

Focus Germania

Probabile un netto calo del PIL nel 1° trimestre

La crescita del PIL nel 4° trimestre 2020 non deve ingannare: l'economia si stava già contraendo alla fine dello scorso anno, e le restrizioni sanitarie porteranno a una netta riduzione del PIL a inizio 2021, superiore al punto percentuale. Tuttavia, dal 2° trimestre dovrebbe iniziare una ripresa meno intermittente.

- Nel 4° trimestre 2020 il PIL tedesco è cresciuto di 0,3% t/t. Tuttavia, non è tutto oro quel che luccica: il valore aggiunto è calato di 0,7% e i livelli di attività restano inferiori al periodo pre-crisi. L'attività nelle costruzioni è rallentata alla fine del 4° trimestre.
- L'estensione e l'irrigidimento delle misure restrittive ha causato un netto calo dei consumi in dicembre e gennaio, che inciderà sul PIL nel 1° trimestre. Attualmente stimiamo una contrazione di -1,2% t/t, ma l'indice di attività settimanale WAI prospetta attualmente una contrazione anche più pesante, di -1,8%. Il punto di atterraggio dipende dall'eventuale proroga delle misure restrittive, per ora in scadenza il 7 marzo.
- Dal 2° trimestre dovrebbe iniziare una robusta ripresa, inizialmente connessa alla riapertura di commercio e servizi alla persona.
- La campagna vaccinale è partita a rilento, e difficilmente inciderà in modo significativo sulla situazione economica prima di maggio/giugno. Tuttavia, dal 3° trimestre dovrebbe aumentare la resilienza dell'economia a eventuali nuove ondate di contagio, riducendone l'impatto sulle strutture sanitarie.
- Nel 2021 ci attendiamo una crescita media annua di 3,2%.

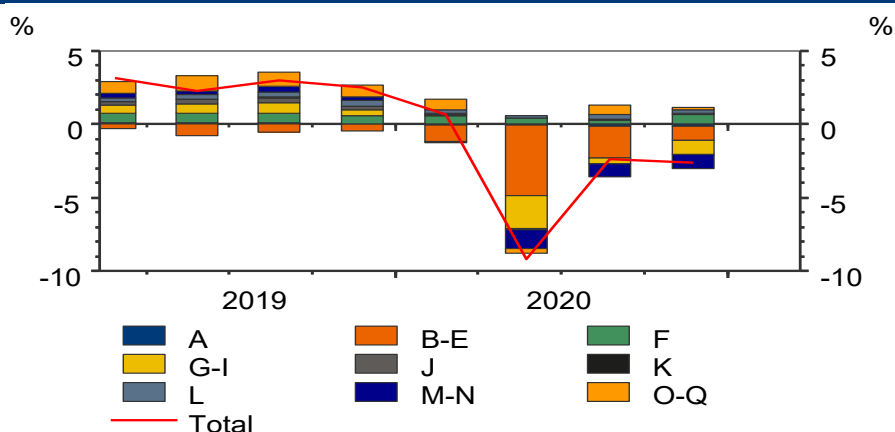
3 marzo 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo  
Economista

Germania: ripresa in stallo dal 4° trimestre 2020



Nota: A: agricoltura, B-E: industria escluse costruzioni, F: costruzioni, G-I: commercio, ristorazione, accoglienza; J: informazione, comunicazione; K: finanza; L: servizi immobiliari; M-N: servizi alle imprese; O-Q: istruzione, sanità, servizi pubblici.

Fonte: DeStatis

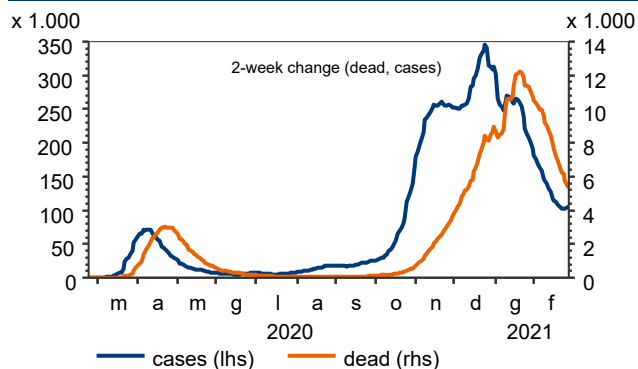
## Probabile un netto calo del PIL nel 1° trimestre

Nel 4° trimestre 2020, il PIL della Germania è cresciuto di 0,3% t/t, malgrado un'intensa seconda ondata di contagi che ha causato un picco di mortalità largamente superiore a quello primaverile. Il risultato relativamente positivo, superiore all'andamento generale dell'Eurozona, riflette la robusta crescita dell'industria manifatturiera e delle costruzioni, che hanno compensato la drastica contrazione del terziario, ma anche l'avvio relativamente tardivo delle restrizioni rispetto ad altri paesi dell'area. Tuttavia, l'andamento del valore aggiunto lordo è stato decisamente peggiore (-0,7% t/t), e la tenuta del PIL è legata all'accumulo di scorte. Si aggiunga che il livello del PIL e dell'occupazione sono inferiori rispetto a un anno prima rispettivamente di 3,6% e 1,7%. Inoltre, a fine 2020, la tendenza di breve periodo si è indebolita, segnalando che il peggio potrebbe non essere ancora dietro le spalle. In effetti, le prospettive economiche restano fortemente condizionate all'evoluzione della situazione sanitaria.

## Giro di vite sulla pandemia, anche per i ritardi delle vaccinazioni

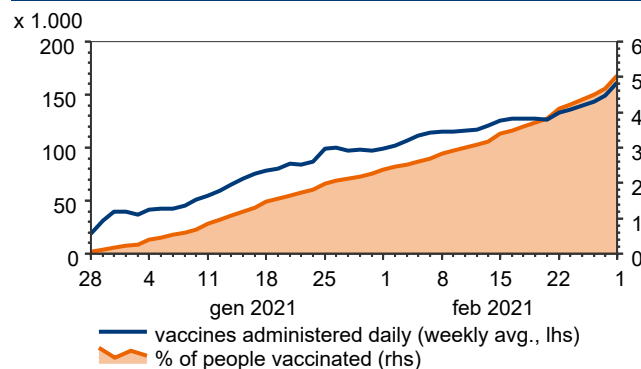
Come in Italia, l'ondata autunnale di contagi è stata inizialmente affrontata con misure relativamente blande, ma il drastico peggioramento del tasso di mortalità in novembre e dicembre ha portato un netto giro di vite, culminato il **16 dicembre** nell'adozione di un **regime di confinamento** anche più restrittivo di quello applicato nella primavera 2020. Le restrizioni includono la chiusura delle attività commerciali non essenziali, oltre che di ristorazione (per il servizio in loco) e dei servizi alla persona, e la sospensione delle lezioni in presenza nelle scuole. Il confinamento (rivelatosi molto efficace nel riportare sotto controllo l'epidemia) è stato prorogato prima al 14 febbraio, poi (in forma lievemente alleggerita) **fino al 7 marzo**. Le regioni che registrano un calo dell'incidenza di nuovi casi sotto i 35 ogni 100mila abitanti possono allentare le restrizioni maggiormente, ma al momento nessun Land ha raggiunto tale obiettivo: il tasso di incidenza media è sceso a 66, con gli stati più virtuosi a 50.

**COVID-19: andamento di nuovi casi e nuovi decessi**



Fonte: OMS, Refinitiv

**Andamento della campagna vaccinale in Germania**

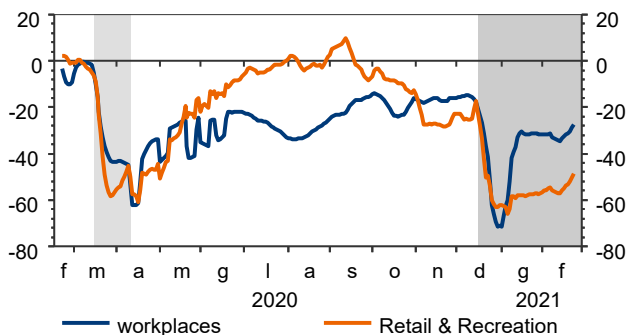


Fonte: Our World In Data, Refinitiv

La **campagna vaccinale** è partita a rilento, come in tutta l'Europa continentale. Attualmente, il vincolo più stringente è quello legato all'approvvigionamento dei vaccini, inferiore rispetto a quanto programmato. Il sistema sanitario sta praticando attualmente 144.000 inoculazioni al giorno in media, con una visibile accelerazione rispetto a gennaio (la media da inizio anno è di 97.000). Il 5,6% della popolazione maggiorenne ha ricevuto almeno una dose. A questo ritmo, a fine 2021 soltanto il 35% della popolazione maggiorenne sarebbe totalmente vaccinato, ben lontano dall'obiettivo europeo del 70%. È probabile una netta intensificazione del programma nei prossimi mesi, in quanto la capacità stimata è attualmente di 300.000 al giorno e potrebbe salire a 500.000; ciò nonostante la copertura vaccinale potrà contribuire all'abbattimento della mortalità e della pressione sul sistema sanitario soltanto a partire dalla seconda metà della primavera.

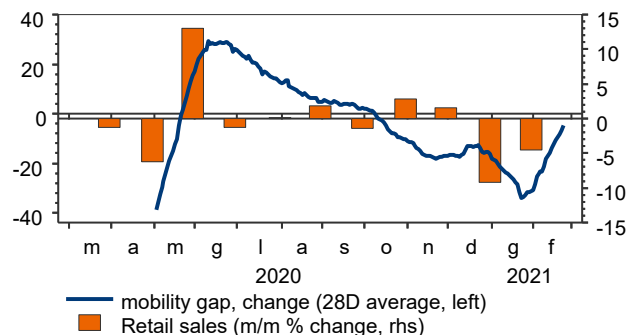
L'impatto delle restrizioni sanitarie sulla **mobilità** collettiva è stato pesante: il divario relativo a commercio e intrattenimento si colloca mediamente sopra il 50%; quello della mobilità lavorativa appena sopra il 30%. La più bassa mobilità verso i luoghi di lavoro riflette l'aumento ormai strutturale del ricorso allo *smart working*, e non ha più correlazione con il valore aggiunto prodotto. Al contrario, il calo della mobilità verso le strutture commerciali è strettamente correlato a variazioni delle vendite al dettaglio. I 15 giorni di chiusura di dicembre hanno causato una contrazione di 9,1%, alla quale è seguito un ulteriore calo di 4,5% in gennaio.

#### Mobilità collettiva depressa dal confinamento



Fonte: Google

#### Il divario di mobilità prospetta un inizio 2021 debole per i consumi



Fonte: Google, DeStatis e Refinitiv

#### Le prospettive di breve termine: netta contrazione del PIL nel 1° trimestre

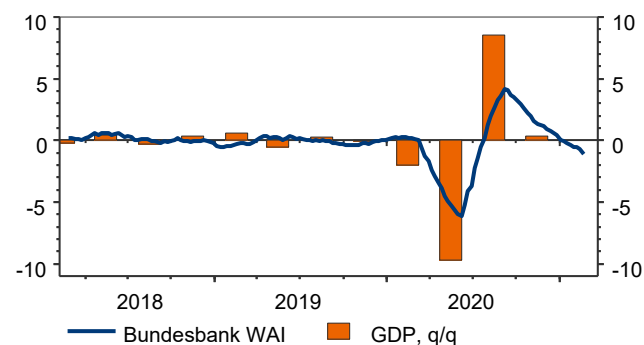
Diversamente da quanto osservato in Italia, le restrizioni sanitarie freneranno il PIL tedesco più a inizio 2021 di quanto non abbiano fatto nel 4° trimestre 2020. Le indagini di fiducia presso le imprese si sono indebolite fra dicembre e gennaio, anche se febbraio ha visto un nuovo miglioramento, in particolare delle aspettative. L'indice settimanale di attività della Bundesbank è gradualmente peggiorato, toccando -1,1 nella quarta settimana di febbraio.

**L'andamento dell'economia resterà molto diversificato settorialmente.** La tendenza di fondo resta positiva nel comparto manifatturiero, a giudicare dall'andamento degli ordini e delle indagini congiunturali PMI e Ifo; anche il trascinamento da fine 2020 è positivo (+1,1%). L'industria tedesca continuerà a beneficiare di una domanda estera vivace. Nelle costruzioni il rallentamento di fine 2020 è stato più marcato, e il 1° trimestre parte con un trascinamento negativo di 1,4 punti percentuali; tuttavia, gli ordini alle imprese del settore sono saliti nettamente in ottobre e novembre, in particolare nel comparto residenziale, sicché appare probabile un rimbalzo fin dal mese di gennaio. Invece, il commercio al dettaglio e alcuni comparti dei servizi (ristorazione, accoglienza, intrattenimento, sport, servizi alla persona, servizi turistici e trasporti) registreranno inevitabilmente un'ulteriore caduta del valore aggiunto prodotto: le restrizioni hanno inciso alla massima intensità per almeno due mesi del 1° trimestre, mentre l'impatto sul 4° trimestre ha riguardato soltanto la seconda quindicina di dicembre. L'impatto negativo sul reddito delle famiglie sarà mitigato da un nuovo rafforzamento della rete di sicurezza, che ora prevede risarcimenti per il calo di fatturato anche per i lavoratori autonomi.

Dal lato della **domanda interna**, il **calo sarà concentrato nei consumi privati**, come già avvenuto nel 4° trimestre 2020. Le vendite al dettaglio hanno subito un nuovo tracollo in gennaio, ma potrebbero risalire marginalmente in febbraio e quindi riprendersi fra marzo e aprile. Nell'indagine mensile Ifo, l'indice delle risposte sull'andamento del fatturato delle imprese di commercio ha toccato un minimo di -53,2 in febbraio, riflesso del crollo avvenuto in gennaio.

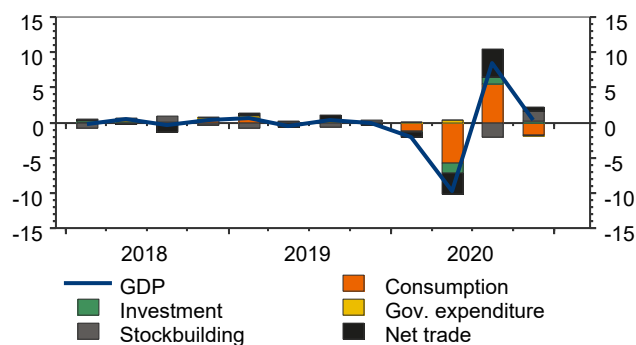
La nostra attuale previsione di variazione del **PIL nel 1° trimestre 2021** è di **-1,2% t/t**. L'indice settimanale di attività economica (WAI) della Bundesbank, calato a -1,1 nella terza settimana di febbraio, è coerente con una contrazione superiore (-1,8%) e con una probabilità di variazione negativa del 100%. Un eventuale allentamento delle restrizioni a marzo potrebbe alleviare l'impatto negativo; tuttavia, al contrario, un'estensione del periodo di chiusura delle attività commerciali ci potrebbe obbligare a rivedere al ribasso la stima attuale.

#### L'indice Bundesbank di attività economica prospetta un netto calo del PIL nel 1° trimestre



Fonte: Deutsche Bundesbank e DeStatis

#### La tenuta del 4° trimestre 2020 è legata all'accumulo di scorte



Fonte: DeStatis

#### Ripresa dal 2° trimestre 2021

L'allentamento delle misure restrittive dovrebbe garantire un significativo rimbalzo nel 2° trimestre, perché le misure di sostegno ai redditi stanno limitando gli impatti della crisi su occupazione e reddito delle famiglie, scaricando l'impatto delle chiusure in un netto aumento del risparmio forzoso. In effetti, secondo la Deutsche Bundesbank il deficit del settore pubblico dovrebbe essere nel 2021 circa uguale a quello del 2020 (4,8% del PIL), in quanto la riduzione dei meccanismi di sostegno sarà compensata da altre misure di stimolo (in particolare: aumento degli assegni familiari e riduzione del contributo di solidarietà).

Nel 2° trimestre prevediamo attualmente un rimbalzo di 2 punti percentuali. Il 2021 dovrebbe registrare una crescita media annua di poco superiore al 3%.

## 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