

Weekly Economic Monitor

Il punto

**Italia:** il **Governo Draghi** si presenta con un **programma ambizioso**, che include riforme in grado di migliorare il potenziale di crescita. L'atteggiamento dei partiti nelle prossime settimane, quando cominceranno ad emergere temi teoricamente "divisivi", chiarirà meglio quali potranno essere le concrete prospettive di realizzazione delle riforme.

**Stati Uniti.** Rivediamo le **previsioni di crescita del PIL 2021**, da 5% a **6,2%, con rischi verso l'alto**, ipotizzando che in fase di approvazione l'American Rescue Plan venga ridimensionato e includa misure per circa 1,2 tln di dollari. Lo scenario vede un boom di risparmio e consumi nella parte centrale dell'anno, e una spinta verso l'alto per l'inflazione di circa 3 decimi nel 2021

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il completamento della tornata di indici congiunturali di febbraio (survey Commissione UE per l'Eurozona, Ifo tedesco, INSEE francese e indagini Istat in Italia) dovrebbe segnalare una possibile nuova contrazione dell'attività economica in tutti i principali Paesi nella parte iniziale del nuovo anno; i livelli delle indagini pertanto restano inferiori ai valori pre-pandemia. Sempre a febbraio, l'inflazione è vista in rallentamento in Francia. Sarà, inoltre, diffusa la seconda lettura dei dati sul PIL del 4° trimestre in Germania e in Francia. Infine, la stima finale dei dati sui prezzi al consumo di gennaio nell'Eurozona dovrebbe confermare la risalita vista nella prima lettura, mentre le vendite al dettaglio francesi dovrebbero aver fatto registrare una flessione nello stesso mese.

I dati macroeconomici in uscita negli **Stati Uniti** dovrebbero dare segnali di netto rimbalzo della crescita già all'inizio del 1° trimestre, sulla scia del miglioramento del quadro sanitario e dell'arrivo del nuovo stimolo fiscale. A febbraio, la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in rialzo. Per gennaio, i consumi, il reddito personale e il risparmio dovrebbero registrare un boom, spinto dallo stimolo fiscale; gli ordini di beni durevoli sono previsti in ulteriore accelerazione, mentre le vendite di case nuove dovrebbero essere in moderato aumento, frenate dalla scarsità di scorte.

19 febbraio 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

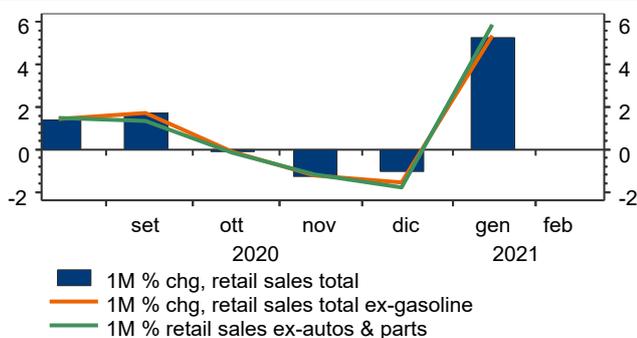
**Luca Mezzomo**  
Economista

**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

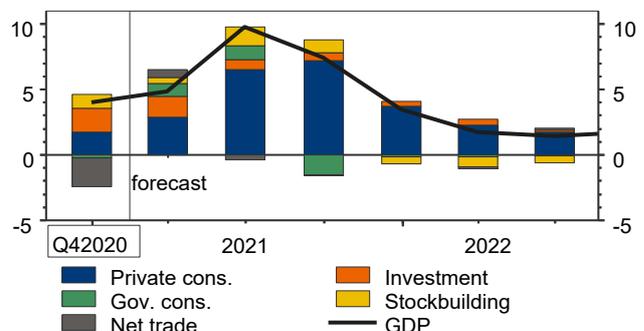
**Aniello Dell'Anno**  
Economista - Area euro

Stati Uniti - Balzo delle vendite al dettaglio a gennaio, primo assaggio del boom di consumi del 2021



Fonte: Refinitiv Datastream

Stati Uniti - Crescita trimestrale ann. del PIL e contributi delle componenti della domanda



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

## Il punto

**Italia:** il **Government Draghi** si presenta con un **programma ambizioso**, che include riforme in grado di migliorare il potenziale di crescita. L'atteggiamento dei partiti nelle prossime settimane, quando cominceranno ad emergere temi teoricamente "divisivi", chiarirà meglio quali potranno essere le concrete prospettive di realizzazione delle riforme.

**Il Governo Draghi ha ottenuto la fiducia del Senato** (con 262 sì, 40 no e 2 astenuti) **e della Camera** (con 535 sì, 56 no e 5 astenuti), **ed è ora nella pienezza dei poteri**. Nel Movimento 5 Stelle, i dissidenti che hanno votato contro la fiducia sono stati 15 a Palazzo Madama e 16 a Montecitorio. Nel suo **discorso di insediamento**, il Presidente del Consiglio ha delineato il programma del nuovo esecutivo, mettendo l'accento sulle seguenti priorità:

### ■ **Lotta alla pandemia:**

- il nuovo Governo si impegna a **comunicare** in anticipo ai cittadini, "per quanto compatibile con la rapida evoluzione della pandemia", i mutamenti nelle restrizioni dovute al COVID;
- per combattere i danni sanitari, Draghi ha sottolineato l'importanza di rafforzare la **sanità territoriale**;
- ai fini di accelerare la **campagna vaccinale**, Draghi non ha escluso il possibile ricorso alla protezione civile, alle forze armate e ai volontari, utilizzando a tal fine "tutte le strutture disponibili, pubbliche e private";
- la **ripartenza della scuola** deve avvenire "in sicurezza", anche attraverso una rimodulazione degli orari e del calendario scolastico, per recuperare le ore perse; al di là dell'emergenza, Draghi ha sottolineato l'importanza del rilancio degli istituti tecnici, e degli investimenti nell'università e nella ricerca.

### ■ **Rilancio dell'economia e sostegno al mercato del lavoro:**

- l'obiettivo del Governo è di proteggere tutti i lavoratori, ma Draghi ha precisato che **sarebbe un errore proteggere indifferentemente tutte le attività economiche**: alcune di esse dovranno riconvertirsi anche radicalmente ("la scelta di quali attività proteggere e quali accompagnare nel cambiamento è il difficile compito che la politica economica dovrà affrontare nei prossimi mesi");
- per la **protezione dei lavoratori**, è cruciale il miglioramento degli strumenti esistenti, come l'**assegno di riallocazione**, il rafforzamento delle politiche di **formazione** dei lavoratori occupati e disoccupati, nonché l'aumento delle dotazioni di personale e digitali dei **centri per l'impiego**;
- particolare attenzione verrà riservata alla riduzione del **gap salariale tra uomini e donne** (uno dei peggiori in Europa);
- per un rilancio duraturo dell'economia, Draghi ha sottolineato l'importanza di un rafforzamento degli **investimenti pubblici**, che però dovranno agire in sinergia con il settore privato.

### ■ **Recovery Plan:** il nuovo Governo intende "approfondire e completare" il lavoro fatto dall'esecutivo precedente; tuttavia:

- è evidente il cambio di rotta sul tema della **governance**, che sarà (a differenza di quanto nelle intenzioni del precedente Presidente del Consiglio) incardinata nel Ministero dell'Economia e delle Finanze (con la necessaria, stretta collaborazione con i ministeri competenti, che definiranno le politiche e i progetti di settore); peraltro, Draghi ha assicurato che il Parlamento verrà costantemente informato sia sull'impianto complessivo, sia sulle politiche di settore;
- sono probabili aggiustamenti anche sui **contenuti**: Draghi ha chiarito che il programma dovrà essere rafforzato "prima di tutto sugli **obiettivi strategici** e le riforme che li

accompagnano": non basterà elencare i progetti che si vogliono completare nei prossimi anni, occorrerà precisare quali sono gli obiettivi strategici di lungo termine (con un orizzonte non solo al 2026 ma anche al 2030 e al 2050), e selezionare i progetti in base alla coerenza con gli obiettivi strategici; probabile dunque un rafforzamento dell'obiettivo di trasformazione della struttura economica in chiave "verde"; infine, Draghi ha precisato che occorrerà prestare grande attenzione alla "**fattibilità** nell'arco dei sei anni del programma" dei progetti, e assicurarsi che abbiano un **impatto occupazionale** sufficientemente elevato in ciascuno dei sei anni, compreso il 2021;

- infine, non si può escludere una **ridefinizione** non tanto dell'importo complessivo del Programma (i fondi in gioco dovrebbero essere confermati a 209 miliardi), quanto **della parte dei prestiti che sarà dedicata a progetti aggiuntivi**: il precedente Governo aveva fissato a 40 miliardi la quota di prestiti per misure addizionali (con impatto sul deficit), assegnando agli altri 87 una funzione sostitutiva dell'indebitamento sui mercati finanziari per finanziare interventi già ricompresi nei tendenziali di finanza pubblica; Draghi ha affermato che "la quota di prestiti aggiuntivi che richiederemo tramite la principale componente del programma, lo Strumento per la ripresa e resilienza, dovrà essere modulata in base agli obiettivi di finanza pubblica": in altre parole, rispetto all'iniziale formulazione del PNRR, l'aumento del deficit (e la discesa del costo del debito sui mercati finanziari) proiettano un minor ricorso alla componente prestiti con impatto sul deficit.

■ **Riforme strutturali**: Draghi ha affermato che "il Governo farà le riforme", con l'obiettivo di affrontare i problemi strutturali dell'Italia che limitano gli investimenti sia italiani che esteri, il più possibile all'interno di un disegno complessivo e non con singole norme scollegate tra loro. A tal proposito Draghi ha citato in particolare:

- la necessità di assicurare la **certezza delle norme** e dei piani di investimento pubblico;
- il tema della **concorrenza**: il Governo chiederà all'Autorità garante per la concorrenza e il mercato di produrre in tempi brevi le sue proposte in questo campo, come previsto dalla Legge Annuale sulla Concorrenza (ampiamente disattesa negli anni recenti);
- una **riforma complessiva del fisco** (affidata ad esperti del settore, sull'esempio di quanto fatto dalla Danimarca nel 2008), con l'obiettivo di ridurre il carico fiscale preservando la progressività delle imposte e rafforzando il contrasto all'evasione fiscale;
- una **riforma della pubblica amministrazione** attraverso non soltanto lo smaltimento dell'arretrato accumulato durante la pandemia, ma aumentando gli investimenti in connettività (con la realizzazione di piattaforme efficienti e di facile utilizzo da parte dei cittadini) e puntando sull'aggiornamento continuo delle competenze dei dipendenti pubblici (anche selezionando nelle assunzioni le migliori competenze e attitudini in modo rapido ed efficiente);
- in particolare, è necessaria secondo Draghi una **riforma della giustizia** che tenga conto delle raccomandazioni fatte all'Italia dalla Commissione europea per aumentare l'efficienza del sistema giudiziario civile attraverso le seguenti direttrici: favorire l'applicazione dei decreti di riforma in materia di insolvenza, garantire un funzionamento più efficiente dei tribunali, favorire lo smaltimento dell'arretrato e una migliore gestione dei carichi di lavoro, adottare norme procedurali più semplici, coprire i posti vacanti del personale amministrativo, ridurre le differenze che sussistono nella gestione dei casi da tribunale a tribunale, favorire la repressione della corruzione.

■ **Rapporti internazionali e politica estera**: Draghi, oltre a ribadire l'irreversibilità dell'euro (potrebbe trattarsi di un messaggio ai partiti che, all'interno della nuova maggioranza, hanno usato toni euroscettici in passato), ha affermato che il suo Governo si muoverà nel solco dell'europesismo e dell'atlantismo, e ha indicato la prospettiva di un'Unione Europea sempre più integrata, con l'obiettivo di approdare a un bilancio pubblico comune capace di sostenere i Paesi nei periodi di recessione.

Nel complesso, il discorso inaugurale di Draghi delinea un **programma di ampia portata**, non limitato a combattere l'emergenza sanitaria ed economica di breve termine, ma con l'ambizione di affrontare alcuni "nodi strutturali" del Paese. Ciò è positivo, a nostro avviso, poiché l'Italia ha bisogno non solo di uscire dalla crisi causata dal COVID, ma anche di fare le tanto attese riforme, e l'effetto dal lato della domanda dello stesso programma Next Gen EU, non accompagnato da misure che rilancino il PIL dal lato dell'offerta, rischia di essere temporaneo. Verosimilmente, **nelle intenzioni del Presidente del Consiglio, si tratta di un programma che dovrebbe portare il Paese sino a fine legislatura** (a nostro avviso, sarebbero necessari diversi anni per completare l'agenda illustrata da Draghi). Tuttavia, il principale rischio è che alcune forze politiche possano ritirare il loro appoggio quando emergeranno temi divisivi.

A nostro avviso, **è difficile che tutte le riforme annunciate vengano realizzate**, poiché il Governo rischia di non avere abbastanza tempo, e perché molte di esse sono divisive e non sarà facile raggiungere un ampio consenso intorno ad esse. Tuttavia, è importante che il nuovo esecutivo si ponga l'obiettivo di fare le riforme, e a nostro avviso **ci sono ragionevoli possibilità che alcuni rilevanti risultati possano essere raggiunti**: ad esempio, è probabile che vengano approvate una riforma dell'Irpef e della giustizia civile. Ciò potrebbe avere **implicazioni positive** (ad oggi difficili da quantificare) **per le prospettive di crescita** dell'Italia.

Nell'immediato, i **primi appuntamenti** per il nuovo Governo sono i seguenti:

- entro pochi giorni è attesa l'approvazione del nuovo **Decreto Ristori**, per il quale, vista la necessità di indennizzare ulteriori categorie colpite dalle ultime restrizioni, potrebbero non essere sufficienti i 32 miliardi stanziati con l'ultimo scostamento di bilancio approvato dal Parlamento;
- il Governo dovrà poi decidere se prorogare l'impianto attuale delle **norme sulle restrizioni alla mobilità e alle attività economiche**, in scadenza il 5 marzo (potrebbero emergere sensibilità differenti tra i partiti di maggioranza);
- per quanto riguarda il delicato tema del **blocco ai licenziamenti** (attualmente in vigore sino al 31 marzo), anche in questo caso non sarà facile raggiungere un consenso tra le forze politiche (e le parti sociali): una possibilità è che si decida un divieto assai più selettivo; oppure, l'orientamento iniziale del Governo potrebbe essere una soluzione-ponte, ovvero una proroga ancora per qualche settimana o un paio di mesi.

L'**atteggiamento dei principali partiti di maggioranza nei confronti di questi primi temi "divisivi"** nelle prossime settimane chiarirà meglio quali potrebbero essere le prospettive del Governo Draghi, sia in termini di durata nel tempo che di capacità di fare le riforme.

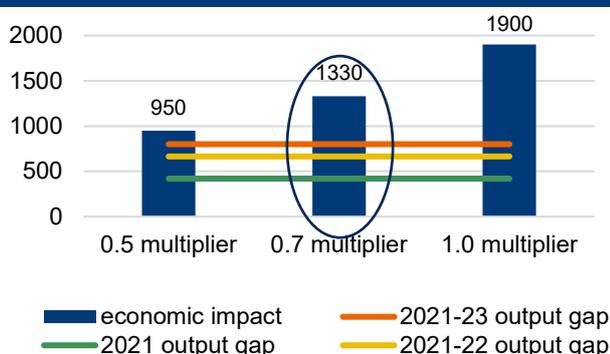
**Stati Uniti.** Rivediamo le **previsioni di crescita del PIL 2021**, da **5% a 6,2%**, con **rischi verso l'alto**, ipotizzando che in fase di approvazione l'American Rescue Plan venga ridimensionato e includa misure per circa 1,2 tln di dollari. Lo scenario vede un boom di risparmio e consumi nella parte centrale dell'anno, e una spinta verso l'alto per l'inflazione di circa 3 decimi nel 2021.

- Il 2021 si è aperto con svolte (e sorprese) positive per entrambi i fattori che hanno rallentato la crescita a fine 2020, **pandemia e stimolo fiscale**, e resteranno cruciali quest'anno. **L'evoluzione attesa del quadro sanitario e della politica fiscale ci inducono a rivedere le previsioni di crescita, già in precedenza al di sopra del consenso, e a segnalare la presenza di ulteriori rischi verso l'alto.**
- La curva dei contagi è in calo da un mese e la campagna vaccinale sta accelerando, con il 12% della popolazione che ha ricevuto almeno una dose di vaccino e il 4,3% immunizzato con due dosi. La disponibilità di dosi garantite dai contratti in essere e il ritmo di somministrazioni giornaliere (media settimanale a 1,7 mln, nonostante il maltempo) in ulteriore aumento dovrebbero permettere il **raggiungimento dell'immunità di gregge entro luglio**, come affermato anche da Biden. I **rischi derivanti dalla pandemia restano verso il basso**, per via della possibile diffusione di mutazioni del virus che potrebbero ridurre l'efficacia dei

vaccini. Tuttavia, le notizie più recenti danno **informazioni incoraggianti**, almeno per ora, sulla capacità di protezione dei vaccini di Moderna e Pfizer/BioNTech dalle mutazioni oggi più diffuse (inglese e sudafricana). Inoltre, stanno procedendo le fasi di test per l'immunizzazione della popolazione con età inferiore a 18 anni, per ora esclusa dalle campagne vaccinali.

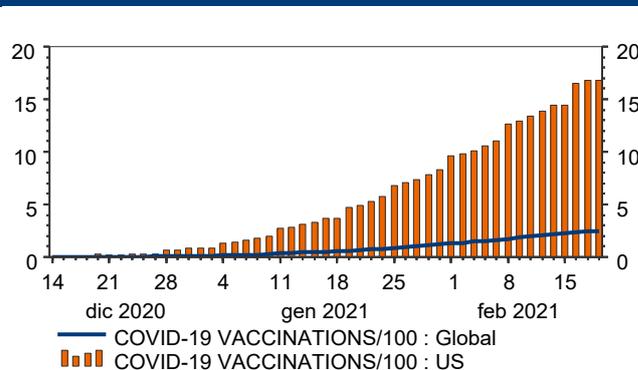
- Per quanto riguarda lo **stimolo fiscale**, a gennaio si sono già visti gli effetti del pacchetto da 900 mld approvato a fine 2020: le vendite al dettaglio di gennaio sono schizzate verso l'alto, con una variazione di 5,3% m/m e danno il primo assaggio del boom di consumi atteso nel 2021. Intanto il Congresso sta delineando i dettagli attuativi dell'American Rescue Plan (ARP) presentato a metà gennaio da Biden, con misure di sostegno per 1,9 tln di dollari. Nelle ultime settimane **è diventato più probabile che l'ARP venga definito in modo partisan**, con maggiore libertà per la nuova amministrazione su contenuti ed entità. Prevediamo che in fase di approvazione l'American Rescue Plan **venga parzialmente ridimensionato** rispetto alla proposta iniziale, verso un intervento intorno a 1,2 tln, concentrato su misure a sostegno delle famiglie, da approvare entro metà marzo con la procedura di *reconciliation*. Un intervento di tale entità, con circa due terzi di misure a favore delle famiglie, avrebbe un effetto sulla crescita di circa 1,7pp e sull'inflazione annua di circa 0,3pp. Il principale meccanismo di trasmissione sarebbe l'aumento dei consumi, che vedrebbero variazioni vicine al 10% t/t ann. nella parte centrale dell'anno, insieme a un balzo del tasso di risparmio.
- Il Congressional Budget Office stima l'**output gap** nel 2° trimestre 2021 a 480 mld di dollari e l'**output gap** cumulato 2021-23 a circa 800 mld di dollari. La domanda finale nel 2021 sarà sostenuta non solo dallo stimolo fiscale, ma anche dalla liberazione del "risparmio forzato" accumulato nell'ultimo anno, superiore a 1,5 tln di dollari, che spingerà i consumi con il ritorno alla normalità in seguito alla diffusione dei vaccini. Ipotizzando una propensione al consumo di circa 0,5 e moltiplicatori intorno a 0,7 (in linea con stime del CBO), un intervento da 1,9 tln di dollari porterebbe a un aumento di domanda circa doppio rispetto all'**output gap** 2021-23, con probabili pressioni verso l'alto sui prezzi e minor efficacia delle misure di stimolo. La versione definitiva dell'ARP dovrà essere pronta per il dibattito fra i democratici entro breve.
- **Il tema centrale del 2021 è il boom atteso per i consumi** sulla scia di due fattori: 1) aumento del reddito disponibile delle famiglie con elevata propensione al consumo grazie ai pacchetti fiscali e 2) ripresa della domanda di servizi nella seconda metà dell'anno da parte delle famiglie con redditi medio-alti e un elevato livello di risparmio in eccesso accumulato dall'inizio della pandemia. In base alle informazioni disponibili ora, **la nostra previsione è di crescita del PIL di 6,2% nel 2021 e 3,1% nel 2022. I rischi sono verso l'alto su crescita e inflazione, e dipendono dall'entità del pacchetto fiscale.**

**Effetti economici di un pacchetto da 1,9 tln e output gap: probabile surriscaldamento da eccesso di domanda**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Congressional Budget Office. Dati in mld di dollari

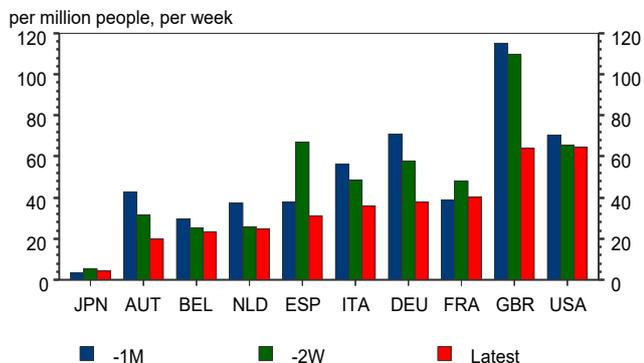
**Dosi somministrate in percentuale della popolazione**



Fonte: Refinitiv Datastream

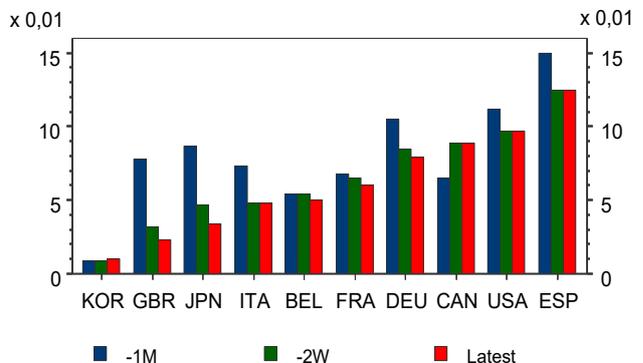
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



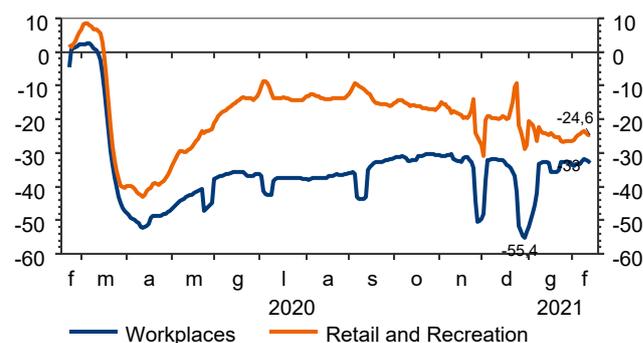
Fonte: OurWorldInData

### Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



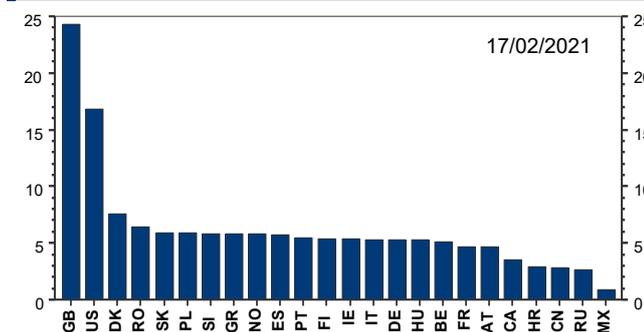
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



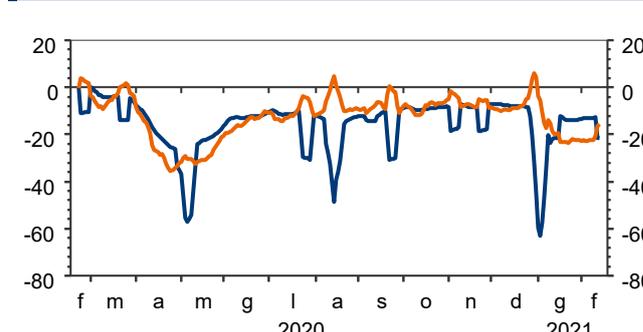
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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**, il completamento della tornata di indici congiunturali di febbraio (survey Commissione UE per l'Eurozona, Ifo tedesco, INSEE francese e indagini Istat in Italia) dovrebbe segnalare una possibile nuova contrazione dell'attività economica in tutti i principali Paesi nella parte iniziale del nuovo anno; i livelli delle indagini pertanto restano inferiori ai valori pre-pandemia. Sempre a febbraio, l'inflazione è vista in rallentamento in Francia. Sarà, inoltre, diffusa la seconda lettura dei dati sul PIL del 4° trimestre in Germania e in Francia. Infine, la stima finale dei dati sui prezzi al consumo di gennaio nell'Eurozona dovrebbe confermare la risalita vista nella prima lettura, mentre le vendite al dettaglio francesi dovrebbero aver fatto registrare una flessione nello stesso mese.

I dati macroeconomici in uscita negli **Stati Uniti** dovrebbero dare segnali di netto rimbalzo della crescita già all'inizio del 1° trimestre, sulla scia del miglioramento del quadro sanitario e dell'arrivo del nuovo stimolo fiscale. A febbraio, la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in rialzo. Per gennaio, i consumi, il reddito personale e il risparmio dovrebbero registrare un boom, spinto dallo stimolo fiscale; gli ordini di beni durevoli sono previsti in ulteriore accelerazione, mentre le vendite di case nuove dovrebbero essere in moderato aumento, frenate dalla scarsità di scorte.

### Lunedì 22 febbraio

#### Area euro

- **Germania.** Prevediamo un moderato miglioramento dell'**IFO** a febbraio, a 90,7 da 90,1 di gennaio. L'indice sulle attese è visto in aumento a 92,5 da 91,1 mentre l'indicatore sulla situazione corrente potrebbe risultare poco variato a 89,1 da 89,2 precedente.

### Martedì 23 febbraio

#### Area euro

- **Area euro.** La **seconda stima** dovrebbe confermare 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

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a febbraio è attesa in aumento a 91 da 89,3 di gennaio. Il miglioramento del quadro sanitario, l'accredito degli assegni da 600 dollari, la ripresa dei programmi di sostegno federale ai sussidi di disoccupazione, insieme alle aspettative di un nuovo programma di stimolo fiscale mirato al reddito disponibile delle famiglie dovrebbe spingere verso l'alto sia la componente coincidente sia quella delle aspettative, rafforzando il timido rialzo dell'indice visto a gennaio dopo l'ampio calo di dicembre.

### Mercoledì 24 febbraio

#### Area euro

- **Germania.** La stima finale dovrebbe confermare la lieve crescita del **PIL** dello 0,1% t/t (-3,9% a/a) nel quarto trimestre, dopo il +8,5% t/t (-4,0% a/a) del terzo. I dettagli dovrebbero mostrare un nuovo balzo degli investimenti, mentre i consumi sono attesi in ampia flessione; decisamente più ridotto rispetto ai mesi estivi dovrebbe essere il contributo positivo del canale estero. In media annua il PIL è visto in calo di -5,3% nel 2020.
- **Francia.** L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** elaborato dall'**INSEE** è atteso salire di un punto a febbraio, a 99 (dopo la forte crescita vista a gennaio). L'indice dovrebbe risalire verso i livelli pre-pandemici nei prossimi mesi.

## Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a gennaio sono previste a 855 mila, da 842 mila di dicembre. Gli indicatori del mercato immobiliare residenziale hanno registrato un indebolimento diffuso negli ultimi mesi del 2020, pur restando su livelli storicamente elevati, molto al di sopra di quelli pre-pandemici. Non riteniamo che per ora il mercato immobiliare sia di fronte a una svolta verso il basso, ma piuttosto a un rallentamento fisiologico, in parte rinforzato anche dalla scarsità di offerta. Le richieste di nuovi mutui per acquisto di case restano su un trend in rialzo, anche se caratterizzato da volatilità, e i tassi sui mutui, pur in aumento, sono ancora su livelli storicamente bassi.

## Giovedì 25 febbraio

### Area euro

- **Francia.** A febbraio, l'indice di **fiducia dei consumatori** è atteso in calo a 90 da 92, per via della persistente incertezza circa l'andamento dei contagi.
- **Italia.** La **fiducia di imprese e consumatori** è vista in miglioramento a febbraio, sulla scia dell'allentamento delle misure restrittive su mobilità e attività economiche. Anche la formazione del nuovo Governo potrebbe avere un impatto positivo sulla fiducia, in particolare sulle aspettative sull'andamento futuro dell'economia. Il morale delle famiglie è visto a 102,5 da 100,7 di gennaio: l'indice dovrebbe essere trainato soprattutto dalle aspettative e dal clima nazionale. La **fiducia delle imprese manifatturiere** è vista a 96 da 95,1 precedente, sostenuta verosimilmente da un miglioramento delle attese su produzione e ordini. Anche l'**indice composito Istat sul morale delle aziende (IESI)** è visto in aumento, a 89,5 da 87,9 precedente. Ad oggi, l'andamento delle indagini appare coerente con la nostra previsione di un PIL solo lievemente negativo a inizio 2021.
- **Area euro.** L'**indice ESI** di fiducia economica elaborato dalla **Commissione Europea** è atteso circa stabile a febbraio, a 91,6 punti. Anche l'indice per l'industria dovrebbe rimanere quasi invariato rispetto a gennaio, a -5,8 punti, mentre potrebbe registrarsi un nuovo calo nel settore dei servizi (-18,1 da -17,8 precedente). L'indagine congiunturale di febbraio risentirebbe della proroga delle misure restrittive in alcuni paesi dell'area e dell'incertezza legata alla risalita della curva dei contagi. Il dato finale sull'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare la stima preliminare, a -14,8 punti.
- **Area euro.** La crescita di **M3** resterà molto elevata su base tendenziale a gennaio: 12,1% a/a. La crescita sarà ancora trainata dalla componente più liquida, M1. Dal lato delle contropartite, l'espansione è guidata dai crediti verso il settore pubblico, riflesso dei programmi di acquisto PSPP e PEPP.

### Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a gennaio (prel.) dovrebbero essere in rialzo di 1,5% m/m, dopo +0,5% m/m di dicembre, grazie anche a un ampio contributo del comparto dell'aeronautica civile. Boeing ha avuto il via libera per la sicurezza del 737 MAX a inizio anno, che ha determinato un forte aumento delle consegne e una ripresa degli ordini a gennaio. **Al netto dei trasporti**, gli ordini sono previsti in aumento di 0,7% m/m, dopo 1,1% m/m di dicembre, in linea con i segnali positivi di diverse indagini di settore e con il calo a fine 2020 del rapporto scorte/fatturato al di sotto della media storica. Le prospettive per gli investimenti fissi non residenziali sono favorevoli per tutto il 2021.
- La seconda stima del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe essere rivista avverso l'alto a 4,2% t/t ann., sulla scia di un maggiore contributo del canale estero, pur in presenza di una probabile revisione verso il basso dei consumi, alla luce dei dati delle vendite al dettaglio di dicembre, riviste verso il basso.

**Venerdì 26 febbraio****Area euro**

- **Francia.** La stima flash dovrebbe indicare che a febbraio l'**inflazione** è calata di tre decimi, a 0,3% da 0,6% sull'indice nazionale e a 0,5% da 0,8% sull'indice armonizzato. I prezzi al consumo dovrebbero essere scesi di tre decimi sul mese su entrambe le misure. Il mese di febbraio potrebbe segnare il punto di minimo per l'inflazione nel 2021.
- **Francia.** La **spesa per consumi** è attesa in calo di -3,4% m/m a gennaio, dopo il forte balzo di dicembre (+23,0% m/m) dovuto alla riapertura degli esercizi commerciali dopo le chiusure di novembre. La variazione annua passerebbe a +1,2% da +3,7%. Prevediamo un andamento altalenante dei consumi nei prossimi mesi.
- **Francia.** La seconda stima dovrebbe confermare che il **PIL** nel quarto trimestre è calato di -1,3% t/t (-5,0% a/a), che segue il +18,5% t/t (rivisto al ribasso di due decimi) del terzo. Dai dettagli dovrebbe essere confermato che il contributo negativo è venuto dalla domanda interna, mentre il canale estero ha aggiunto circa un punto percentuale alla crescita. Nella parte iniziale del nuovo anno è prevista una flessione solamente marginale dell'attività economica.

**Stati Uniti**

- La **spesa personale** a gennaio è attesa in forte aumento, +3,5% m/m, dopo -0,2% m/m di dicembre. Le informazioni delle vendite al dettaglio di gennaio puntano a un forte rimbalzo dei consumi di beni. I servizi dovrebbero essere frenati dalle utility, sulla scia del clima mite del mese scorso, ma sostenuti da una ripresa delle attività aggregative già a metà mese. I consumi di dicembre dovrebbero essere rivisti verso il basso, in linea con la revisione delle vendite di fine 2020. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 8% m/m, dopo 0,6% m/m di dicembre, grazie alla prevista impennata del reddito disponibile, gonfiato dall'accredito degli assegni di 600 dollari a persona oltre che dalla ripresa dell'integrazione federale ai sussidi di disoccupazione. Nonostante il forte aumento previsto per la spesa, il **tasso di risparmio** dovrebbe essere in netto rialzo, a 18,2% da 13,7% di dicembre. Il **deflatore dei consumi** dovrebbe essere in aumento di 0,2% m/m (1,3% a/a) e il **deflatore core** dovrebbe registrare una variazione di 0,1% m/m (1,3% a/a), con rischi verso il basso. Per ora i prezzi restano molto moderati ma la previsione è che dal 2° trimestre ci sia una ripresa della dinamica, sia mensile, sia annua, per motivi di confronto statistico con il 2020 e per scarsità di offerta di beni in alcuni settori.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (22-26 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 22/2	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		feb	89.2	88.7	89.1
	10:00	GER	IFO (attese)		feb	91.1	91.7	92.5
	10:00	GER	IFO	**	feb	90.1	90.1	90.7
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		feb	-7.5		
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		gen	0.3	%	0.3
Mar 23/2	08:00	GB	Retribuzioni medie		dic	3.6	%	4.0
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		dic	5.0	%	5.1
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		dic	-4.6	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		dic	-2.0	%	
	10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		dic	5.3	%	
	10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		dic	-1.3	%	
	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
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		dic	1.0	%	
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		dic	9.1	%	
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	feb	89.3		89.6
	Mer 24/2	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T4	0.1	%
08:00		GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T4	-3.9	%	-3.9
08:45		FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	feb	98		99
16:00		USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	gen	0.842	Mln	0.857
Gio 25/2	08:00	GER	Fiducia consumatori		mar	-15.6		-14.0
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		feb	92		90
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		feb	100.7		102.5
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	feb	95.1		96.0
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		feb	prel -14.8		-14.8
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	feb	91.5		92.0
	11:00	EUR	Fiducia industria		feb	-5.9		-5.8
	11:00	EUR	Fiducia servizi		feb	-17.8		-18.1
	11:00	EUR	M3 dest. a/a	*	gen	12.3	%	12.1
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	861	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	4.494	Mln	
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	gen	0.5	%	1.4
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	gen	1.1	%	0.7
	14:30	USA	PIL t/t ann. prelim		T4	4.0	%	4.3
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T4	prel 1.4	%	
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T4	prel 1.9	%	
	Ven 26/2	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		gen	-0.2 (-0.3)	%
00:50		GIA	Produzione industriale m/m prelim		gen	-1.0	%	4.0
08:00		GER	Prezzi import a/a		gen	-3.4	%	
08:45		FRA	Spese per consumi m/m	**	gen	23.0	%	-3.4
08:45		FRA	IPCA a/a prelim	*	feb	0.8	%	0.5
08:45		FRA	PIL t/t finale	*	T4	prel -1.3	%	-1.3
09:00		SPA	IPCA a/a prelim		feb	0.4	%	
11:00		ITA	Bilancia commerciale (non EU)		gen	7.9	Mld €	
14:30		USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		gen	-82.5	Mld \$	
14:30		USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	gen	1.5	%	1.3
14:30		USA	Deflatore consumi a/a	*	gen	1.3	%	1.3
14:30		USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	gen	0.3	%	0.1
14:30		USA	Redditi delle famiglie m/m		gen	0.6	%	8.0
14:30		USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	gen	-0.2	%	0.5
15:45		USA	PMI (Chicago)	*	feb	63.8		
16:00		USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		feb	prel 76.2		77.0

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 (22-26 febbraio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Lun 22/2	14:45	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
	21:30	USA	Discorso di Bowman (Fed)
Mar 23/2	16:00	USA	** Powell (Fed) presenta il rapporto semestrale sulla politica monetaria alla commissione bancaria del Senato
Mer 24/2	13:00	GB	Discorso di Haldane (BoE)
	16:00	USA	** Powell (Fed) presenta il rapporto semestrale sulla politica monetaria alla commissione servizi finanziari della Camera
	16:30	USA	Discorso di Brainard (Fed)
	19:00	USA	Discorso di Clarida (Fed)
	22:00	USA	Discorso di Clarida (Fed)
Gio 25/2	14:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	16:30	USA	Discorso di Bullard (Fed)
	17:10	USA	Discorso di Quarles (Fed)
	21:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
	--	UE	* Videoconferenza dei membri del Consiglio Europeo
Ven 26/2	09:30	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
	13:30	GB	Discorso di Ramsden (BoE)
	--	UE	* Videoconferenza dei membri del Consiglio Europeo

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

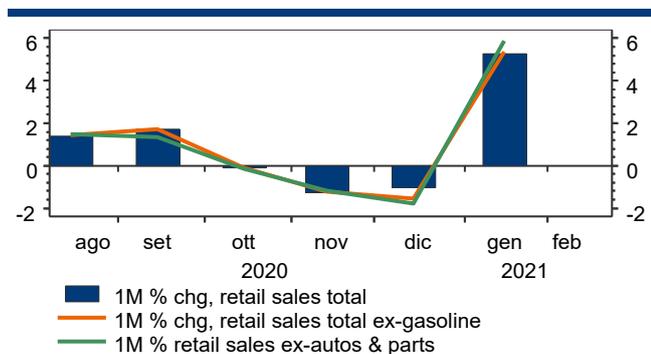
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	feb	3.5	6.0	12.1
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	dic	149.2	Mld \$	121.0
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	gen	0.1	%	0.2
PPI m/m	gen	0.3	%	0.4
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	gen	-1.8 (-1.4)	%	1.0
Vendite al dettaglio m/m	gen	-1.0 (-0.7)	%	1.1
Produzione industriale m/m	gen	1.3 (-1.6)	%	0.5
Impiego capacità produttiva	gen	74.9 (74.5)	%	74.8
Scorte delle imprese m/m	dic	0.5	%	0.5
Indice Mercato Immobiliare NAHB	feb	83	83	84
Richieste di sussidio	settim	848 (793)	x1000	765
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	4.558 (4.545)	Mln	4.413
Prezzi all'import m/m	gen	1.0 (0.9)	%	1.0
Indice Philadelphia Fed	feb	26.5	20.0	23.1
Licenze edilizie	gen	1.704	Mln	1.678
Nuovi cantieri residenziali	gen	1.680 (1.669)	Mln	1.658
Markit PMI Composito prelim.	feb	58.7		
Markit PMI Manif. prelim.	feb	59.2	58.5	
Markit PMI Servizi prelim.	feb	58.3	57.6	
Vendite di case esistenti (mln ann.)	gen	6.76	Mln	6.61

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

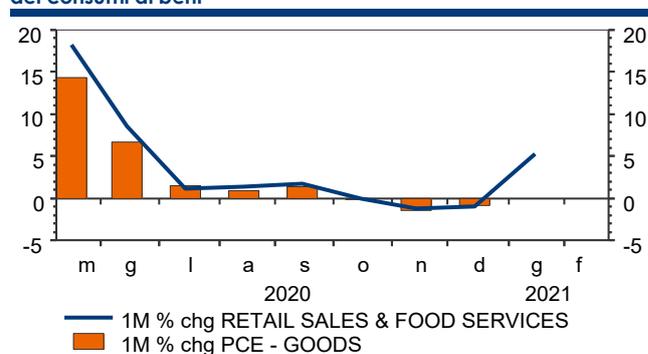
Le **vendite al dettaglio** sorpremono verso l'alto, con un boom di 5,3% m/m e 7,4% a/a (consenso: 1% m/m) dopo -1% m/m (rivisto da -0,7% m/m) a dicembre. La variazione degli ultimi tre mesi è in rialzo di 4,6% rispetto allo stesso periodo del 2020. Le vendite al netto delle auto crescono anche più velocemente, con una variazione di 5,9% m/m (6,1% a/a); l'aggregato che esclude auto e benzina è in rialzo di 6,1% m/m. Tutte le voci danno informazioni positive: auto +3,1% m/m, arredamento +12% m/m, elettronica +14,7% m/m, materiali da costruzione +4,6% m/m, abbigliamento +5% m/m, articoli sportivi +8% m/m, vendite online +11% m/m, grandi magazzini +23,5% m/m, servizi di bar e ristoranti +6,9% m/m (in risposta al miglioramento del quadro dei contagi). I dati confermano che l'accredito degli assegni di 600 dollari/persona e la ripresa dell'integrazione federale dei sussidi di disoccupazione (+300 dollari/settimana) hanno già avuto un effetto significativo sulla spesa delle famiglie, rinforzato dal miglioramento del quadro della pandemia che ha spinto le vendite anche nei comparti aggregativi (grandi magazzini, negozi, bar e ristoranti). La variazione delle vendite, ben al di sopra delle attese, dà un assaggio di quello che sarà probabilmente **un boom di consumi alimentato dallo stimolo fiscale e dal risparmio accumulato nei trimestri precedenti**. Il reddito disponibile dovrebbe essere in rialzo di più del 10% in termini reali nel 1° trimestre e crescere ulteriormente nei due trimestri centrali dell'anno, quando si aggiungerà il supporto del piano di emergenza in via di elaborazione, ancora più generoso di quello da 900 mld approvato a fine 2020.

#### Boom di vendite al dettaglio a gennaio



Fonte: Refinitiv Datastream

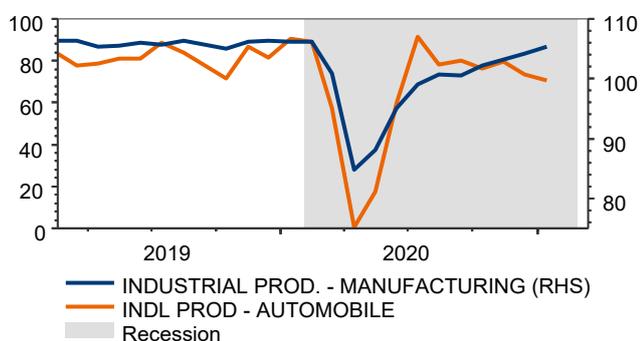
#### Le vendite al dettaglio di gennaio puntano a un ampio rimbalzo dei consumi di beni



Fonte: Refinitiv Datastream

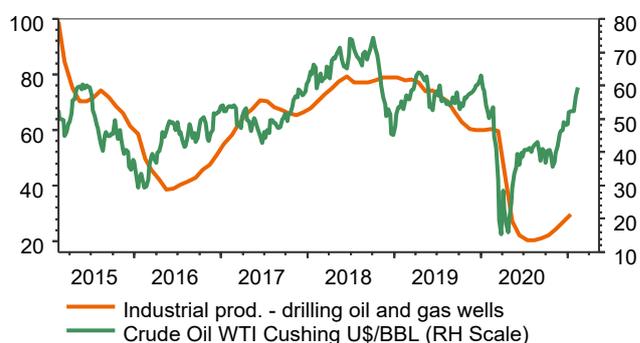
La **produzione industriale** a gennaio aumenta di 0,9% m/m (-1,8% a/a), contro attese di consenso per +0,5% m/m, spinta dall'estrattivo e dal manifatturiero. Il **manifatturiero** segna un incremento di 1% m/m, nonostante la parziale chiusura della produzione in diversi stabilimenti auto per la mancanza di parti (semiconduttori). Tutti i sotto-settori sono in espansione, a parte le auto (-0,7% m/m) e i prodotti minerali non metallici. L'**estrattivo** è in accelerazione, con una variazione di 2,3% m/m, terza variazione positiva consecutiva. Le **utility** registrano invece una contrazione, per via di condizioni climatiche particolarmente miti, ma ci attendiamo un netto rimbalzo del settore a febbraio, alla luce del crollo delle temperature e del maltempo. La forza e la diffusione della crescita nel manifatturiero danno indicazioni positive per l'espansione del settore anche nei prossimi mesi, al di là delle strozzature all'offerta.

#### La produzione manifatturiera è in rialzo a gennaio, nonostante la flessione nel settore auto, dovuta a scarsità di parti



Fonte: Refinitiv Datastream

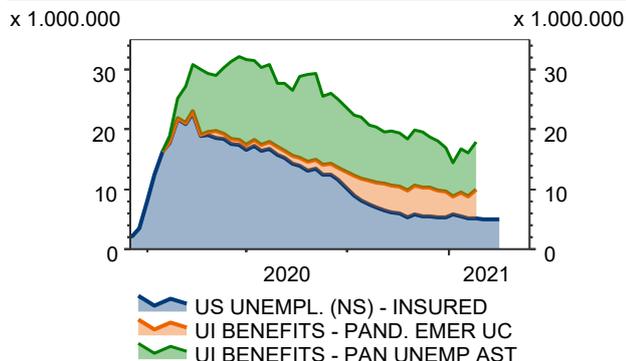
#### L'estrattivo riprende quota grazie al rialzo del prezzo del petrolio



Fonte: Refinitiv Datastream

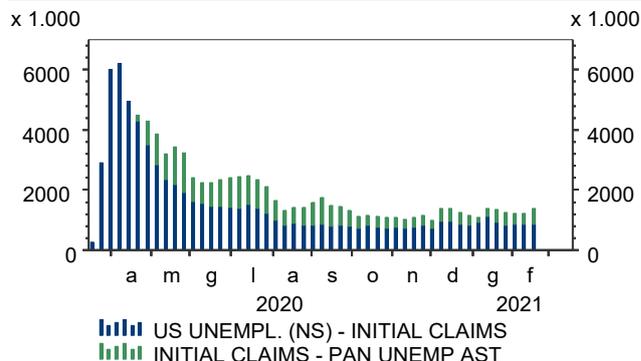
Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 13 febbraio aumentano a 861 mila, da 848 mila della settimana precedente. In termini non destagionalizzati invece correggono di 5700, a 862351. A questi si aggiungono 209 mila sussidi iniziali erogati con il programma federale Pandemic Unemployment Insurance. I dati dei nuovi sussidi si riferiscono alla settimana di rilevazione dell'employment report di febbraio e sembrano quindi segnalare ancora una dinamica occupazionale debole nel mese. I **sussidi statali esistenti** nella settimana conclusa il 6 febbraio sono pari a 4,494 mln in calo di 64 mila rispetto alla settimana precedente. I dati non destagionalizzati mostrano 4,945 mln di sussidi esistenti. A fine gennaio **il totale dei sussidi erogati con tutti i programmi statali e federali era pari a 18,340 mln**, in calo di 1,325 mln dalla settimana precedente. I sussidi esistenti restano in moderato calo, se pure con un ritmo più contenuto rispetto ai mesi scorsi, mentre è difficile interpretare il rialzo dei nuovi sussidi. Questo aumento potrebbe essere già in parte dovuto al clima particolarmente rigido di metà febbraio. I prossimi dati saranno negativamente influenzati dal maltempo diffuso e dall'ondata di gelo che ha bloccato l'attività in molti Stati, soprattutto nel centro-sud, questa settimana. Sarà quindi pressoché impossibile valutare la tendenza di fondo del mercato del lavoro dalle informazioni dei sussidi di febbraio.

**Sussidi statali esistenti in graduale calo a inizio febbraio, sussidi federali in aumento con la ripresa dei programmi a fine dicembre**



Fonte: Refinitiv Datastream

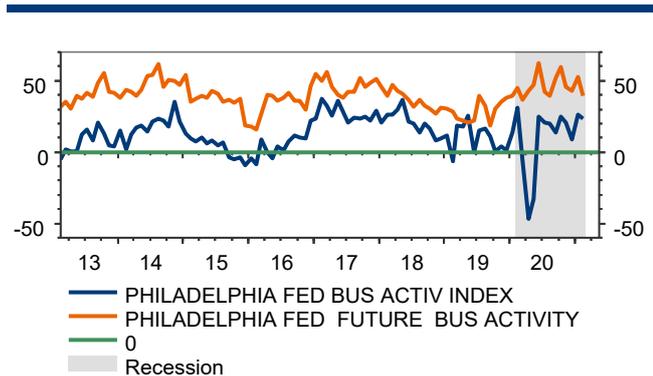
**Nuovi sussidi in rialzo a metà febbraio: possibile effetto del maltempo**



Fonte: Refinitiv Datastream

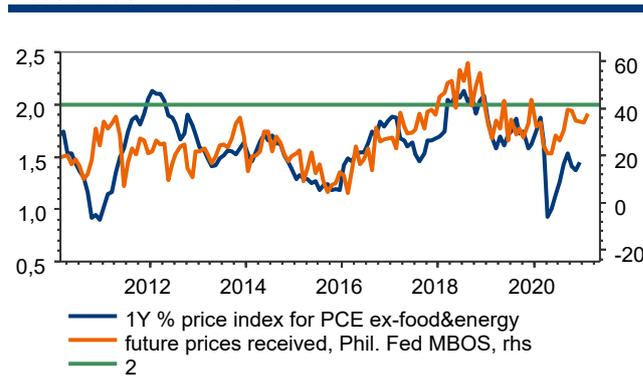
L'indice della **Philadelphia Fed** a febbraio corregge a 23,1 da 26,1 di gennaio. Lo spaccato dell'indagine è misto, con un calo degli ordini a 23,4 (-7,1 punti) e delle consegne a 21,5 (-1 punto), a fronte di un aumento della componente occupazione a 25,3 (+3 punti) e della settimana lavorativa a 30,6 (+12 punti). L'indice dei prezzi pagati aumenta a 54,4 (+9 punti), mentre quello dei prezzi ricevuti è in ampia flessione a 16,7 (-20 punti). Le domande speciali del mese riguardano **le politiche di prezzo delle aziende** che riportano per il 2021 aumenti attesi del 3% per i loro prezzi di vendita, in rialzo da previsioni di incremento del 2% riportate nell'indagine di novembre, e in linea con le aspettative per gli aumenti salariali previsti e per l'inflazione nazionale. La previsione mediana per l'inflazione a 10 anni è del 3%, in rialzo dal 2,5% previsto a novembre. **Gli indici a sei mesi sono in moderata flessione**, con l'indice generale di attività a 39,5 (-13 punti) e gli ordini a 36,6 (-11 punti). L'indice dei prezzi ricevuti fra 6 mesi, contrariamente a quanto registrato per la situazione corrente, aumenta a 37,8 da 33,9 di gennaio. L'indagine conferma lo scenario di espansione del settore sia nel breve sia nel medio termine e riporta il radicamento di aspettative di una moderata accelerazione della dinamica di prezzi e salari.

**Philadelphia Fed: modesto ritracciamento a febbraio**



Fonte: Refinitiv Datastream

**L'indice dei prezzi ricevuti fra 6 mesi dà segnali di ripresa moderata dell'inflazione**



Fonte: Refinitiv Datastream

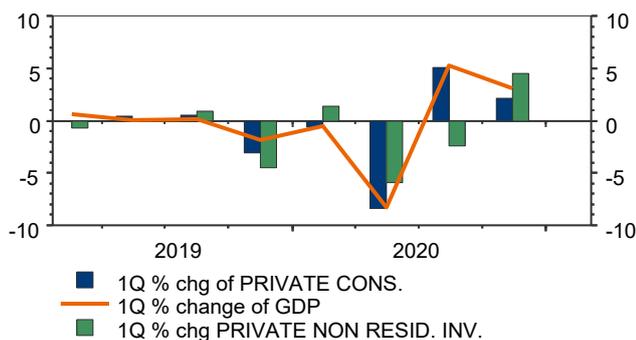
## Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL t/t prelim	T4	5.3	%	2.3	3.0
PIL t/t, ann. prelim	T4	22.9	%	9.5	12.7
Produzione industriale m/m finale	dic	-1.6	%		-1.0
Ordinativi di macchinari m/m	dic	1.5	%	-6.2	5.2
Bilancia commerciale	gen	749.6	(751.0) Mld ¥ JP	-600.0	-323.9
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	gen	-1.0	%	-0.7	-0.6
CPI (naz.) a/a	gen	-1.2	%		-0.6
PMI manifatturiero prelim	feb	49.8			50.6

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

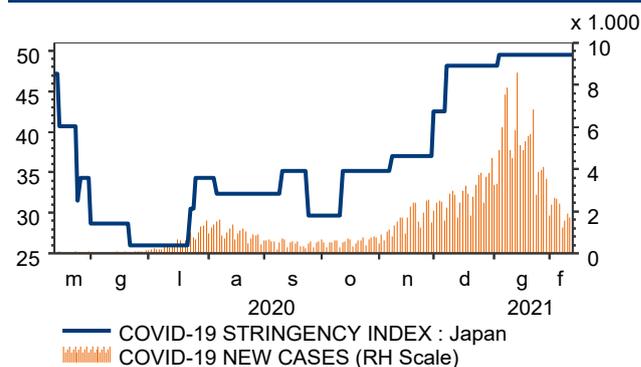
La prima stima del **PIL del 4° trimestre** sorprende verso l'alto, con una variazione di 3% t/t (12,7% t/t ann.), contro attese di consenso per una variazione di 2,3% t/t, grazie a sorprese verso l'alto da investimenti e spesa pubblica e a un ampio contributo del canale estero. Il livello del PIL è così inferiore di 1,1% rispetto a quello di fine 2019, grazie a sorprese positive da investimenti e spesa pubblica. I consumi aumentano di 2,2% t/t, spinti dai beni durevoli e dai programmi pubblici "Go To" di sostegno alla spesa turistica e per intrattenimento e ristorazione. Gli investimenti non residenziali sono in rialzo di 4,5% t/t, dopo una contrazione di -2,4% t/t in autunno, e le scorte sottraggono 0,4pp alla crescita. La spesa pubblica ha sostenuto ampiamente la crescita, con una variazione di 2% t/t dopo 2,6% t/t in estate. Le esportazioni nette danno un contributo di 1pp alla crescita, spinte da un aumento di 11,1% t/t, dopo 7,4% t/t nel 3° trimestre, a fronte di importazioni in rialzo di 4,1% t/t. Le esportazioni di beni, in aumento di 12,8% t/t, superano di 1,6% il livello di fine 2019. La **previsione per il 1° trimestre è di contrazione compresa fra -1,5% e -2% t/t**, in seguito al peggioramento della curva dei contagi e alla dichiarazione di stato di emergenza di gennaio, prorogato per ora fino al 7 marzo. Il governo ha segnalato ieri che, nonostante il miglioramento dei contagi, il tasso di occupazione dei letti ospedalieri rimane preoccupante e sarà monitorato per valutare un'eventuale ulteriore estensione delle misure di contenimento.

## Sorprese verso l'alto dal PIL del 4° trimestre 2020...



Fonte: Refinitiv Datastream

## ... ma il 1° trimestre registrerà una contrazione per via del deterioramento del quadro sanitario



Fonte: Refinitiv Datastream

Gli **ordini di macchinari** a dicembre sorprendono verso l'alto, con un incremento di 5,2% m/m, portando la variazione trimestrale ottobre-dicembre a 16,8% t/t. Gli ordini sono in solido rialzo sia nel manifatturiero (3,9% m/m) sia nel non manifatturiero (4,3% m/m). Le imprese prevedono che nel 1° trimestre si registri una contrazione di -8,5% t/t, sulla scia dello stato di emergenza nazionale che dovrebbe durare almeno fino a inizio marzo. Dopo un risultato migliore delle attese per il PIL del 4° trimestre, la previsione è che la crescita torni in territorio negativo a inizio 2021.

Il **CPI al netto degli alimentari freschi** a gennaio è in calo di -0,6% a/a, da -1% a/a di dicembre. La minore contrazione dell'indice è dovuta alla sospensione dei programmi "Go To" a sostegno del turismo e delle attività ricreative durante lo stato di emergenza per COVID. Il blocco della campagna "Go To" in questa fase di recrudescenza della pandemia implica contrazioni delle tariffe alberghiere e della ristorazione più contenute rispetto ai mesi precedenti. Il **CPI al netto di alimentari freschi ed energia** è in rialzo di 0,1% a/a, da -0,4% a/a di dicembre. Il netto calo dei nuovi contagi (a una media settimanale di 1300 dal picco oltre 6000 di inizio gennaio) potrebbe non essere sufficiente a evitare un'estensione dello stato di emergenza oltre il suo termine attuale al 7 marzo. Il Governo sta valutando un prolungamento delle misure di contenimento per limitare le pressioni sul sistema sanitario mentre inizia la campagna vaccinale anti-COVID. Con un'estensione dello stato di emergenza e il persistente rialzo dei prezzi energetici, il sentiero dell'inflazione al netto degli alimentari freschi dovrebbe essere verso l'alto, con un ritorno in territorio positivo ad aprile, per la prima volta da marzo 2020.

Il **PMI manifatturiero** a febbraio aumenta a 50,6 da 49,8 di gennaio. L'indagine registra modesti miglioramenti degli indici di occupazione (49,3 da 48,7), ordini (51 da 50,1), ordini all'export (51,4 da 48,2), produzione (51,3 da 49,2), tempi di consegna (47,5 da 46,8). L'indice dei **servizi** cala marginalmente a 44,7 da 44,8, con correzione per l'attività (45,8 da 46,1), ma in miglioramento per occupazione (50,8 da 50) e per le aspettative (a 54,7 da 53,5). Il settore dei servizi risente in modo più marcato dello stato di emergenza in vigore da inizio gennaio e della sospensione dei programmi pubblici di sostegno ai settori aggregativi e turistici. Dopo una sorpresa positiva per il PIL del 4° trimestre, la crescita dovrebbe tornare in territorio negativo a inizio 2021 per via del peggioramento dei contagi e dell'introduzione dello stato di emergenza, per poi riprendere un trend verso l'alto dal 2° trimestre in poi, sulla scia della ripresa della domanda domestica e del proseguimento della dinamica vivace delle esportazioni.

#### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PIL a/a 2a stima	T4	-5.1	%	-5.1	-5.0	
EUR	PIL t/t 2a stima	T4	-0.7	%	-0.7	-0.6	
EUR	Fiducia consumatori flash	feb	-15.5		-15.0	-14.8	
EUR	PMI servizi prelim	feb	45.4		45.9	44.7	
EUR	PMI manifatturiero prelim	feb	54.8		54.3	57.7	
EUR	PMI composito prelim	feb	47.8		48.0	48.1	
FRA	Tasso di disoccupazione	T4	9.1	(9.0)	%	9.0	8.0
FRA	IPCA m/m finale	gen	0.3		%	0.3	0.3
FRA	IPCA a/a finale	gen	0.8		%	0.8	+0.8
FRA	CPI m/m Ex Tob	gen	0.2		%		+0.1
FRA	PMI servizi prelim	feb	47.3			47.0	43.6
FRA	PMI manifatturiero prelim	feb	51.6			51.4	55.0
GER	ZEW (Sit. corrente)	feb	-66.4			-67.0	-67.2
GER	ZEW (Sentiment econ.)	feb	61.8			59.6	71.2
GER	PPI m/m	gen	0.8		%	0.8	+1.4
GER	PPI a/a	gen	0.2		%	0.3	+0.9
GER	PMI servizi prelim	feb	46.7			46.5	45.9
GER	PMI manifatturiero prelim	feb	57.1			56.5	60.6
ITA	Bilancia commerciale (EU)	dic	0.072	(0.088)	Mld €		-1.197
ITA	Bilancia commerciale (totale)	dic	6.751	(6.766)	Mld €		6.844
ITA	IPCA a/a finale	gen	0.5		%	0.5	0.7
ITA	IPCA m/m finale	gen	-1.1		%	-1.1	-0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	gen	0.5		%	0.5	0.7
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	gen	0.2		%	0.2	0.4

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

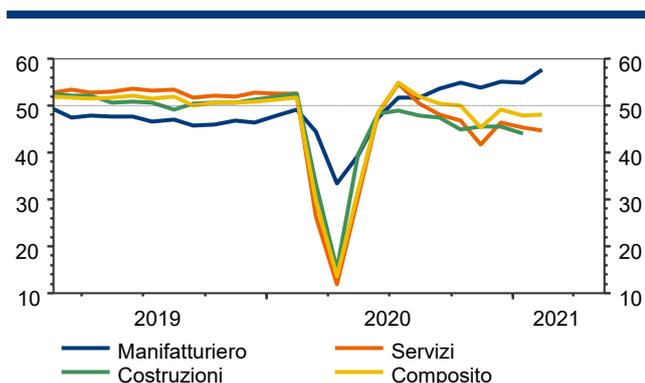
**Area euro.** La **stima flash del PMI manifatturiero** ha segnato un **miglioramento a 57,7 da 54,8 di gennaio**, toccando il massimo da febbraio del 2018. Gli indici per la produzione e per i nuovi

ordini esteri (rispettivamente a 57,5 e 57,9) confermano la forte crescita iniziata nei mesi estivi; l'occupazione passa su valori di poco superiori alla soglia di non cambiamento (50,9). La ripresa della domanda, i rincari delle materie prime e, forse, anche problemi legati alle filiere produttive hanno contribuito ad un forte aumento dei prezzi pagati (73,0 punti, massimo da aprile 2011), che si riflette in parte sui prezzi ricevuti (55,8).

A febbraio aumenta il ritmo di contrazione del settore dei servizi, che rimane il settore maggiormente colpito dalle misure restrittive: l'indice è sceso **a 44,7 da 45,4**. Nel terziario, tuttavia, gli ultimi cali dei nuovi ordini e dell'attività sono meno forti di quelli visti a novembre e nei mesi primaverili. Le aspettative rimangono su valori alti (65,0), grazie anche alle buone notizie sull'efficacia dei vaccini. Non vi è evidenza di pressioni inflattive: aggregando manifatturiero e servizi emerge una crescita stagnante dei prezzi applicati dalle imprese (50,0). **Il PMI composito** resta al di sotto della soglia di non cambiamento (a 48,1 da 47,8 precedente), indicando che a febbraio l'attività economica nell'Eurozona si è ridotta meno rispetto al mese precedente. L'indice rimane per il quarto mese in territorio recessivo ma, comunque, lontano dai minimi dei mesi primaverili del 2020. I PMI di gennaio e febbraio sono coerenti con una marginale contrazione del PIL nel 1° trimestre 2021.

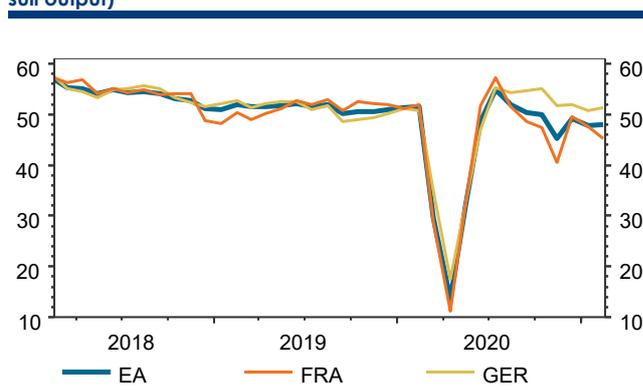
Lo **spaccato per Paese** ha visto un forte miglioramento del PMI manifatturiero della **Francia** (a 55,0 da 51,6), mentre i servizi registrano un nuovo aumento nel ritmo di contrazione (a 43,6 da 47,3). L'indice composito, a 45,2 da 47,7 precedente, è stabile in territorio recessivo: le indicazioni riflettono l'incertezza legata all'andamento della curva dei contagi. In **Germania**, il PMI manifatturiero sale a 60,6 da 57,1 precedente. Rimangono su valori alti sia l'indice dei nuovi ordini totali (62,1), che della produzione (62,2); l'occupazione (49,7) continua a segnare una contrazione, seppur a velocità ridotta. Nei servizi, l'indice di attività rimane in territorio recessivo (45,9); tuttavia, le imprese ritengono il calo transitorio: l'indice delle aspettative è balzato a 62,1, e l'occupazione rimane al di sopra della soglia di non cambiamento. L'indice composito è passato a 51,3, mostrando solo una marginale crescita ed un modesto incremento rispetto a 50,8 di gennaio.

PMI – Eurozona: indici per settore



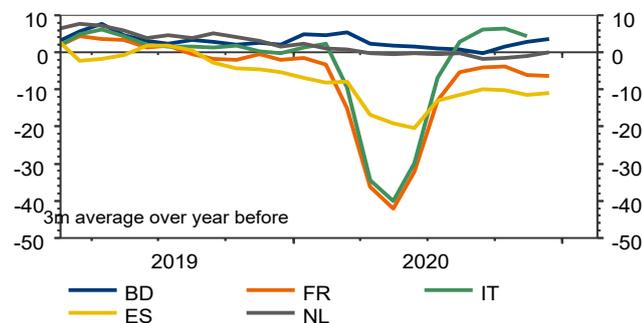
Fonte: IHS Markit

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

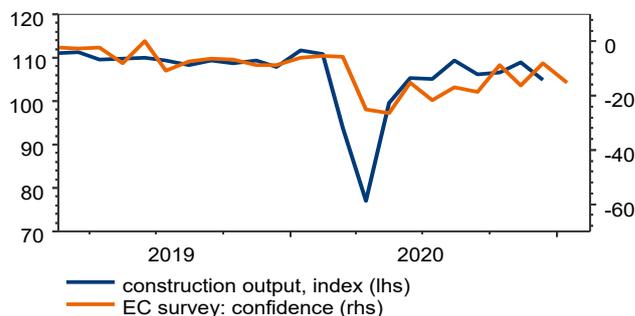


Fonte: IHS Markit

**Area euro.** La **produzione edile** ha chiuso il 2020 con una contrazione di **-3,7% m/m**. Rispetto a un anno prima, la produzione delle costruzioni è in calo di **-2,3% a/a**; la tendenza di fondo è piatta, con un po' di erraticità mensile. Il netto calo di dicembre riflette il crollo della Francia (-8,6% m/m) e la marcata flessione della Germania (-3,2%). La contrazione è stata analoga nell'ingegneria civile (-3,4% m/m) e nella costruzione di edifici (-3,8%). In media annua, la contrazione rispetto al 2019 è pari a -5,7% a/a. Il 2021 parte con un trascinarsi positivo di 1,6%, mentre quello sul 1° trimestre 2021 è di -1,7%. Il contributo alla variazione del valore aggiunto complessivo nel 4° trimestre è stato sostanzialmente nullo.

**Costruzioni: ripresa più fiacca in Francia e Spagna...**

Fonte: Eurostat

**... tendenza complessiva piatta, con un po' di erraticità mensile**

Fonte: Eurostat e Commissione Europea

**Area euro.** La **produzione industriale** dell'Eurozona è calata di **-1,6 m/m** in dicembre, dopo il +2,6% m/m (rivisto al rialzo) di novembre. Il livello della produzione è inferiore solamente del -0,8% rispetto a un anno fa (da -0,6% a/a precedente). La divisione per destinazione finale mostra una flessione di -3,1% m/m per i beni di investimento e di -0,6% m/m per i beni di consumo non durevoli, mentre crescono di +0,8% m/m i durevoli e di +1,0% m/m gli intermedi; l'aumento è più ampio per la produzione di energia (+1,4% m/m). È possibile una nuova flessione nel mese di gennaio, per via delle misure restrittive adottate in alcuni Paesi dell'Eurozona.

**Area euro.** La lettura preliminare del **PIL** relativa al 4° trimestre 2020 è stata rivista da -0,7% a **-0,6% t/t** (-5,0% a/a), un dato leggermente migliore del previsto. Il numero degli **occupati** è stimato in crescita di **+0,3% t/t** nello stesso periodo, ma la variazione rispetto a un anno prima resta abbondantemente negativa (-2,0% a/a).

**Germania.** L'indice **ZEW di fiducia economica** di febbraio è cresciuto ben al di sopra delle attese, a 71,2 da 61,8 precedente. La valutazione della **situazione corrente** ha mostrato una correzione a -67,2 da -66,4 di gennaio. Sebbene il rialzo delle aspettative sembri suggerire un clima complessivamente positivo, gli operatori mantengono una valutazione cauta per lo scenario attuale, principalmente per via della proroga delle misure restrittive fino al 7 marzo.

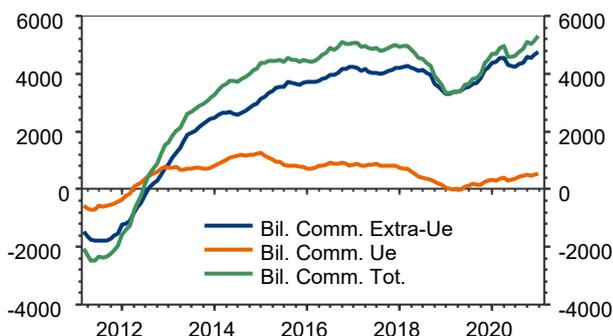
**Francia.** Il tasso di **disoccupazione** è sceso all'8,0% nel 4° trimestre, dopo il 9,1% dei mesi estivi; il dato è quasi stabile (-0,1%) rispetto ad un anno fa. Il calo del tasso dei senza lavoro è dovuto principalmente all'aumento degli occupati, e poi, come già accaduto nel 2° trimestre, all'aumento del tasso di inattività, a causa delle difficoltà "logistiche" nella ricerca attiva di lavoro durante la fase di *lockdown*. Il tasso di disoccupazione giovanile è sceso di oltre tre punti percentuali, a 18,4%. Ci aspettiamo una salita del tasso di disoccupazione nel trimestre corrente. L'effetto della crisi è stato ritardato dalle misure di sostegno mirate a preservare i contratti di lavoro esistenti e dalla rinuncia a cercare occupazione durante la crisi pandemica, sicché il picco della disoccupazione potrebbe manifestarsi con maggiore ritardo del solito.

**Francia.** La seconda lettura conferma l'accelerazione **dell'inflazione** di gennaio, sia sull'indice nazionale (a +0,6% a/a da 0,0% di dicembre), che sulla misura armonizzata (a +0,8% a/a da 0,0% precedente). Nel mese i prezzi al consumo sono saliti di due decimi sull'indice domestico e tre sull'armonizzato. Le pressioni al rialzo sono venute dall'energia (+1,7% m/m) e dagli alimentari freschi (+1,7% m/m); si registra, invece, un contributo marginale dei servizi (+0,1% m/m) e negativo dei prezzi del manifatturiero (-0,4% m/m). L'inflazione dovrebbe toccare il minimo per il 2021 a febbraio, per poi risalire nei prossimi mesi.

**Italia.** A dicembre, entrambi i flussi commerciali sono tornati a calare (export -3,8% m/m da +4% precedente, import -1,1% da +3%). Al netto dell'energia, che ha visto un incremento

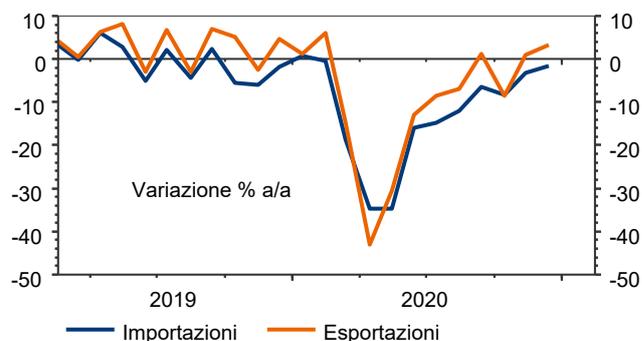
congiunturale a due cifre, la flessione di ambo i flussi sarebbe stata ancor più accentuata (-4,1% m/m per l'export, -2% per l'import). **Su base annua tuttavia, entrambi gli indicatori migliorano e si portano ai massimi post-COVID:** l'export da +1,1% a +3,3%, l'import da -3,2% a -1,7%; il recupero è più ampio al netto dell'energia (export +4,4%, import +3% a/a).

#### Tocca nuovi massimi l'avanzo commerciale



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

#### Entrambi i flussi mantengono un trend di recupero



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

Dal lato dell'export, spicca la crescita a due cifre verso Polonia, Cina, MERCOSUR e Regno Unito, mentre in calo su base annua troviamo soprattutto Paesi OPEC e Giappone; dal lato dell'import, si nota un progresso a doppia cifra per Repubblica Ceca, Belgio, Cina, Olanda, Polonia e Paesi ASEAN, e viceversa un calo a due cifre per Russia, OPEC, Stati Uniti e India. Il 2020 si è chiuso con una contrazione dell'export di -9,7% (la più ampia dal 2009), spiegata per oltre un terzo dai beni strumentali, con una flessione particolarmente ampia verso Francia, Regno Unito, Paesi ASEAN e OPEC; per l'import, l'anno si è chiuso con una caduta di -12,8%, dovuta soprattutto al crollo degli acquisti di prodotti energetici. **Nel 2020, l'avanzo commerciale è migliorato a 63,6 miliardi dai 56,1 miliardi** del 2019. Nel complesso, **il commercio estero mantiene un trend di ripresa**, tutto sommato poco intaccato dalla seconda ondata pandemica.

**Italia.** La **produzione nelle costruzioni** è tornata a calare a dicembre, di -4,6% m/m dopo il +2,2% di novembre. Sul dato corretto per gli effetti di calendario, l'output torna in negativo su base annua, a -1,5%, minimo dallo scorso giugno. Nell'ultimo trimestre dell'anno, la produzione ha subito una caduta di -3,4% t/t, dopo il balzo di +49,4% dei mesi estivi (dovuto alla riapertura dei cantieri dopo la chiusura primaverile): il settore dovrebbe aver dato dunque come previsto un contributo al PIL più negativo di quello dell'industria in senso stretto. Nell'insieme del 2020, dopo tre anni di crescita l'output nelle costruzioni ha visto una caduta di -8,2%: si tratta del minimo dal 2013. Dopo l'ampio rimbalzo estivo e la parziale correzione autunnale, il settore delle costruzioni potrebbe riprendere un trend di moderata crescita nei prossimi mesi, in coerenza con la ripresa della fiducia dei costruttori vista a inizio 2021.

**Italia.** La **seconda stima dei prezzi al consumo** di gennaio ha visto una revisione al rialzo di due decimi sul NIC, a +0,4% a/a da +0,2% della stima preliminare e da -0,2% di dicembre (con prezzi in aumento di 0,7% m/m) e a +0,7% da +0,5% della prima lettura e da -0,3% del mese precedente sull'indice armonizzato Ue (con listini in calo di -0,9% m/m, meno della stagionalità di gennaio per via del rinvio dei saldi invernali). A gennaio, sull'indice domestico, i rincari sono venuti dalle spese per la casa (visto l'aumento delle tariffe su luce e gas), dalle comunicazioni, dai trasporti (per via degli aumenti dei carburanti), dagli alimentari e dai servizi ricettivi e di ristorazione; viceversa, sono calati i prezzi delle spese per il tempo libero. Anche l'inflazione "di fondo" è stata rivista al rialzo, di un decimo, a 0,8% a/a, da 0,7% della stima flash e da 0,6% di dicembre. Il gap tra indice domestico e armonizzato dovrebbe ricomporsi a partire dal mese di aprile. Abbiamo rivisto di

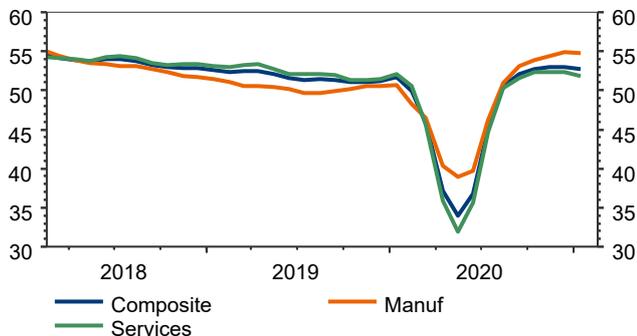
recente marginalmente al rialzo la stima sull'inflazione 2021, a 0,6%. Il CPI potrebbe comunque rimanere tra zero e 0,5% sino alla primavera.

**Italia.** Il **debito pubblico** a fine 2020 ha raggiunto 2.569,3 miliardi, con un balzo di 159,4 miliardi rispetto all'anno precedente. In percentuale del PIL, il debito dovrebbe attestarsi a circa 155,4%, in ampio aumento dal 134,7% del 2019, ma su livelli inferiori a quanto atteso. L'aumento del debito è dovuto sia alla crescita del fabbisogno delle Amministrazioni Pubbliche (152,4 miliardi) sia all'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (+9,6 miliardi, a 42,5).

**Paesi Bassi.** La prima stima indica che nel 4° trimestre il **PIL** è calato marginalmente, registrando un -0,1% t/t (-3,0% a/a) da +7,8% t/t (-2,5% a/a) precedente. Lo spaccato mostra un contributo della domanda interna di -0,2, da +7,1 precedente; i consumi privati sono diminuiti di -1,4% t/t, mentre gli investimenti fissi sono aumentati di +1,8% t/t. L'export ha contribuito positivamente alla crescita per +0,1 da +2,0 precedente, con le esportazioni a +1,0% t/t da +8,3% t/t e le importazioni a +1,1% t/t da +6,7% t/t. Il 2020 si chiude con una contrazione di -3,8% rispetto al 2019, meglio delle attese.

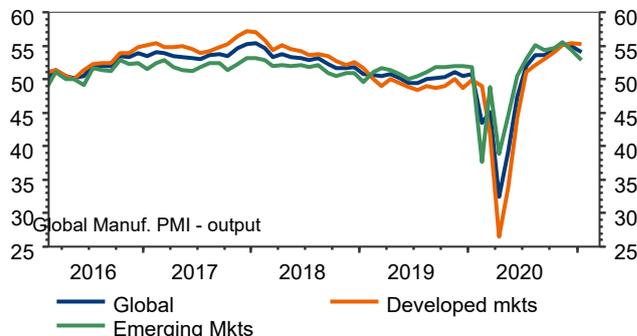
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



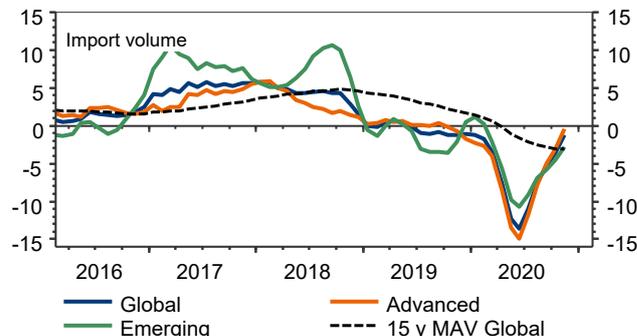
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



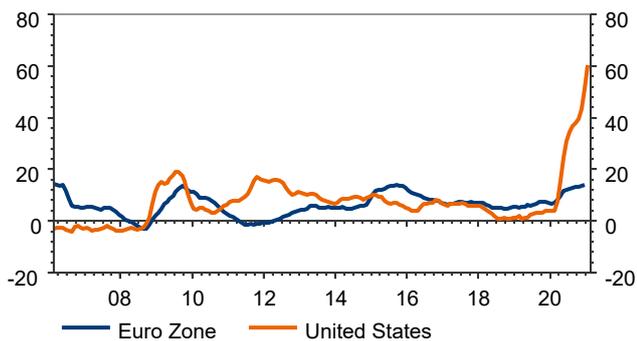
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



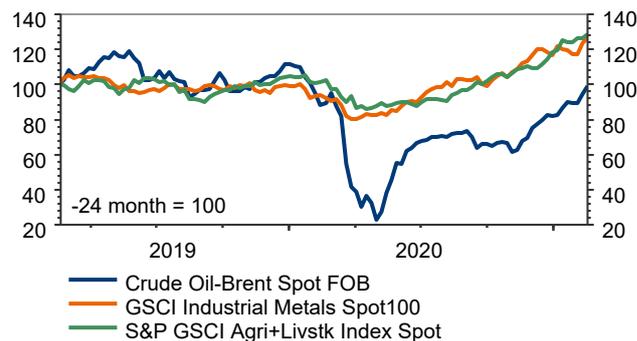
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

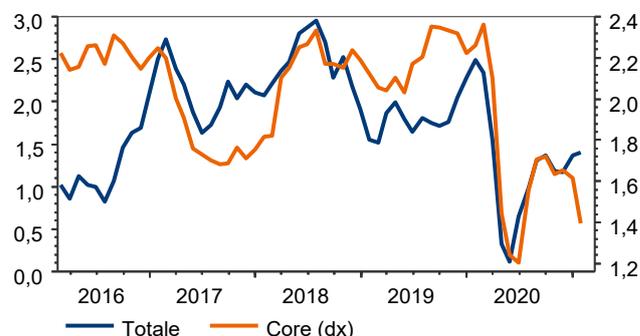
## Stati Uniti

## Indagini ISM



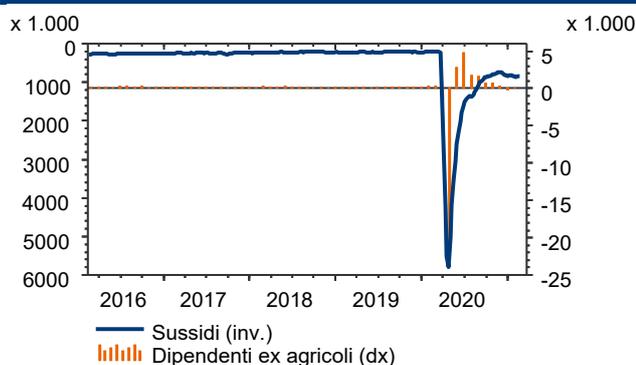
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



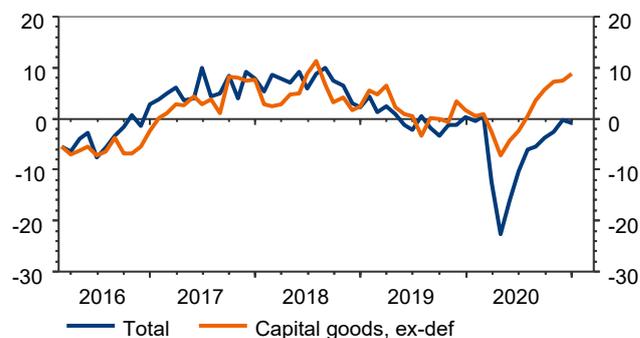
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

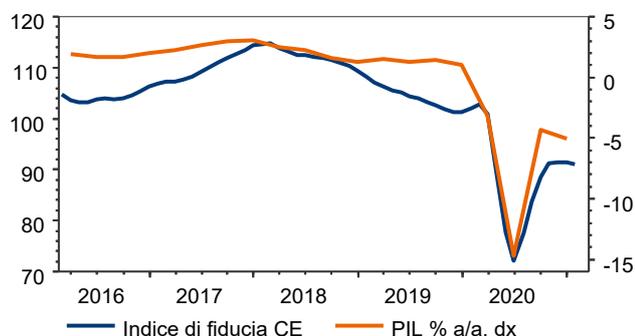
## Previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021				2022						
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.5	6.2	3.1	0.3	-9.0	-2.8	-2.5	0.0	12.4	6.5	6.4				
- trim./trim. annualizzato				-5.0	-31.4	33.4	4.0	4.9	9.8	7.4	3.5				
Consumi privati	-3.9	6.8	4.6	-6.9	-33.2	41.0	2.5	4.2	9.8	10.8	5.4				
IFL - privati non residenziali	-4.0	7.6	2.7	-6.7	-27.2	22.9	13.8	11.2	5.2	4.4	3.0				
IFL - privati residenziali	5.9	11.8	0.8	19.0	-35.6	63.0	33.5	9.5	1.5	0.5	0.4				
Consumi e inv. pubblici	1.1	0.6	-1.3	1.3	2.5	-4.8	-1.2	5.9	5.9	-8.5	-0.9				
Esportazioni	-13.0	7.0	7.3	-9.5	-64.4	59.6	22.0	3.2	6.9	12.3	9.2				
Importazioni	-9.3	10.9	5.2	-15.0	-54.1	93.1	29.5	-0.8	7.0	8.5	6.5				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	1.2	-0.2	-1.7	-4.3	6.5	1.0	0.5	1.5	1.0	-0.5				
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.3	-2.9												
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.7	-10.3	-6.5												
Debito pubblico (% PIL)	161.5	162.5	160.4												
CPI (a/a)	1.2	2.3	1.9	2.1	0.4	1.2	1.2	1.7	3.1	2.3	2.1				
Produzione Industriale	-6.6	5.8	2.0	-1.7	-13.0	9.4	2.4	2.1	0.8	0.5	0.3				
Disoccupazione (%)	8.1	5.9	4.6	3.8	13.1	8.8	6.8	6.6	6.4	5.7	5.0				

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

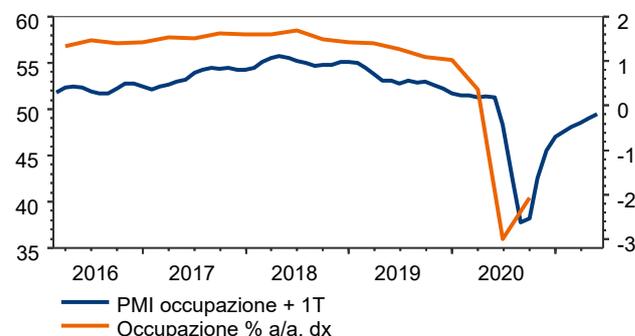
## Area euro

## PIL



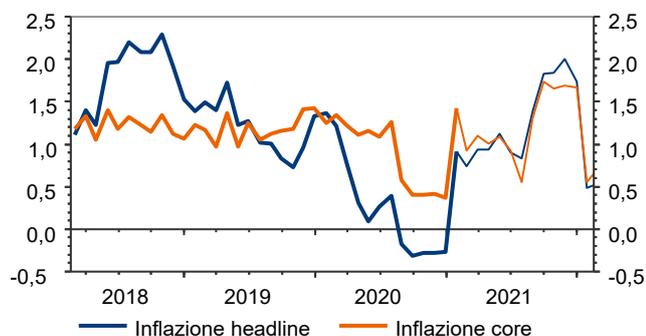
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	0.5
febbraio	1.2	0.7	0.5
marzo	0.7	0.9	1.1
aprile	0.3	0.9	1.4
maggio	0.1	1.1	1.5
giugno	0.3	0.9	1.5
luglio	0.4	0.8	1.2
agosto	-0.2	1.4	1.3
settembre	-0.3	1.8	1.6
ottobre	-0.3	1.8	1.5
novembre	-0.3	2.0	1.4
dicembre	-0.3	1.7	1.5

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2020p	2021p	2022p	2019	2020	2021					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.8	4.1	4.1	1.0	-3.2	-14.7	-4.3	-5.0	-1.8	12.5	2.3
- i/t				0.1	-3.7	-11.7	12.4	-0.6	-0.5	1.2	2.2
Consumi privati	-8.2	2.1	3.8	0.1	-4.5	-12.4	13.9	-4.0	-0.3	1.5	1.5
Investimenti fissi	-8.4	5.7	4.6	6.2	-5.8	-15.9	13.6	0.9	0.6	1.0	2.3
Consumi pubblici	0.7	2.7	1.3	0.3	-0.6	-2.2	4.8	-0.1	0.4	0.3	0.5
Esportazioni	-10.0	8.6	5.1	0.1	-3.8	-18.9	16.8	2.5	0.8	2.5	2.3
Importazioni	-9.9	5.4	4.6	2.2	-2.9	-18.2	12.2	1.2	1.0	1.9	2.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.5	0.4	-0.3	0.6	-0.2	-1.3	0.7	-0.5	-0.2	0.6
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.3	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.8	-6.4	-4.7								
Debito pubblico (% PIL)	101.7	102.3	102.6								
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	1.3	1.2	1.0	1.1	0.2	0.0	-0.3	0.9	1.0	1.4
Produzione industriale (a/a)	-8.7	8.5	3.8	-2.1	-6.0	-20.1	-6.6	-1.6	2.0	21.5	5.6
Disoccupazione (%)	8.0	8.6	8.4	7.4	7.3	7.6	8.6	8.3	8.4	8.7	8.7
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.53	-0.52	-0.40	-0.41	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.53	-0.53

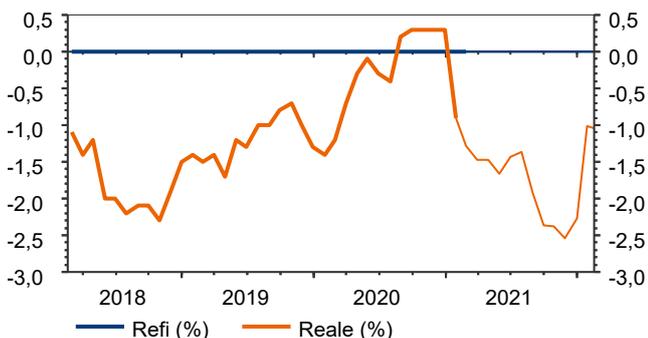
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	giu	set	dic	18/2	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

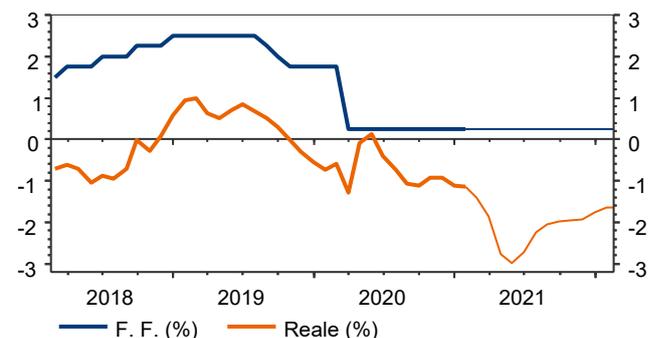


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	18/2	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	0.18	0.30	0.36	0.36	0.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

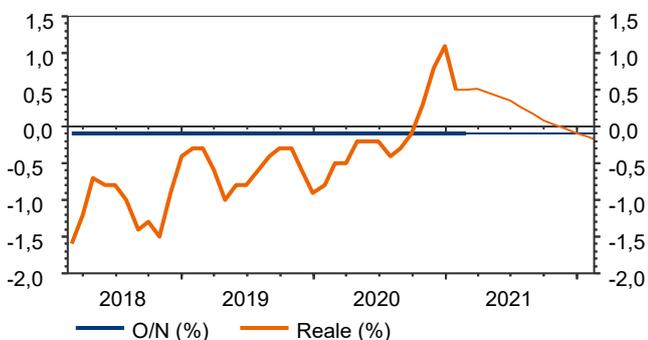


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	giu	set	dic	18/2	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	-0.08	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

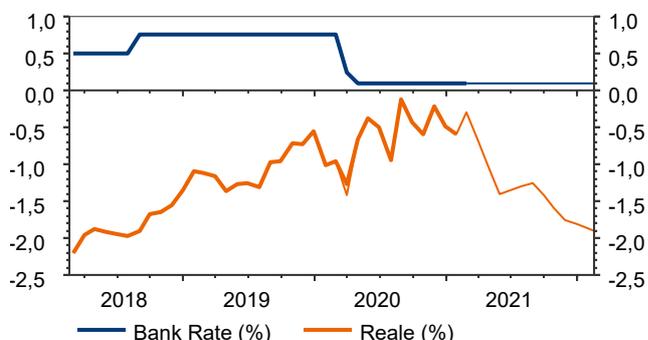


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	18/2	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	0.06	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	19/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.08	1.19	1.18	1.21	1.2141	1.19	1.17	1.18	1.19	1.20
USD/JPY	111	111	106	104	104	105.34	103	106	108	110	112
GBP/USD	1.30	1.30	1.32	1.32	1.36	1.3998	1.35	1.37	1.40	1.42	1.44
EUR/CHF	1.14	1.06	1.08	1.08	1.08	1.0849	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	125	119	126	123	126	127.90	123	124	127	131	134
EUR/GBP	0.87	0.83	0.90	0.89	0.89	0.8672	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
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
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
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com