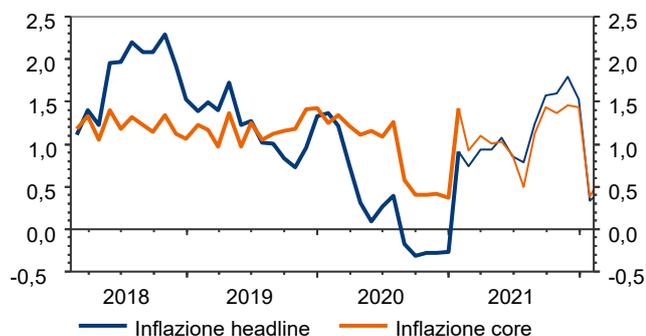
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	1.1
giugno	1.3	0.3	0.8
luglio	1.0	0.4	0.8
agosto	1.0	-0.2	1.2
settembre	0.8	-0.3	1.6
ottobre	0.7	-0.3	1.6
novembre	1.0	-0.3	1.8
dicembre	1.3	-0.3	1.5

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2019	2020	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	-1.9	12.4	2.2
- i/t				0.1	-3.7	-11.7	12.4	-0.7	-0.5	1.2	2.2
Consumi privati	1.3	-8.2	2.1	0.1	-4.5	-12.4	13.9	-4.0	-0.3	1.5	1.5
Investimenti fissi	5.7	-8.4	5.7	6.2	-5.8	-15.9	13.6	0.9	0.6	1.0	2.3
Consumi pubblici	1.9	0.7	2.7	0.3	-0.6	-2.2	4.8	-0.1	0.4	0.3	0.5
Esportazioni	2.5	-10.0	8.6	0.1	-3.8	-18.9	16.8	2.5	0.8	2.5	2.3
Importazioni	3.9	-9.9	5.4	2.2	-2.9	-18.2	12.2	1.2	1.0	1.9	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.3	-0.6	-0.3	0.6	-0.2	-1.3	0.6	-0.5	-0.2	0.6
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	1.2	1.0	1.1	0.2	0.0	-0.3	0.9	1.0	1.2
Produzione industriale (a/a)	-1.3	-8.6	7.4	-2.1	-6.0	-20.1	-6.6	-1.6	2.0	21.5	5.6
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

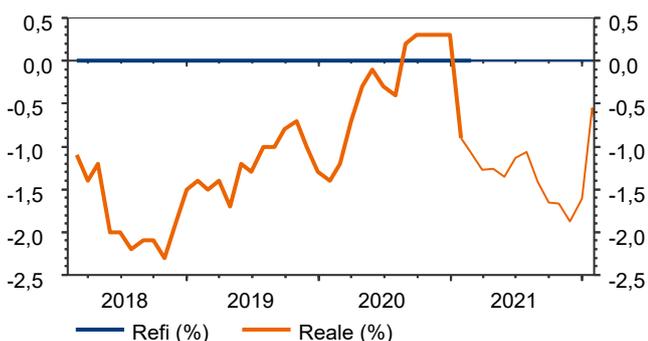
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	11/2	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

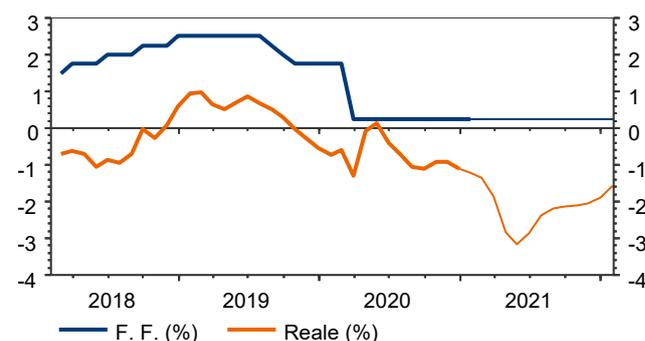


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	11/2	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

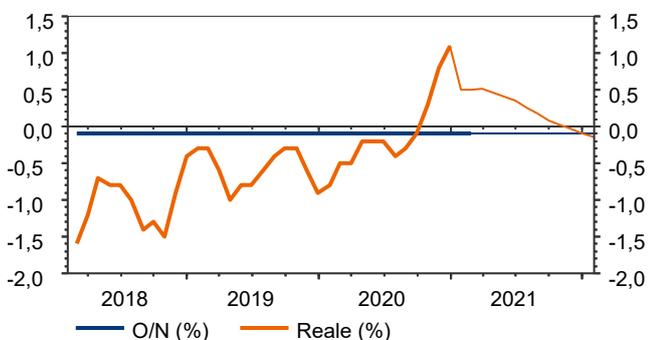


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	11/2	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

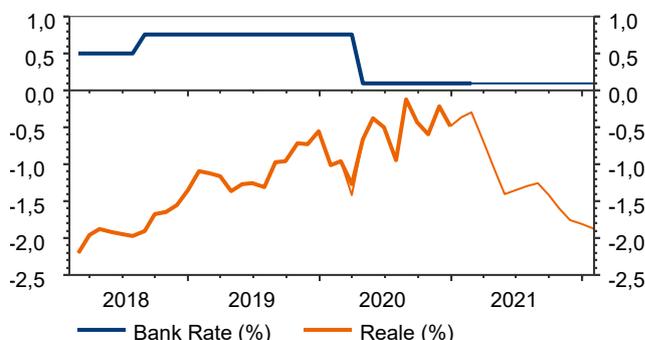


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	11/2	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	0.05	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	12/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.09	1.18	1.18	1.22	1.2103	1.19	1.17	1.18	1.19	1.20
USD/JPY	111	110	107	105	104	105.09	103	106	108	110	112
GBP/USD	1.29	1.30	1.31	1.31	1.36	1.3783	1.35	1.37	1.40	1.42	1.44
EUR/CHF	1.14	1.06	1.08	1.08	1.08	1.0803	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	125	120	126	124	127	127.17	123	124	127	131	134
EUR/GBP	0.88	0.84	0.90	0.90	0.89	0.8781	0.88	0.86	0.85	0.84	0.84

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