

Weekly Economic Monitor

Il punto

Malgrado la ripresa degli indici di fiducia delle imprese osservata in febbraio, nel 1° trimestre 2021 si prospetta una netta contrazione del PIL della **Germania**, che nel trimestre autunnale del 2020 aveva tenuto meglio del resto dell'area euro. L'industria manifatturiera continua a contribuire positivamente, ma l'impatto delle restrizioni sanitarie sul valore aggiunto di servizi e commercio sarà largamente preponderante.

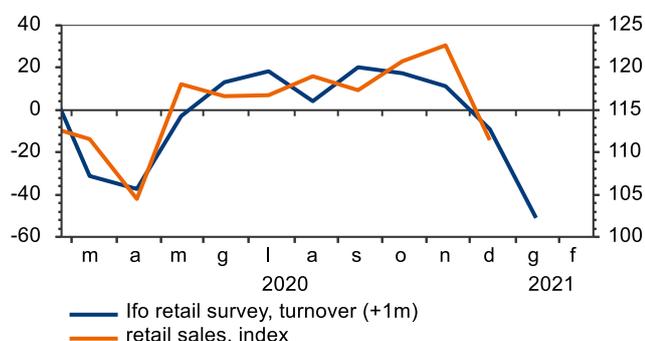
Abbiamo rivisto al ribasso le proiezioni di crescita per l'**economia italiana** nel 2021 al 3,7%. Le proiezioni 2022-23 sono state però riviste al rialzo.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, l'inflazione di febbraio è attesa poco variata nell'Eurozona (a +0,8% da +0,9% precedente) e in Germania (a +1,5% da +1,6% a/a), in calo invece in Italia (a 0,3% da 0,7%). La stima finale delle indagini PMI relative al mese di febbraio confermerà la debolezza dell'attività economica nella maggior parte dei Paesi dell'area, guidata ancora una volta dai servizi. La disoccupazione è attesa quasi stabile sia in Germania che nella media dell'Eurozona ma la salita potrebbe arrivare dal 2° semestre. Le vendite al dettaglio di gennaio nell'Eurozona dovrebbero mostrare una decrescita, anche per via del crollo dei consumi tedeschi, che durerà nel mese corrente. Sempre a gennaio, i nuovi ordini dall'industria in Germania, al contrario delle vendite, dovrebbero registrare un miglioramento. Infine, la seconda lettura dei dati di contabilità nazionale relativi al 4° trimestre in Italia dovrebbe confermare la contrazione del PIL nei mesi autunnali, che probabilmente sarà seguita da una flessione solamente marginale dell'attività nel trimestre invernale.

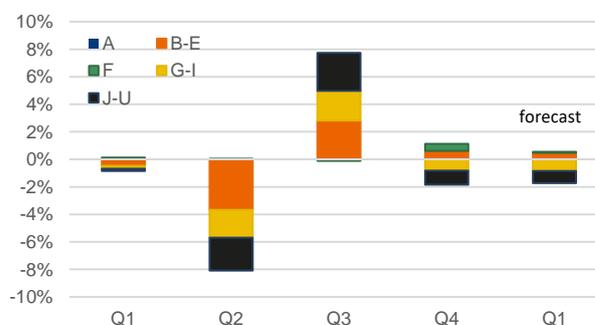
La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**, resi però poco attendibili dall'ondata di maltempo che ha colpito gran parte del Paese a febbraio. Gli indici ISM e l'employment report dovrebbero riportare un'espansione dell'attività e dell'occupazione, ma con indicazioni più deboli rispetto a quelle coerenti con i trend sottostanti, al netto dell'ondata di gelo. Per gennaio, la spesa in costruzioni dovrebbe proseguire sul sentiero di espansione e la bilancia commerciale dovrebbe registrare una modesta chiusura del deficit.

Germania: crollo delle vendite al dettaglio per le restrizioni sanitarie...



Fonte: Ifo, DeStatis e Refinitiv

...e nel 1° trimestre 2021 la crescita di industria e costruzioni non riuscirà a compensare la contrazione del terziario



Nota: contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto totale. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati DeStatis

26 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

Il punto

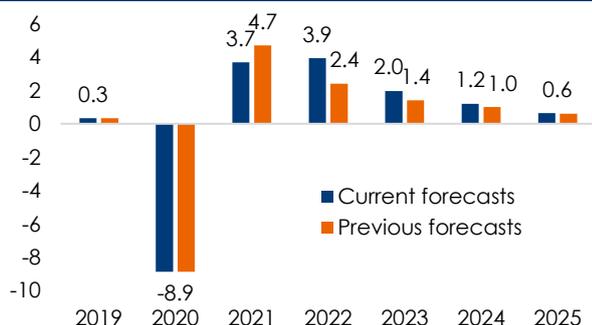
Malgrado la ripresa degli indici di fiducia delle imprese osservata in febbraio, nel 1° trimestre 2021 si prospetta una netta contrazione del PIL della **Germania**, che nel trimestre autunnale del 2020 aveva tenuto meglio del resto dell'area euro. L'industria manifatturiera continua a contribuire positivamente, ma l'impatto delle restrizioni sanitarie sul valore aggiunto di servizi e commercio sarà largamente preponderante.

- In febbraio l'indice Ifo è salito di oltre 2 punti, con miglioramenti nella componente aspettative ma anche nel giudizio delle imprese sulla situazione corrente. Anche l'indice PMI composito di produzione è salito da 50,8 a 51,3. Tuttavia, malgrado questi segnali di ripresa la prospettiva di una netta contrazione del PIL della Germania nel 1° trimestre 2021 si fa sempre più concreta.
- Il fattore critico è costituito dal **severo regime di confinamento in vigore dal 16 dicembre, e prorogato ora fino al 7 marzo** (con la possibilità di allentamento a livello regionale se il tasso di incidenza cala sotto 35 casi ogni 100.000 abitanti). Le misure restrittive hanno fermato i servizi alla persona, l'industria dell'intrattenimento, i servizi sportivi, la ristorazione e i bar (tranne che per l'asporto), il turismo e le strutture commerciali non essenziali. In dicembre, i 15 giorni di applicazione erano stati sufficienti ad abbattere le vendite al dettaglio di 9,6%, ma in gennaio la restrizione si è applicata a tutto il mese. In febbraio non si è verificato alcun allentamento significativo, ed è plausibile che i volumi del commercio siano rimasti sostanzialmente fermi sui livelli di gennaio, dopo la correzione per la stagionalità. In effetti, l'indice Ifo sul volume di affari nel commercio al dettaglio è crollato a febbraio a -51 escludendo le rivendite di autoveicoli, e a -53,2 includendo queste ultime: si tratta di livelli inferiori a quelli dell'aprile 2020.
- Tutte le indagini di fiducia hanno mostrato un andamento divergente di industria manifatturiera e costruzioni, da una parte, servizi e commercio, dall'altra; in teoria, la sintesi del PMI composito direbbe che l'economia sta ancora crescendo. Tuttavia, **gli indici di diffusione non possono offrire indicazioni utili riguardo all'effetto netto** quando la contrazione è confinata a pochi settori ma estremamente intensa. Il contributo positivo dell'industria manifatturiera sarà significativo, ma difficilmente sufficiente a compensare l'effetto delle chiusure: il trascinarsi positivo da fine 2020 è di 1,1%, e forse la crescita complessiva del trimestre potrebbe superare i due punti percentuali. Le costruzioni hanno chiuso il 2020 in forte flessione, e anche se ci sono tutte le condizioni per un recupero nel trimestre invernale, la necessità di compensare il trascinarsi negativo di 1,4 punti percentuali implica che il contributo alla crescita del valore aggiunto sarà trascurabile. Perciò, **l'industria potrebbe aggiungere circa 3 miliardi al PIL di inizio 2021; tuttavia, nello stesso periodo il terziario potrebbe toglierne da 10 a 15**, di cui oltre metà nel commercio e nei servizi di ristorazione e accoglienza.
- L'indice settimanale di attività della Deutsche Bundesbank è sceso a -0,8 nella terza settimana di febbraio, livello che, in base alle nostre analisi quantitative, implica una **probabilità di variazione negativa del PIL del 97%** e un'**intensità di -1,2% t/t**. Quest'ultima coincide con la stima della Banca centrale. Anche l'analisi dal basso del paragrafo precedente arriva a simili conclusioni sulla dimensione della contrazione.
- Il 1° trimestre dovrebbe però anche essere un punto di svolta. La situazione epidemiologica è in netto miglioramento grazie alle restrizioni: il tasso di incidenza medio è calato a 59 ogni 100.000 abitanti. Anche se le vaccinazioni non avranno ripercussioni positive sulla resilienza del sistema sanitario ancora per mesi, la lunga chiusura invernale potrebbe consentire di evitare un confinamento su larga scala nel trimestre primaverile, come invece potrebbe avvenire in Italia e in altri paesi dell'area. Perciò è **probabile un rimbalzo da riapertura fra marzo e aprile, con ripercussioni positive sulla crescita del 2° trimestre**. Il rafforzamento delle misure di sostegno (recentemente sono stati introdotti risarcimenti proporzionali alla perdita di fatturato anche per i lavoratori autonomi) non ha evitato del tutto né il calo dell'occupazione (che a dicembre era di 1,7% inferiore a un anno prima) né dei redditi delle famiglie, ma ne ha ampiamente ridotto l'entità. C'è molto risparmio forzoso che può essere speso una volta che beni e servizi torneranno disponibili.

Abbiamo rivisto al ribasso le proiezioni di crescita per l'**economia italiana** nel 2021 al 3,7%. Le proiezioni 2022-23 sono state però riviste al rialzo.

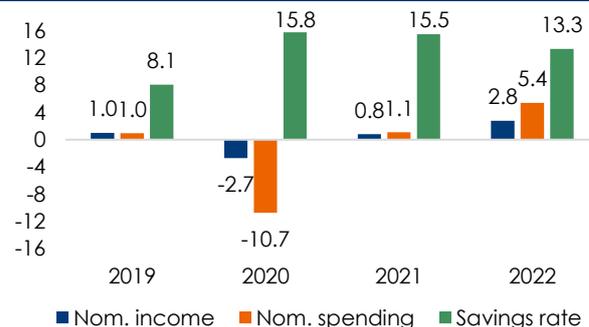
- Recentemente, **abbiamo rivisto al ribasso le prospettive di crescita dell'economia italiana per quest'anno, ma al rialzo quelle per il 2022 (e per gli anni successivi)**. Riassumiamo qui i punti essenziali, rinviando per i dettagli sulle nuove previsioni al nostro rapporto mensile *La Bussola dell'economia italiana*, recentemente pubblicato.
- La revisione al ribasso per il 2021 (a 3,7%, da un precedente 4,7%) deriva da un debole inizio d'anno**: il protrarsi più del previsto delle restrizioni in essere (e anzi la crescente possibilità di una nuova stretta nelle prossime settimane), nonché i rallentamenti nella campagna vaccinale sono coerenti con un PIL circa piatto nel 1° semestre dell'anno (nelle nostre stime, in lieve calo nei primi tre mesi e in aumento solo moderato nel 2° trimestre).
- La revisione per il 2021 riguarda soprattutto i consumi**, che resteranno deboli, in particolare nella componente servizi, verosimilmente per tutto il 1° semestre. Potenzialmente il balzo del risparmio visto nel 2020 potrebbe costituire un serbatoio di crescita per i consumi (stimiamo che, se il tasso di risparmio nel 2021 tornasse ai livelli del 2021, ne deriverebbe un impatto aggiuntivo sulla spesa nominale delle famiglie per oltre 80 miliardi); tuttavia, con ogni probabilità la propensione al risparmio nel 2021 scenderà in misura solo lieve rispetto all'anno scorso, limitando il recupero per i consumi. Al contrario, si prospetta una buona crescita per gli investimenti, e dovrebbe continuare il trend di recupero del commercio estero.
- Viceversa, la **revisione al rialzo per gli anni successivi** (da 2,4% a 3,9% per il 2022, da 1,4% a 2% per il 2023 e da 1% a 1,2% per il 2024) deriva da due fattori: 1) il minore rimbalzo del 2021 proietta maggiori margini per recuperare i livelli pre-crisi negli anni successivi, specie nei settori più intaccati dalle restrizioni; 2) il cambio di governo ha già indotto effetti sulle condizioni finanziarie¹, e potrebbe aver influito anche sul miglioramento degli indici di fiducia a febbraio (vedi commento nell'*Osservatorio macroeconomico* più avanti in questa pubblicazione): questi effetti potrebbero proseguire nei prossimi mesi; l'impatto sulla crescita sarebbe decisamente potenziato in caso di efficacia nel perseguimento di uno degli obiettivi principali del nuovo esecutivo, ovvero un'accelerazione nel ritmo della campagna vaccinale; soprattutto, gli effetti sarebbero più duraturi se il Governo potenzierebbe il *Recovery Plan* e otterrà risultati nell'implementazione almeno di alcune delle riforme strutturali annunciate. Tutto ciò ci induce a un maggior ottimismo per il sentiero di crescita dell'economia italiana atteso a partire dalla seconda metà di quest'anno, soprattutto con riferimento al 2022.

Abbiamo rivisto al ribasso la previsione sul PIL per il 2021 ma al rialzo quella per gli anni successivi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su variazione % annua del PIL reale

Il tasso di risparmio calerà in misura solo lieve nel 2021, limitando le possibilità di recupero dei consumi

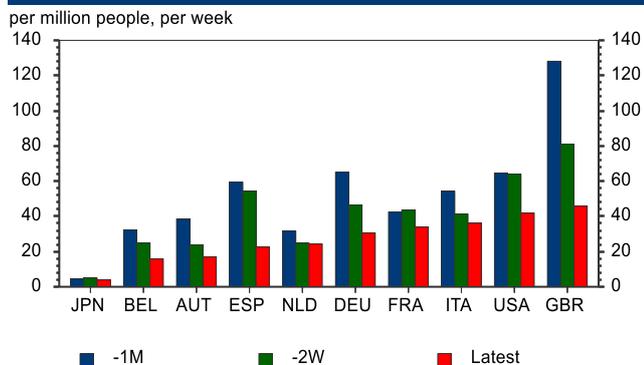


Nota: var. % annua di reddito e spesa delle famiglie in termini nominali, tasso di risparmio in % del reddito disponibile. Fonte: elaborazioni e previsioni ISP

¹ Solo il calo dello spread BTP-Bund intervenuto a partire dal ricevimento del mandato da parte di Draghi (-20pb) ha l'effetto a regime di ridurre di un decimo il disavanzo pubblico e migliorare di altrettanto la crescita del PIL; l'effetto sulla crescita potrebbe raddoppiare in caso di riduzione dell'incertezza economica e miglioramento della fiducia delle imprese, accompagnato da un impatto positivo sull'offerta di credito (stime Intesa Sanpaolo sulla base dei moltiplicatori calcolati dal MEF e da Banca d'Italia).

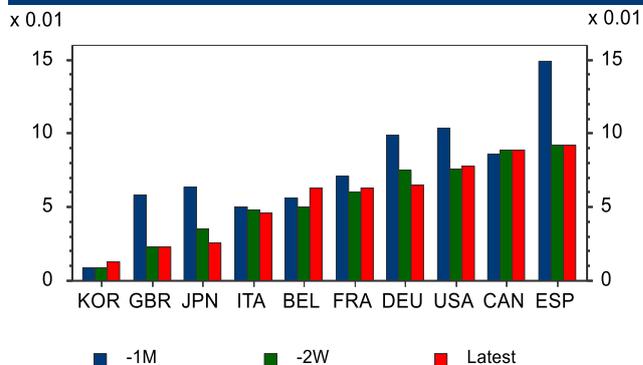
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



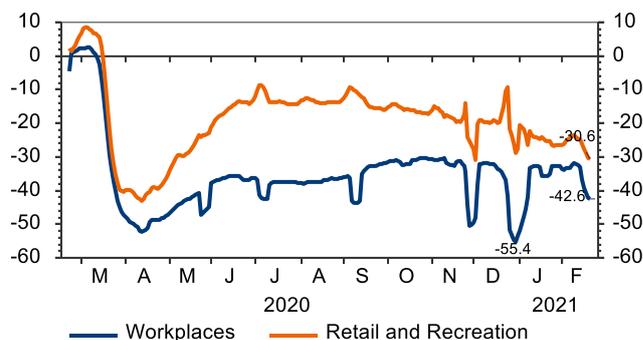
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



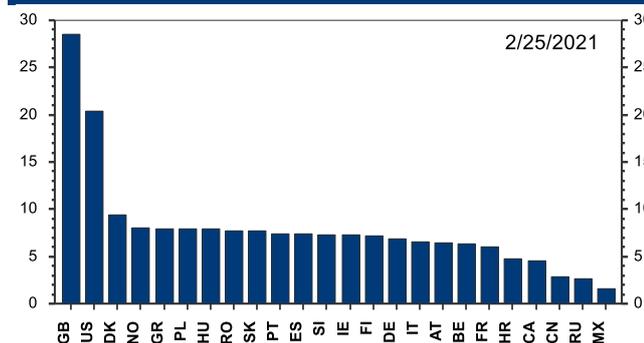
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

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**, l'inflazione di febbraio è attesa poco variata nell'Eurozona (a +0,8% da +0,9% precedente) e in Germania (a +1,5% da +1,6% a/a), in calo invece in Italia (a 0,3% da 0,7%). La stima finale delle indagini PMI relative al mese di febbraio confermerà la debolezza dell'attività economica nella maggior parte dei Paesi dell'area, guidata ancora una volta dai servizi. La disoccupazione è attesa quasi stabile sia in Germania che nella media dell'Eurozona ma la salita potrebbe arrivare dal 2° semestre. Le vendite al dettaglio di gennaio nell'Eurozona dovrebbero mostrare una decrescita, anche per via del crollo dei consumi tedeschi, che durerà nel mese corrente. Sempre a gennaio, i nuovi ordini all'industria in Germania, al contrario delle vendite, dovrebbero registrare un miglioramento. Infine, la seconda lettura dei dati di contabilità nazionale relativi al 4° trimestre in Italia dovrebbe confermare la contrazione del PIL nei mesi autunnali, che probabilmente sarà seguita da una flessione solamente marginale dell'attività nel trimestre invernale.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**, resi però poco attendibili dall'ondata di maltempo che ha colpito gran parte del Paese a febbraio. Gli indici ISM e l'*employment report* dovrebbero riportare un'espansione dell'attività e dell'occupazione, ma con indicazioni più deboli rispetto a quelle coerenti con i trend sottostanti, al netto dell'ondata di gelo. Per gennaio, la spesa in costruzioni dovrebbe proseguire sul sentiero di espansione e la bilancia commerciale dovrebbe registrare una modesta chiusura del deficit.

Lunedì 1° marzo

Area euro

- **Area euro.** La **stima finale del PMI manifatturiero** è attesa confermare l'accelerazione a 57,7 da 54,8 di gennaio. Gli indici per la produzione e per i nuovi ordini esteri dovrebbero confermare la forte crescita iniziata nei mesi estivi; la ripresa della domanda, i rincari delle materie prime e, forse, anche problemi legati alle filiere produttive, invece, potrebbero aver contribuito ad un forte aumento dei prezzi pagati. Lo spaccato per paese dovrebbe vedere la Germania confermare il dato della stima preliminare (60,6), mentre il PMI manifatturiero francese potrebbe essere rivisto al ribasso di un decimo (54,9). La prima lettura del PMI manifatturiero per l'Italia dovrebbe mostrare un miglioramento a 57,0 da 55,1 di gennaio.
- **Germania.** La stima flash dai *Länder* dovrebbe indicare che i **prezzi al consumo** sono cresciuti di quattro decimi sull'indice domestico e cinque sull'armonizzato. Di riflesso l'inflazione è attesa stabile all'1% a/a sull'indice nazionale e in flessione di un decimo a +1,5% a/a su quello armonizzato. I prezzi dovrebbero risalire nei prossimi mesi.
- **Italia.** L'**inflazione** a febbraio potrebbe salire ulteriormente in base all'indice domestico, a 0,6% a/a da 0,4% di gennaio, per via di un aumento dei prezzi pari ad almeno un decimo nel mese. Dovrebbe pesare soprattutto la componente energetica, sulla scia dei rincari dei carburanti. L'inflazione *core* è attesa a 0,9% da 0,8% precedente. Sull'indice armonizzato, i prezzi potrebbero viceversa calare di circa nove decimi, come visto a gennaio, per via del rinvio dei saldi invernali; di conseguenza l'inflazione annua rallenterebbe a 0,3% da 0,7% precedente.
- **Italia.** L'Istat diffonderà i **numeri annui su PIL reale e nominale, e sui principali indicatori di finanza pubblica**, relativi al 2020. Il PIL dovrebbe aver subito una caduta di -8,8% a prezzi costanti e di -7,7% a prezzi correnti. Le stime sulla finanza pubblica sono soggette ad ampia incertezza. Il debito dovrebbe posizionarsi attorno al 155,4% del PIL, mentre il deficit potrebbe risultare migliore del previsto, nell'ordine di grandezza del 10% del PIL.

Stati Uniti

- La **spesa in costruzioni** a gennaio è prevista in aumento di 0,8% m/m, dopo +1% m/m di dicembre, trainata ancora dal comparto residenziale, ma ora anche dalle strutture non

residenziali, che hanno svoltato a fine 2020 e dovrebbero proseguire su un trend positivo per il resto dell'anno.

- L'**ISM manifatturiero** a febbraio dovrebbe correggere a 58,5 da 58,7 di gennaio, con un impatto negativo dovuto al clima avverso negli stati centro-meridionali e orientali. Le informazioni sottostanti dovrebbero mantenersi positive, con indicazioni ottimistiche dalle imprese e preoccupazioni concentrate sulle strozzature all'offerta che in alcuni settori stanno frenando l'attività (auto ed elettronica, fra gli altri). La componente tempi di consegna dovrebbe segnalare un ulteriore allungamento, a supporto dell'indice composito.

Martedì 2 marzo

Area euro

- **Area euro.** La **stima flash** di febbraio dovrebbe indicare un lieve rallentamento dell'**inflazione**, a +0,8% a/a da +0,9% a/a registrato a gennaio. L'indice core BCE (al netto di alimentari ed energia) è visto stabile a 1,4% a/a. Sul mese, i prezzi dovrebbero crescere di un decimo, mentre sono attesi risalire ulteriormente i listini energetici (+2,3% m/m e -0,3% a/a). Dopo la chiusura del 2020 con una media annua dello 0,3% e il rimbalzo di inizio anno, la crescita dei prezzi dovrebbe restare quasi stabile nel 1° semestre per poi riprendere forza a partire da agosto. Ci aspettiamo un'inflazione media di +1,3% nel 2021 ma sulla previsione insistono rischi al rialzo.
- **Germania.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero essere calate di -4,0% m/m circa in gennaio, dopo il -9,6% m/m precedente. Nel mese in oggetto, l'indice di fiducia delle famiglie è rimasto su valori bassi, mentre la fiducia delle imprese nel commercio è crollata dopo essere risalita a dicembre. L'estensione del *lockdown* nazionale potrebbe aver avuto un effetto negativo sul valore delle vendite.
- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è atteso stabile a 6,0% in febbraio, come nei due mesi precedenti. Le indagini PMI di gennaio e di febbraio sembrano prevedere un indice dell'occupazione meno volatile rispetto alla produzione. Di conseguenza, l'estensione del *lockdown* fino al 7 marzo non dovrebbe aver peggiorato le condizioni del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione potrebbe risalire a partire dal 2° semestre.

Mercoledì 3 marzo

Area euro

- **Area euro.** Il **dato finale del PMI servizi** dovrebbe confermare il calo registrato nella stima flash, a 44,7 da 45,4 di gennaio. Le aspettative dovrebbero rimanere su valori alti. Anche gli indici francese e tedesco confermerebbero il valore della stima preliminare (rispettivamente 43,6 e 45,9). La prima lettura del PMI servizi per l'Italia dovrebbe evidenziare una correzione (a 44,2 da 44,7 precedente). Il **PMI composito** è atteso confermare il dato preliminare di 48,1 punti.
- **Italia.** La **seconda stima** dovrebbe confermare la contrazione **del PIL** di -2% t/t (-6,6% a/a) nel 4° trimestre 2020. Il dettaglio delle componenti è atteso mostrare che il maggior contributo negativo è venuto dai consumi, che dovrebbero aver subito una caduta più ampia di quella del PIL. Tra gli investimenti, le costruzioni potrebbero aver dato un apporto negativo, dopo l'ampio balzo dei mesi estivi. Nelle nostre stime, il PIL potrebbe rimanere in territorio lievemente negativo anche nel trimestre corrente (-0,2% t/t).

Stati Uniti

- La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** è attesa dal consenso in rialzo di 125 mila dopo 174 mila di gennaio.
- L'**ISM dei servizi** è previsto in modesta correzione a 58,4 da 58,7 di gennaio. I dati dovrebbero riflettere gli effetti del maltempo in molte aree del Paese e in alcuni settori (fra gli altri, l'estrattivo, incluso nell'indagine). Le indagini di febbraio, con dati raccolti prima dell'ondata

di gelo di metà febbraio, hanno dato indicazioni generalmente positive e il continuo miglioramento del quadro sanitario (calo dei contagi e diffusione dei vaccini) dovrebbe contribuire a rinforzare la ripresa nei comparti aggregativi.

Giovedì 4 marzo

Area euro

- **Area euro.** La **disoccupazione** è prevista in crescita di un decimo a gennaio, all'8,4%. Il dato resterebbe, comunque, ben al di sotto delle aspettative di inizio pandemia, grazie all'estensione delle misure a sostegno del mercato del lavoro.
- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono attese mostrare una decrescita (-1,7% m/m), dopo la risalita di +2,0% m/m registrata a dicembre. A febbraio, le vendite caleranno nuovamente: i consumi dovrebbero aver risentito delle misure di contenimento in diversi Paesi dell'area.

Venerdì 5 marzo

Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** dovrebbero rimbalzare a gennaio, stimiamo di circa l'1,2% m/m dal -1,9% m/m di dicembre. Le indagini congiunturali indicherebbero un miglioramento del dato nel mese corrente: il saldo dell'indagine Ifo resta ampiamente positivo a 11,7, mentre l'indice PMI dei nuovi ordini è sì calato, ma a 58,8 resta coerente con una robusta crescita.

Stati Uniti

- L'**employment report** di febbraio sarà di difficile lettura, per via delle condizioni climatiche straordinariamente avverse della parte centrale del mese. Gli occupati non agricoli sono attesi in aumento di 140 mila, dopo +49 mila di gennaio. La dinamica occupazionale dovrebbe essere frenata dal maltempo, con un probabile balzo del numero di persone non al lavoro per motivi climatici, ma con segnali di trend sottostanti in riaccelerazione. Nelle aree non colpite dagli eventi climatici avversi, la crescita dell'occupazione dovrebbe rimbalzare, includendo anche i servizi aggregativi. Le indagini del manifatturiero e dei servizi condotte prima dell'ondata di maltempo hanno registrato incrementi in linea con una solida crescita occupazionale. Il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare a 6,4%, dopo l'ampio calo di gennaio a 6,3%, ed essere spinta al rialzo da un modesto incremento della partecipazione. I salari orari dovrebbero essere in aumento di 0,2% m/m. Le ore lavorate dovrebbero essere deboli, sempre per via del maltempo, con indicazioni di frenata della produzione industriale a febbraio per via della chiusura delle attività in molte aree e del blocco della fornitura di energia, nonostante il gelo, per il collasso della produzione elettrica in Texas.
- La **bilancia commerciale** a gennaio dovrebbe registrare una riduzione del deficit a -65,5 da -66,6 mld di dicembre, sulla scia di un'accelerazione delle esportazioni e di un temporaneo freno dell'import collegato all'accumulo di scorte di fine 2020.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (1- 5 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	1/3	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		feb	prel 50.6		
		10:30	GB	Credito al consumo		gen	-0.965	Mld £	
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	feb	0.4	%	0.6	
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	feb	0.7	%	-0.9	
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	feb	58.7		58.6	
	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	feb	51.5		51.5	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	feb	prel 60.6		60.6	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	feb	54.9		54.9	
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	feb	0.7	%		
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	feb	1.6	%	1.6	
16:00	USA	Spesa in costruzioni		gen	1.0	%	0.8	0.8	
Mar	2/3	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		gen	2.9	%	3.0
		00:30	GIA	Job to applicant ratio		gen	1.1		1.1
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	feb	-41.0	x1000	-18.0
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	feb	0.9	%	1.0
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	gen	-9.6	%	-1.0
Mer	3/3	09:45	ITA	PMI servizi	*	feb	44.7		44.2
		09:50	FRA	PMI servizi finale		feb	prel 43.6		43.6
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	feb	prel 48.1		48.1
		10:00	ITA	PIL a/a finale		T4	prel -6.6	%	-6.6
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	feb	49.7		
		11:00	EUR	PPI a/a		gen	-1.1	%	
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	feb	prel 44.7		44.7
		10:00	ITA	PIL t/t finale	*	T4	prel -2.0	%	-2.0
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		feb	58.8		
16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	feb	58.7		58.5		
Gio	4/3	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		feb	29.6		
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		gen	2.0	%	-1.1
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	730	x1000	
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	gen	8.3	%	8.3
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		gen	1.1	%	1.0
Ven	5/3	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	gen	-1.9	%	1.0
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		gen	-3.1	%	
		14:30	USA	Bilancia commerciale		gen	-66.6	Mld \$	-65.8
		14:30	USA	Salari orari m/m		feb	0.2	%	0.2
		14:30	USA	Nuovi lavoratori non agricoli dipendenti	**	feb	49	X1000	110
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	feb	6.3	%	6.4

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

Calendario degli eventi (1 - 5 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	1/3	15:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		16:20	EUR	Discorso di Guindos, Makhlouf e Villeroy (BCE)
		20:00	USA	Discorso di Bostic, Mester e Kashkari (Fed)
Mar	2/3	19:00	USA	Discorso di Brainard (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
Mer	3/3	02:30	GIA	Discorso di Kataoka (BoJ)
		16:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		17:00	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
		19:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	4/3	09:10	EUR	Discorso di Knaot e Centeno (BCE)
		18:05	USA	* Discorso di Powell (Fed)
Ven	5/3	15:00	GB	Discorso di Haskel (BoE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

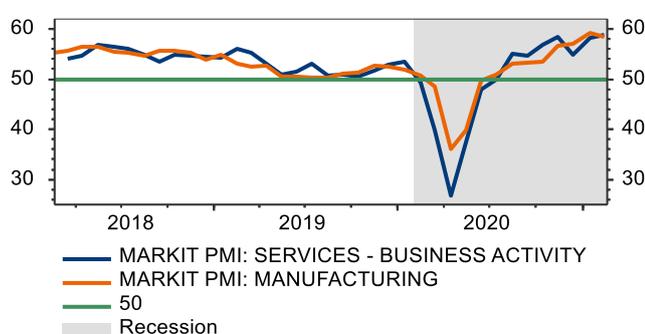
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	dic	+9.2 (9.1)	%	9.9	+10.1
Indice dei prezzi delle case m/m	dic	1.0	%		+1.1
Fiducia consumatori (CB)	feb	88.9 (89.3)		90.0	91.3
Vendite di nuove case (mln ann.)	gen	0.885 (0.842)	Mln	0.855	0.923
Richieste di sussidio	settim	841 (861)	x1000	838	730
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	4.520 (4.494)	Mln	4.467	4.419
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	gen	1.2 (0.5)	%	1.1	3.4
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	gen	1.7 (1.1)	%	0.7	1.4
Deflatore consumi core t/t prelim	T4	1.4	%	1.4	1.4
PII t/t ann. prelim	T4	4.0	%	4.2	4.1
PII, deflatore t/t ann. prelim.	T4	1.9	%	2.0	2.0
Bilancia commerciale prelim	gen	-83.19	Mld \$		
Deflatore consumi (core) a/a	gen	1.5	%	1.4	
Deflatore consumi a/a	gen	1.3	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	gen	-0.2	%	2.5	
Redditi delle famiglie m/m	gen	0.6	%	9.5	
Deflatore consumi (core) m/m	gen	0.3	%	0.2	
PMI (Chicago)	feb	63.8		61.1	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	feb	76.2		76.5	

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

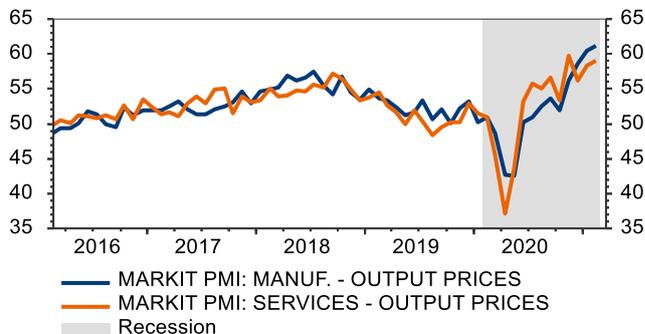
Il **PMI manifatturiero** a febbraio corregge modestamente a 58,5 da 59,1 di gennaio, con lo spaccato dell'indagine complessivamente misto: gli ordini inievasi a 54,8 da 51,1, l'occupazione a 55,6 da 54,8, gli ordini all'export a 53,8 da 54, i nuovi ordini a 57,4 da 59,5, la produzione a 57,7 da 60,6. Produzione e ordini risentono delle strozzature all'offerta citate in molte indagini, e della flessione dell'output nel settore auto dovuta alla mancanza di semiconduttori. Gli indici di prezzo proseguono su trend al rialzo, con i prezzi dell'output a 61,2 e i prezzi degli input a 73,3 e segnali di crescenti pressioni causate da problemi di offerta. L'indice dei **servizi** sorprende con un rialzo a 58,9 da 57,5, l'occupazione corregge solo marginalmente e a 50,9 da 51,2 e gli indici di prezzo danno anche qui segnali di pressioni crescenti. L'indice composito, in territorio ampiamente espansivo, è circa stabile a 58,8 da 58,7, con la componente output in rialzo a 58,8 da 58, grazie al settore dei servizi e alla significativa riduzione dei contagi. I dati confermano la divergenza fra USA e resto del mondo, con un ritmo di espansione solido e in aumento, grazie al miglioramento del quadro di COVID e allo stimolo fiscale. Il mese di febbraio segnerà una battuta d'arresto per via dell'ondata di maltempo e del blocco delle attività in molti Stati rendendo di difficile lettura i trend sottostanti, che però dovrebbero tornare in netto rialzo da marzo in poi.

Indici PMI: attività in costante espansione...



Fonte: Refinitiv Datastream

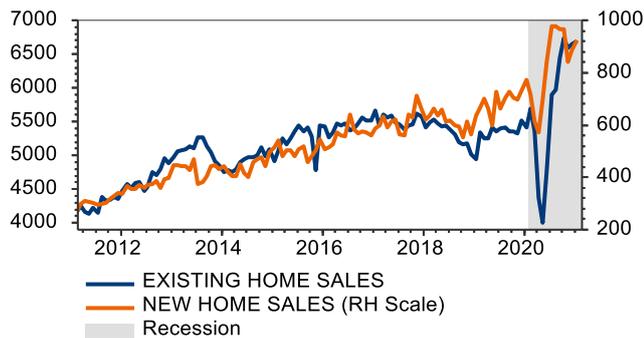
...con crescenti pressioni sui prezzi di vendita



Fonte: Refinitiv Datastream

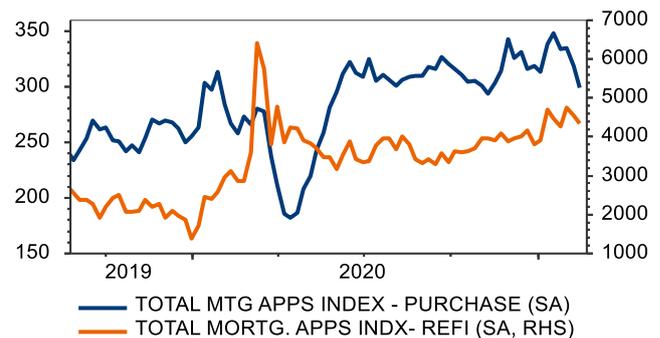
Le **vendite di case nuove** a gennaio sorprendono verso l'alto con un aumento a 923 mila (4,3% m/m, +19,3% a/a), da 885 mila di dicembre. Le scorte di case invendute corrispondono a 4 mesi di vendite. Il boom del settore immobiliare residenziale, registrato nel 2020, è probabilmente arrivato al picco in autunno, e dovrebbe rallentare significativamente nel 2021 sulla scia del rialzo dei tassi sui mutui.

Vendite di case nuove in ripresa dopo il calo di dicembre, probabile che il picco sia alle spalle



Fonte: Refinitiv Datastream

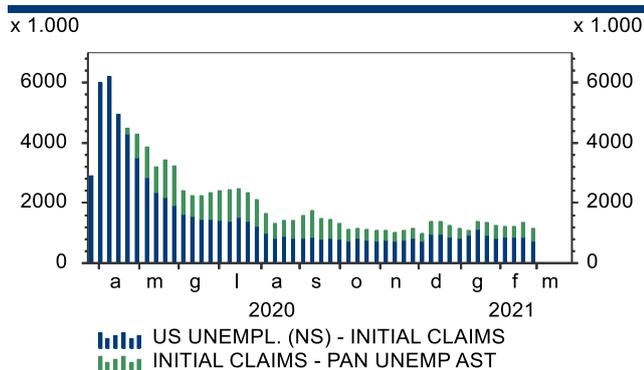
Il rialzo dei rendimenti frena le domande di mutui per l'acquisto di case



Fonte: Refinitiv Datastream

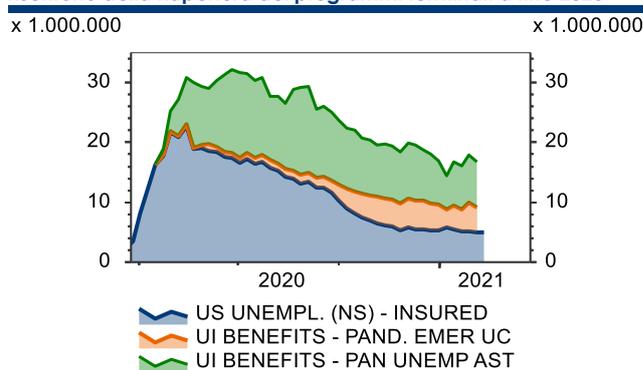
Le richieste di **nuovi sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 20 febbraio calano a 730 mila, da 841 mila della settimana precedente. In termini non stagionalizzati, le richieste sono 710.313 (-131.734, e -15,6% rispetto alla settimana precedente), a cui si aggiungono 451.402 nuovi sussidi erogati con il **programma federale Pandemic Unemployment Assistance**. I **sussidi statali esistenti** al 13 febbraio sono pari a 4,419 mln, da 4,520 mln della settimana precedente e proseguono sul trend verso il basso in vigore dalla primavera 2020. I dati non stagionalizzati sono pari a 4,828 mln. Complessivamente, nella prima settimana di febbraio, i sussidi erogati con tutti i programmi erano 19,046 mln, in rialzo di 701 mila da fine gennaio. Le informazioni relative alla settimana conclusa il 20 febbraio puntano a un **continuo miglioramento del quadro occupazionale, ma sono anche influenzate da alcuni fattori idiosincratichi che rendono volatili le informazioni sui sussidi a febbraio**. Il calo più significativo fra i dati dei singoli stati si registra in California e Ohio, con correzioni superiori a 40 mila ciascuno, dovuti probabilmente a dispute in corso relative a frodi nelle richieste passate, la cui risoluzione dovrebbe aver determinato il calo, che non segnalerebbe quindi "genuini" miglioramenti occupazionali nei due stati. Inoltre, nella parte finale di febbraio il maltempo influenzerà i sussidi in direzioni difficili da prevedere, perché mentre la chiusura delle attività implicherebbe un aumento di richieste, il blocco degli spostamenti per neve e ghiaccio può impedire l'effettiva presentazione delle domande per la chiusura degli uffici. La risoluzione degli effetti climatici nelle prossime settimane dovrebbe dare un quadro più chiaro dei trend, ma in ogni caso i dati danno **informazioni generalmente positive per l'employment report** in uscita a inizio marzo, con l'aspettativa di un'ampia creazione di nuovi posti di lavoro, nonostante un probabile contributo negativo dovuto all'aumento del numero di individui che non hanno potuto lavorare per il maltempo.

Nuovi sussidi in calo, in parte influenzati dal maltempo



Fonte: Refinitiv-Datastream

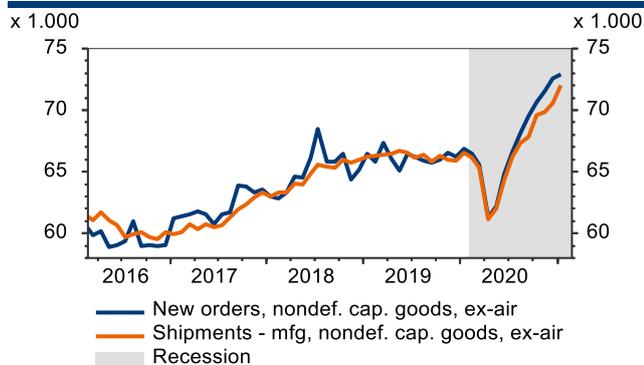
I sussidi statali proseguono sul trend in calo, quelli federali risentono della riapertura dei programmi terminati a fine 2020



Fonte: Refinitiv-Datastream

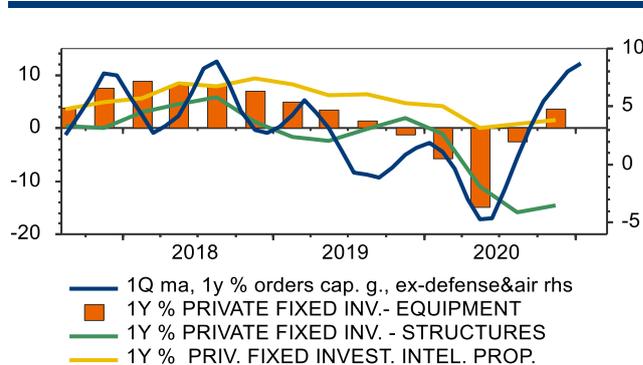
Gli **ordini di beni durevoli** a gennaio proseguono sul trend al rialzo, sorprendendo con un incremento di 3,4% m/m (6,3% a/a), dopo 1,2% m/m di dicembre. Gli ordini totali sono stati spinti dalla ripresa nel comparto dell'aeronautica civile, liberata dall'autorizzazione all'operatività del Boeing 737 MAX dopo il blocco prolungato dei due anni precedenti. **Al netto dei trasporti**, la variazione è di 1,4% m/m, ed è diffusa a tutti i segmenti, con livelli degli ordini ampiamente al di sopra di quelli pre-COVID. Gli ordini di beni capitali al netto di aerei e difesa sono in aumento di 0,5% m/m e le consegne per lo stesso aggregato crescono di 2,1% m/m, con indicazioni ancora estremamente positive per la dinamica degli investimenti.

Ordini e consegne di beni capitali ex-aerei e difesa continuano a crescere...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...con indicazioni positive per gli investimenti non residenziali a inizio 2021



Fonte: Refinitiv-Datastream

La stima del **PIL del 4° trimestre** è rivista verso l'alto a 4,1% t/t ann. da 4% t/t ann. della prima lettura, con revisioni verso l'alto della dinamica degli investimenti fissi residenziali (a 35,8% t/t ann.) e non residenziali, a 14% t/t ann., con i macchinari in rialzo di 25,7% t/t ann. L'aspettativa è di ulteriore accelerazione della crescita nel 1° trimestre, verso una variazione vicina al 5% t/t ann. sulla scia della ripresa prevista per i consumi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	gen	-0.2 (-0.3)	%	-2.6
Produzione industriale m/m prelim	gen	-1.0	%	4.2

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

La **produzione industriale** a gennaio aumenta di 4,2% m/m (consenso: 4% m/m), dopo -1% m/m di dicembre. L'incremento di gennaio è diffuso alla maggior parte dei settori (a parte i trasporti e l'estrattivo), nonostante l'introduzione dello stato di emergenza a inizio 2021. Le proiezioni per i prossimi mesi indicano un ulteriore rialzo atteso a febbraio (2,1% m/m) e un'ampia correzione a marzo (-6,1% m/m), con un segnale di probabile contrazione trimestrale nel 1° trimestre, in linea con l'aspettativa di un calo del PIL a inizio 2021. Le **consegne** sono in aumento di 3,2% m/m determinando, insieme al calo delle scorte, una riduzione del rapporto scorte/fatturato di -6,3% m/m.

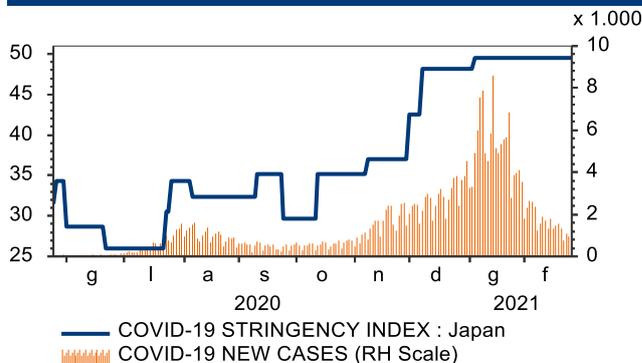
Le **vendite al dettaglio** a gennaio calano di -2,4 m/m, dopo -0,2% m/ di dicembre e riflettono l'introduzione dello stato di emergenza a inizio anno insieme alla sospensione dei programmi "Go To" di sostegno pubblico alla spesa nei settori del turismo, della ristorazione e della ricreazione. Il mese di febbraio e almeno una parte di marzo resteranno influenzati negativamente dallo stato di emergenza, con implicazioni di aspettative per una contrazione dei consumi a inizio 2021.

Produzione manifatturiera in rialzo a gennaio...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...ma le misure restrittive frenano la crescita nel 1° trimestre



Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro

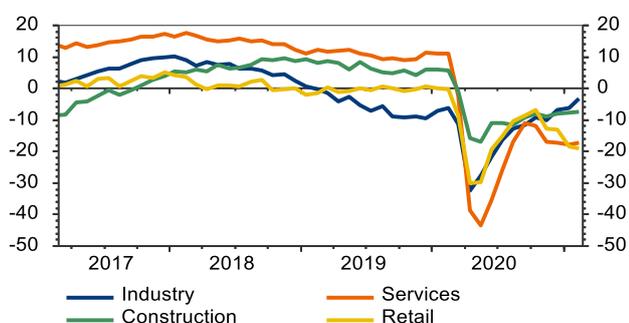
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	feb	-7.5		-4.4
EUR	Fiducia consumatori finale	feb	-14.8	-14.8	-14.8
EUR	Fiducia servizi	feb	-17.7 (-17.8)	-18.1	-17.1
EUR	Fiducia industria	feb	-6.1 (-5.9)	-5.0	-3.3
EUR	Indice di fiducia economica	feb	91.5	92.0	93.4
EUR	M3 dest. a/a	gen	12.3	% 12.5	12.5
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	feb	96 (98)	99	97
FRA	Fiducia consumatori	feb	92	92	91
FRA	Spese per consumi m/m	gen	+22.4 (23.0)	% -3.5	-4.6
FRA	IPCA a/a prelim	feb	0.8	% 0.5	0.7
GER	IFO	feb	90.3 (90.1)	90.5	92.4
GER	IFO (sit. corrente)	feb	89.2	89.0	90.6
GER	IFO (attese)	feb	91.5 (91.1)	91.8	94.2
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T4	-3.9	% -3.9	-3.7
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T4	0.1	% 0.1	0.3
GER	Fiducia consumatori	mar	-15.5 (-15.6)	-14.3	-12.9
GER	Prezzi import a/a	gen	-3.4	% -2.1	-1.2
ITA	Ordini all'industria a/a	dic	+5.0 (5.3)	% +7.0	+7.0
ITA	Fatturato industriale a/a	dic	-4.6	% -0.5	-0.5
ITA	Ordini all'industria m/m	dic	-1.4 (-1.3)	% +1.7	+1.7
ITA	Fatturato industriale m/m	dic	-2.0	% +1.0	+1.0
ITA	Fiducia consumatori	feb	100.7	101.0	101.4
ITA	Indice di fiducia delle imprese	feb	95.6 (95.1)	96.0	99.0
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	gen	7.91	Mld € 1.71	1.71
SPA	IPCA a/a prelim	feb	0.4	% 0.4	-0.1

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

Area euro. L'indice di fiducia economica della Commissione Europea è **creciuto** in febbraio **da 91,5 a 93,4**. La dinamica aggregata deriva da andamenti settoriali divergenti. La fiducia è aumentata nell'industria (da -6,1 a -3,3) e nei servizi (a -17,1 da -17,7 punti); nelle costruzioni l'indice è rimasto pressoché invariato (+0,3 punti da gennaio), mentre a risentire dell'estensione delle misure di contenimento è stato soprattutto il commercio al dettaglio (-0,6 punti da gennaio).

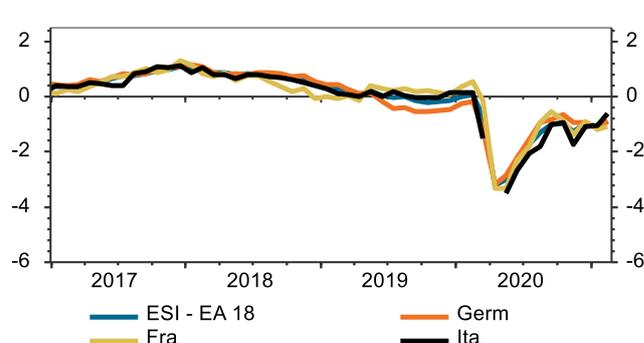
Asimmetrie si riscontrano anche all'interno dei servizi, dove la fiducia risale nell'accoglienza (-70,2), nella ristorazione (-74,4) e nei servizi immobiliari (-15,3), pur restando su valori depressi, ed è peggiorata per trasporto e magazzinaggio (-6,3) e, in maggior misura, per le telecomunicazioni (-10,6). Nell'industria manifatturiera, il miglioramento è avvenuto malgrado il calo degli indici di fiducia per i produttori di beni di consumo durevoli. L'andamento dell'indice ESI è coerente con una contrazione dell'attività economica a febbraio, sebbene meno marcata rispetto a quella del mese precedente. Il dato finale sull'indice di fiducia dei consumatori conferma la stima preliminare di -14,8 punti.

Andamenti settoriali divergenti per la fiducia delle imprese



Fonte: Refinitiv, Commissione Europea

Dinamica nei principali paesi dell'Eurozona



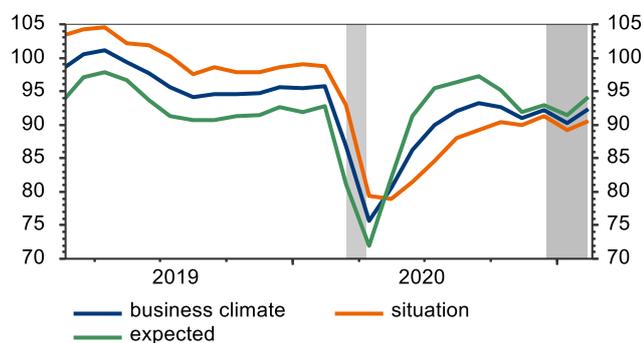
Fonte: Refinitiv, Commissione Europea

Area euro. La **seconda lettura** conferma che a gennaio l'**inflazione** è salita a **+0,9% a/a** da -0,3% a/a di dicembre; anche l'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è accelerato rispetto al mese precedente, da +0,3% a +1,4% a/a. Sul mese, i prezzi sono cresciuti del +0,2% m/m, spinti al rialzo dal rincaro dell'energia (+3,8% m/m) e dei listini alimentari (+0,8% m/m), mentre sono calati di -0,3% nella misura sottostante, contro variazioni normali in gennaio di -1,2/1,4% m/m. Il rialzo di questo mese è influenzato dal rinvio dei saldi post-natalizi in alcuni paesi dell'area, dal ritorno delle aliquote IVA a livelli normali in Germania e, in parte, dalla revisione del sistema di ponderazione delle componenti dell'indice. Dopo la chiusura del 2020 con una media annua dello 0,3% e il rimbalzo di inizio anno, la crescita dei prezzi dovrebbe restare quasi stabile nel 1° semestre per poi riprendere forza a partire da agosto. Ci aspettiamo un'inflazione media di +1,3% nel 2021.

Germania. La stima finale ha fissato la crescita del **PIL** nel 4° trimestre 2020 a **+0,3% t/t (-3,7% a/a)**, dopo il +8,5% t/t (-4,0% a/a) del terzo. La variazione media annua del 2020 calcolata sulla serie stagionalizzata resta a -5,3%, mentre quella non corretta per i giorni lavorativi passa a -4,9%. Dal lato della **domanda finale**, si registra un calo di -3,3% t/t dei consumi privati e di -0,5% dei consumi pubblici; la flessione degli investimenti in macchinari è stata marginale (-0,1% t/t); al contrario, gli investimenti in costruzioni sono aumentati di 1,8% t/t. Il PIL è stato sostenuto dalla domanda estera: le esportazioni sono cresciute di 4,5% t/t, incremento soltanto in parte compensato dall'aumento dell'import (+3,7% t/t). Dal lato della **produzione**, il valore aggiunto è calato di -0,2% t/t: il crollo dei servizi privati (-4,4% t/t) e sociali (-3,2% t/t) ha più che compensato il pur forte aumento nell'industria manifatturiera (+6,7% t/t) e nelle costruzioni (+5,2% t/t). DeStatis segnala che le **ore lavorate** sono in calo di -2,7% rispetto allo stesso periodo del 2019, mentre l'occupazione è più bassa di 1,6% a/a, pari a 747.000 unità. Grazie ai trasferimenti pubblici, il **reddito disponibile** è più alto di 0,3% a/a; la dinamica divergente di reddito e consumi si riflette in un balzo della propensione media al risparmio a 15,7%. Il **deficit del settore pubblico** nel 2020 è stimato ora a **139,6 miliardi di euro**, pari al **4,2% del PIL**; ciò riflette un calo del 3% delle entrate tributarie e un incremento del 9,3% a/a delle uscite. La componente di deficit relativa al governo centrale è di 86,6 miliardi. Il PIL della Germania dovrebbe nuovamente contrarsi nel 1° trimestre 2021 di oltre l'1%.

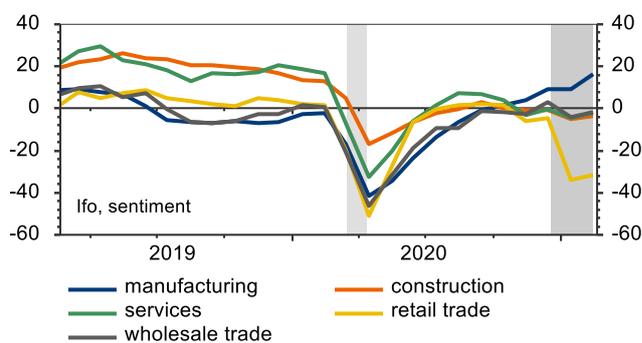
Germania. L'indice **IFO** di fiducia delle imprese è salito da 90,3 a **92,4** in febbraio. Il miglioramento più ampio si è riscontrato per le aspettative, salite di 2,7 punti a 94,2, ma anche il giudizio sulla situazione corrente è migliorato di 1,4 punti a 90,6. **La fiducia è migliorata in tutti i settori**, ma i progressi più marcati si osservano nel comparto **manifatturiero** (+7 punti a 16,1), peraltro l'unico comparto produttivo dove il saldo dei giudizi è positivo. Malgrado i progressi di febbraio, il clima di fiducia resta molto negativo nel **commercio al dettaglio** (-31,5, cioè 2,5 punti meglio di gennaio), e leggermente negativo nelle **costruzioni** (-3,6), nei **servizi** (-2,2) e nel **commercio all'ingrosso** (-1,5). Nel commercio e nelle costruzioni il miglioramento è esclusivamente legato alle aspettative di miglioramento futuro, mentre nei servizi e nel manifatturiero le imprese segnalano anche un miglioramento della situazione recente. Malgrado il recupero osservato questo mese, il livello medio del clima di fiducia da inizio anno è inferiore a quello del 4° trimestre 2020 di 0,6 punti. L'indice settimanale di attività economica pubblicato dalla Deutsche Bundesbank, calato ulteriormente nella seconda settimana di febbraio a -0,7, è coerente con una contrazione del PIL di -1,1% t/t nel 1° trimestre, circa uguale alla nostra previsione corrente (-1,2%), con una probabilità di variazione negativa del 97%. Il probabile allentamento delle restrizioni nel corso del mese di marzo dovrebbe però favorire la ripresa di fiducia e degli indici reali di attività, con un trascinamento favorevole al 2° trimestre.

Indagine IFO: migliorano aspettative e andamento recente...



Fonte: IFO Institut, Refinitiv

...ma con andamento settoriale molto diversificato



Fonte: IFO Institut, Refinitiv

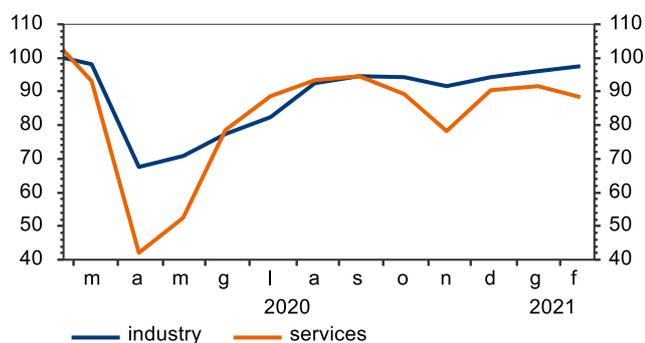
Francia. La stima flash indica che a febbraio l'**inflazione** ha visto sia un rallentamento sull'indice nazionale, a 0,4% a/a da +0,6% a/a di gennaio, sia sulla misura armonizzata, a 0,7% a/a da +0,8% a/a precedente. Il ribasso è spiegato dalla discesa dei prezzi dei beni manifatturieri (-0,5% a/a), per via dei saldi invernali, e dal rallentamento dei servizi e degli alimentari. Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un calo di un decimo sull'indice nazionale (dopo il +0,2% m/m di gennaio) e crescita zero su quello armonizzato (dopo il +0,3% m/m precedente). Ci attendiamo una graduale risalita dell'inflazione nei prossimi mesi.

Francia. La seconda lettura del **PIL** del 4° trimestre ha visto una revisione al ribasso di un decimo, a **-1,4% t/t** (-4,9% a/a) da +18,5% t/t dei mesi estivi. Il dato si colloca ben al di sopra delle attese. La domanda interna ha sottratto -2,9 punti percentuali; al contrario, le esportazioni nette hanno fornito un contributo positivo alla crescita (+1,0pp). La contrazione dei consumi è stata pari a -5,4% t/t, ed è stata spazzata solo parzialmente dall'aumento degli investimenti (+1,1% t/t). Il 2020 si chiude con una contrazione media annua di -8,2%; il nostro scenario centrale prevede al momento una contrazione marginale del PIL a inizio anno, ma sulla previsione insistono rischi al ribasso.

Francia. La **spesa per consumi** è calata a gennaio di -4,6% m/m, dopo il +22,4% m/m (rivisto al ribasso di sei decimi) di dicembre. Il dettaglio mostra un crollo per il settore tessile (-27,8% m/m, dopo la forte crescita di +116,6% m/m in dicembre), per via dello slittamento dei saldi invernali, così come per le spese per beni durevoli (-9,9% m/m). Il consumo di energia risale di +6,3% m/m, dopo il +10,9% m/m di dicembre; infine, il comparto alimentare registra solo un modesto aumento (+1,7% m/m da +3,6% m/m precedente). La variazione annua dei consumi passa a zero da +3,6% a/a precedente. Prevediamo una ripresa delle vendite solamente marginale nel mese di febbraio.

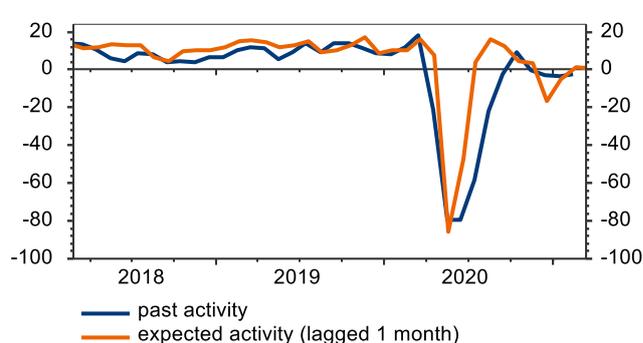
Francia. L'indice di **fiducia delle imprese manifatturiere** diffuso dall'**INSEE** a febbraio è salito di un punto, a 97; il dato rimane al di sotto della media storica (100). Ad influire sul morale è un miglioramento delle aspettative sull'attività delle singole imprese (da +8 a +10), nonostante la debolezza del settore automotive, e una revisione al rialzo degli ordini totali (da -29 a -25). L'indagine mostra anche un incremento degli ordinativi esteri, che restano però su livelli bassi. Lo spaccato per settore vede un discreto aumento della produzione di cibo e bevande (a 96 da 90 precedente) e una semi-stagnazione nei restanti settori. L'indice è atteso risalire gradualmente verso i livelli pre-pandemici nei prossimi mesi. La fiducia è invece in **netto calo nei servizi**, a 88 da 92, e **nel commercio al dettaglio**, 89 da 93. Per il complesso delle imprese, l'indice aggregato di clima è calato da 91 a 90, mentre l'indice occupazionale è sceso da 88 a 85. Nelle costruzioni, il giudizio sull'attività passata è circa stabile (-3 da -4), così come quello sull'attività prevista (0 da 1), e le imprese dichiarano in media di avere 8,3 mesi di lavoro già assicurato (in aumento rispetto all'autunno).

Francia: divergenza tra servizi e industria manifatturiera



Fonte: INSEE, Enquête mensuelle de conjoncture

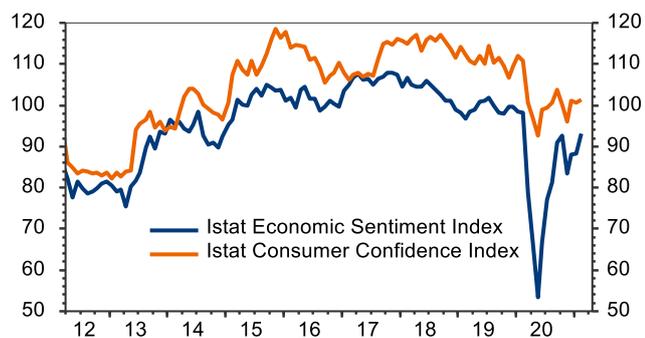
Nelle costruzioni, attività stabile



Fonte: INSEE, Enquête mensuelle de conjoncture

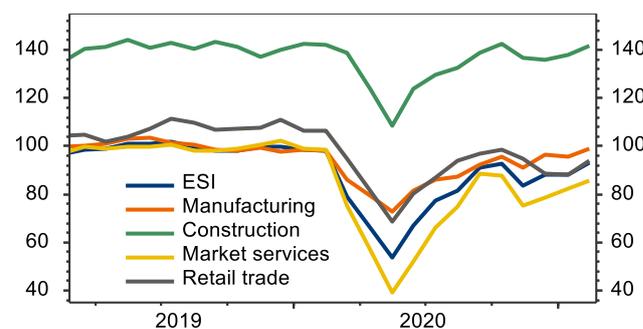
Italia. A febbraio, **la fiducia sia dei consumatori che delle imprese è migliorata più del previsto**, grazie all'allentamento delle misure restrittive su mobilità e attività economiche. Anche la formazione del nuovo governo può aver avuto un impatto positivo sulla fiducia, come si evince dal forte miglioramento delle aspettative degli operatori economici sulla situazione del Paese. **Il morale delle famiglie è tornato a salire**, a 101,4 dopo il calo a 100,7 il mese scorso; si tratta di un massimo dallo scorso settembre. L'aumento è dovuto interamente al clima economico nazionale e alle aspettative sul futuro, mentre la situazione personale degli intervistati e le valutazioni sul clima attuale sono entrambe peggiorate. Le preoccupazioni delle famiglie per la disoccupazione sono diminuite solo moderatamente, ma le attese sulla situazione economica dell'Italia sono balzate in territorio positivo, ai massimi da metà 2018. Viceversa, gli indicatori sulla situazione personale delle famiglie hanno tutti mostrato una diminuzione, incluse le possibilità future di risparmio e le opportunità di acquisto di beni durevoli.

Le indagini mantengono un trend di graduale ripresa



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

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

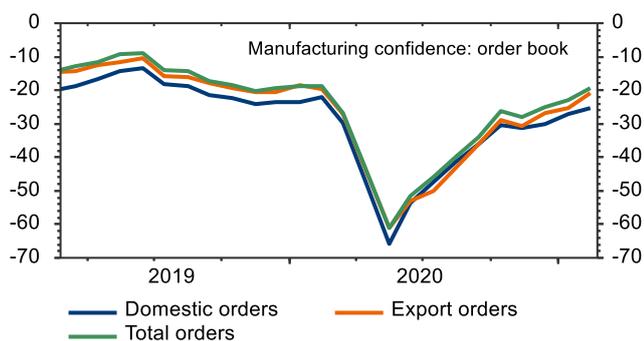


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è aumentata più del previsto a 99 da 95,6 precedente: è il livello più alto da novembre 2019. A differenza dell'indagine sulle famiglie, il miglioramento riguarda in questo caso tutte le componenti principali; in particolare, sono balzate le aspettative delle imprese sugli ordini (ai massimi da gennaio dello scorso anno). Le scorte tornano a calare (a uno dei livelli più bassi dal 2014, un segno positivo per la produzione futura). Le aspettative sull'economia sono salite ai massimi nell'era post-COVID. Come il calo di gennaio, il miglioramento di febbraio è stato guidato dai produttori di beni di investimento (l'unico settore a registrare un livello di fiducia più elevato rispetto all'anno base, il 2010). **L'indice composito Istat sulla fiducia delle imprese è aumentato per il terzo mese consecutivo**, a 93,2 da 88,3 precedente,

torando a livelli mai visti dallo scoppio del COVID. L'aumento è diffuso a tutti i settori di attività economica, con i servizi che rimangono il comparto più depresso rispetto alla norma (14,3% sotto il livello del 2010). **In sintesi, il miglioramento delle indagini a febbraio non è sorprendente**, e si spiega sia con l'allentamento delle restrizioni anti-COVID, che con la formazione del governo Draghi. Marzo non dovrebbe vedere un'inversione di questi due effetti, a nostro avviso, pertanto **gli indicatori di fiducia potrebbero mantenere il loro trend di ripresa, a meno di un nuovo significativo inasprimento delle restrizioni** (i provvedimenti attualmente allo studio prevedono un'estensione delle attuali misure ma non una nuova stretta). Ad oggi, **l'andamento degli indici anticipatori appare coerente con la nostra previsione di un PIL circa piatto nel trimestre corrente**.

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



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

La formazione del nuovo governo potrebbe aver influito sul miglioramento delle attese sull'economia di famiglie e aziende



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

Italia. A dicembre, **fatturato e ordini industriali** hanno mostrato un rimbalzo parziale dopo il calo di novembre (rispettivamente pari a +1% da -2% precedente, e a +1,7% da -1,4%). Il recupero nel mese è dovuto al mercato interno, mentre si nota un calo di ordini e fatturato estero. L'aumento del fatturato è trainato dall'energia (+10,6% m/m), al netto della quale il fatturato sarebbe salito solo di 0,5% m/m; buona comunque la crescita per i beni strumentali (+1,5%). Sull'anno, gli ordini accelerano a +7%, ma il dato non tiene conto del diverso numero di giorni lavorativi (uno in più dello stesso periodo dello scorso anno); al netto di tale effetto, il fatturato recupera ma resta in territorio negativo, a -0,5% a/a da -4,6% precedente (si tratta comunque di un massimo da febbraio). I settori più colpiti dalla crisi su base annua si confermano la raffinazione (-30,7% il fatturato) e il tessile (-19,4% il fatturato, -12,6% gli ordini), mentre tra i comparti in maggiore recupero troviamo i mezzi di trasporto (+38,9% a/a il fatturato) e la metallurgia (+15% a/a gli ordinativi). I principali indicatori per l'industria potrebbero vedere un nuovo calo a gennaio sulla scia della nuova stretta anti-COVID introdotta in diversi Paesi dell'Eurozona, nonché dei problemi nell'approvvigionamento di semi-conduttori. Tuttavia, l'industria conferma l'impostazione decisamente più espansiva rispetto ai servizi.

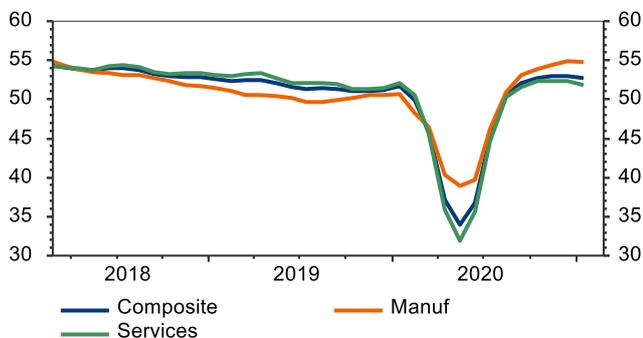
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	feb	52.8		
PMI manifatturiero - NBS	feb	51.3	51.1	
PMI non manifatturiero - NBS	feb	52.4		

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

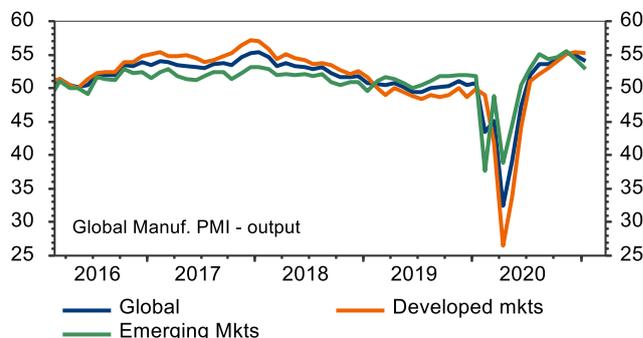
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



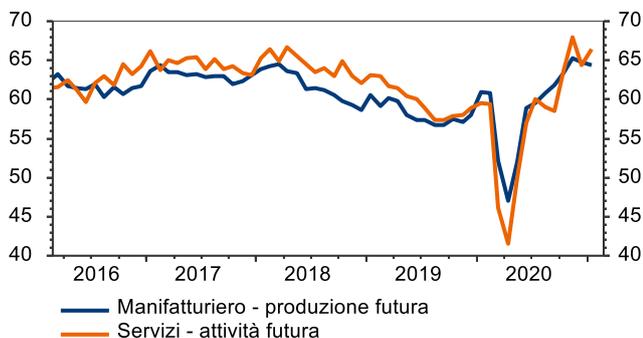
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



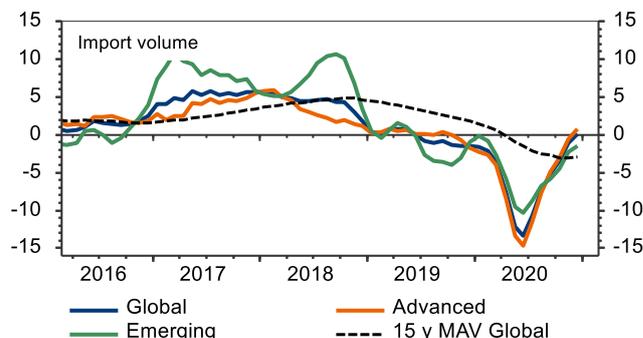
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



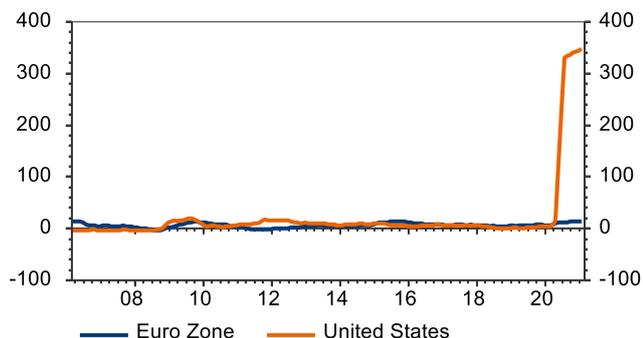
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



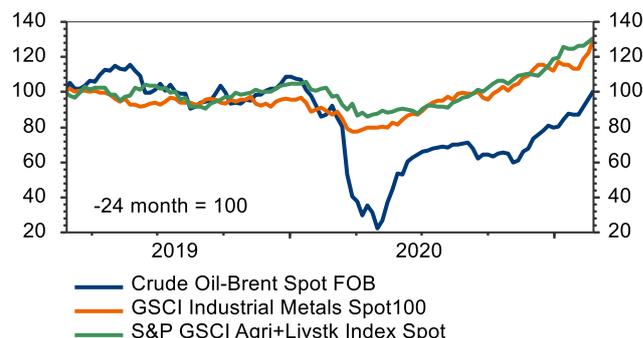
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

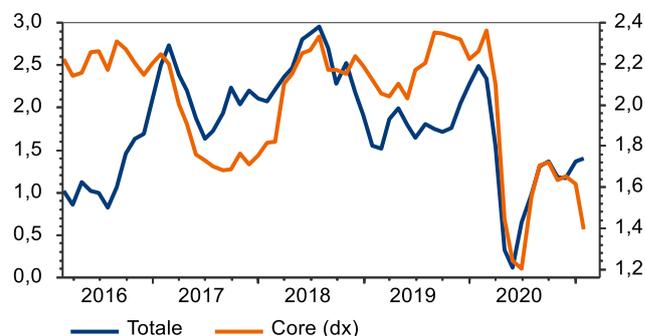
Stati Uniti

Indagini ISM



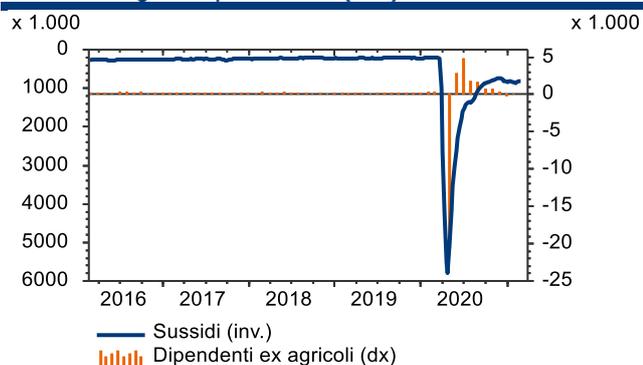
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



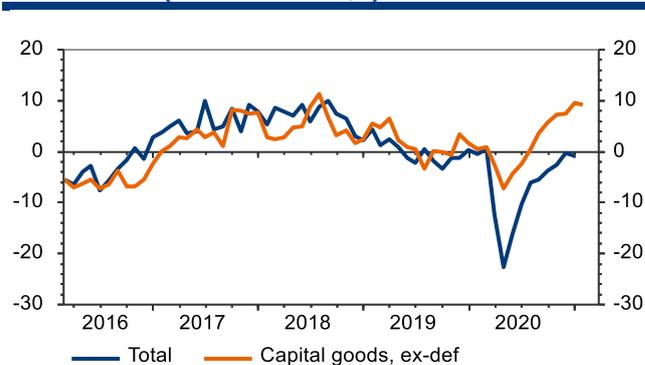
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

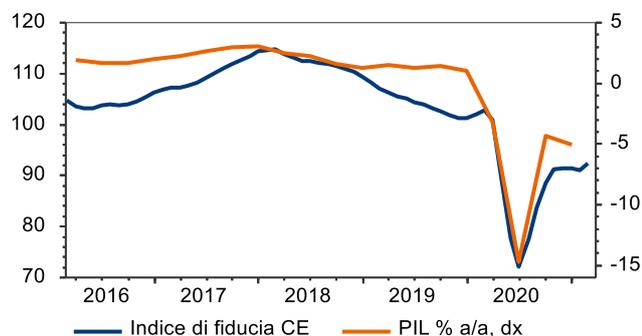
Previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021				2021			
				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	-2.4	0.0	12.5	6.5	6.4	
- trim./trim. annualizzato				-5.0	-31.4	33.4	4.1	4.9	9.8	7.4	3.5	
Consumi privati	-3.9	6.8	4.6	-6.9	-33.2	41.0	2.4	4.2	9.8	10.8	5.4	
IFL - privati non residenziali	-4.0	7.6	2.7	-6.7	-27.2	22.9	14.0	11.2	5.2	4.4	3.0	
IFL - privati residenziali	6.0	12.2	0.8	19.0	-35.6	63.0	35.8	9.5	1.5	0.5	0.4	
Consumi e inv. pubblici	1.1	0.7	-1.3	1.3	2.5	-4.8	-1.1	5.9	5.9	-8.5	-0.9	
Esportazioni	-13.0	7.0	7.3	-9.5	-64.4	59.6	21.8	3.2	6.9	12.3	9.2	
Importazioni	-9.3	10.9	5.2	-15.0	-54.1	93.1	29.6	-0.8	7.0	8.5	6.5	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	1.2	-0.2	-1.7	-4.3	6.5	1.1	0.5	1.5	1.0	-0.5	
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.3	-3.0									
Deficit Pubblico (% PIL)	-16.0	-12.2	-6.1									
Debito pubblico (% PIL)	161.7	161.5	159.9									
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	5.7	4.5	3.8	13.1	8.8	6.8	6.3	6.2	5.5	4.8	

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

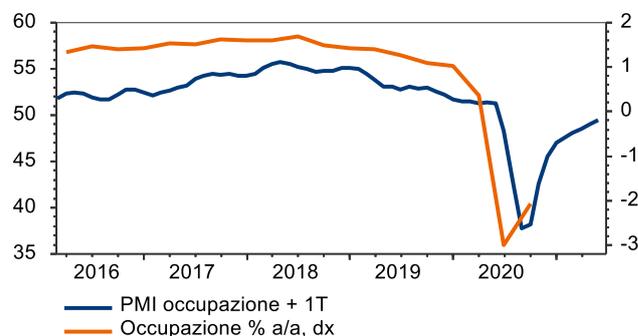
Area euro

PIL



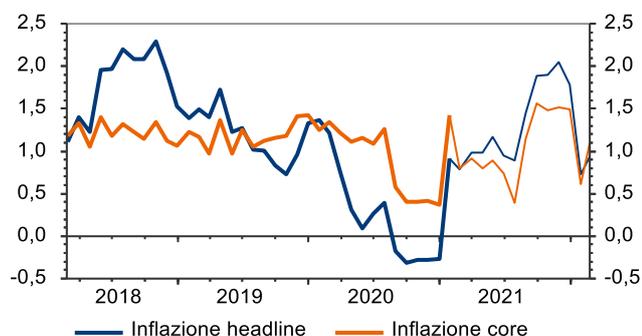
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	0.8
marzo	1.4	0.7	1.0
aprile	1.7	0.3	1.0
maggio	1.2	0.1	1.2
giugno	1.3	0.3	1.0
luglio	1.0	0.4	0.9
agosto	1.0	-0.2	1.4
settembre	0.8	-0.3	1.9
ottobre	0.7	-0.3	1.9
novembre	1.0	-0.3	2.1
dicembre	1.3	-0.3	1.8

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020p	2021p	2022p	2020	2021				2021			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.8	4.1	4.1	-3.2	-14.7	-4.3	-5.0	-1.8	12.5	2.3	4.4	
- t/t				-3.7	-11.7	12.4	-0.6	-0.5	1.2	2.2	1.4	
Consumi privati	-8.2	2.1	3.8	-4.5	-12.4	13.9	-4.0	-0.3	1.5	1.5	1.9	
Investimenti fissi	-8.4	5.7	4.6	-5.8	-15.9	13.6	0.9	0.6	1.0	2.3	1.9	
Consumi pubblici	0.7	2.7	1.3	-0.6	-2.2	4.8	-0.1	0.4	0.3	0.5	0.4	
Esportazioni	-10.0	8.6	5.1	-3.8	-18.9	16.8	2.5	0.8	2.5	2.3	1.8	
Importazioni	-9.9	5.4	4.6	-2.9	-18.2	12.2	1.2	1.0	1.9	2.0	1.7	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.5	0.4	0.6	-0.2	-1.3	0.7	-0.5	-0.2	0.6	-0.2	
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	1.7	1.1	0.2	0.0	-0.3	0.9	1.0	1.4	1.9	
Produzione industriale (a/a)	-8.7	8.5	3.8	-6.0	-20.1	-6.9	-1.8	2.9	22.9	7.0	3.8	
Disoccupazione (%)	8.0	8.6	8.4	7.3	7.6	8.6	8.3	8.4	8.7	8.7	8.6	
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.53	-0.52	-0.41	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53	

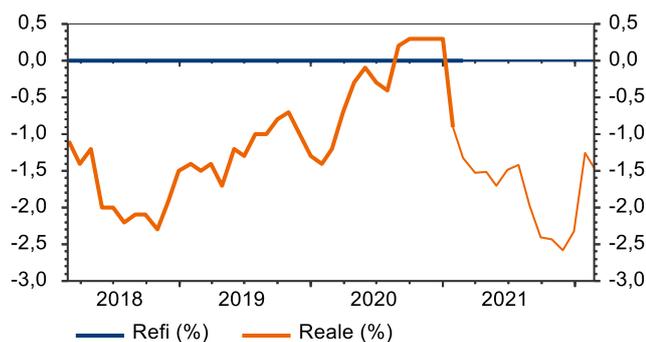
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	25/2	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	-0.53	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

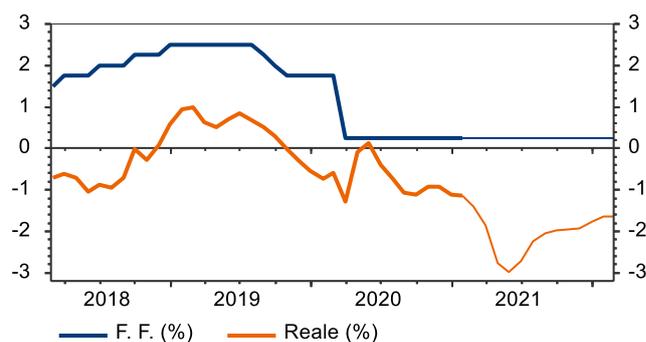


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	25/2	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	0.19	0.30	0.36	0.36	0.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

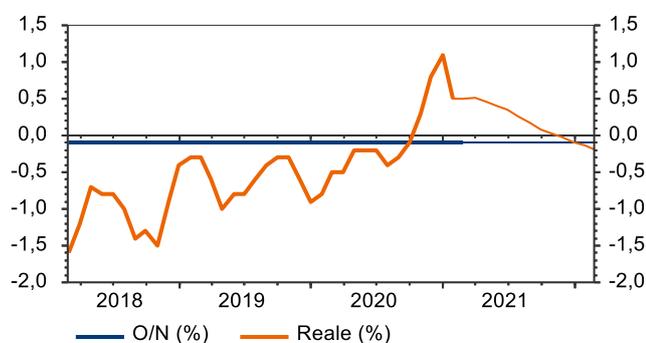


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	25/2	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

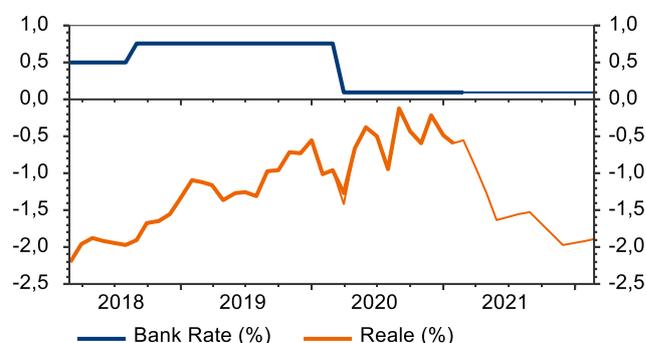


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	25/2	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	26/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.09	1.18	1.19	1.21	1.2103	1.19	1.17	1.18	1.19	1.20
USD/JPY	111	111	106	104	104	106.41	103	106	108	110	112
GBP/USD	1.32	1.29	1.32	1.33	1.37	1.3910	1.35	1.37	1.40	1.42	1.44
EUR/CHF	1.14	1.06	1.07	1.08	1.08	1.0961	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	126	120	125	124	126	128.79	123	124	127	131	134
EUR/GBP	0.86	0.84	0.90	0.89	0.89	0.8698	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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com