

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Banca Centrale Europea:** l'aumento dei tassi a medio e lungo termine sulle curve euro ha generato una reazione verbale da parte del comitato esecutivo, con esplicito riferimento al possibile dispiegamento del PEPP per correggere l'indesiderata restrizione delle condizioni finanziarie. Il rialzo è parzialmente rientrato. Inoltre, non tutti i membri del consiglio direttivo sono d'accordo nel contrastare il movimento.

Alla **riunione di politica monetaria dell'11 marzo** il comunicato stampa e le dichiarazioni della presidente Lagarde potrebbero essere modificate per segnalare la possibilità di una temporanea accelerazione degli acquisti PEPP in caso di aumenti dei tassi non collegati a miglioramenti delle aspettative di crescita e inflazione dell'area euro.

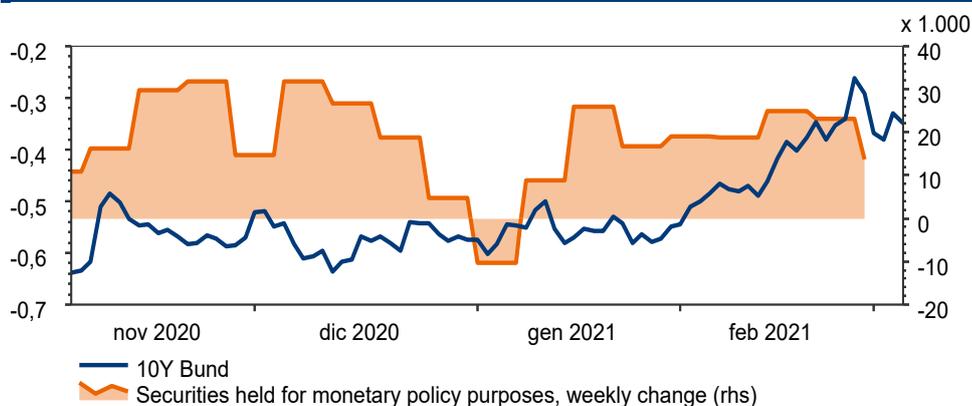
In **Italia**, i dati a consuntivo su deficit e debito nel 2020 sono stati migliori del previsto, pur in netto aumento rispetto al 2019. In prospettiva, le simulazioni sulla traiettoria del debito sottolineano la necessità di stimolare il PIL potenziale. D'altra parte, il ruolo crescente delle Istituzioni europee tra i detentori del debito riduce i rischi legati alla volatilità dei mercati finanziari.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro** saranno diffusi i dati sulla produzione industriale di gennaio per l'Eurozona, la Germania, l'Italia e la Francia: ci aspettiamo un rimbalzo dell'attività su base congiunturale, che potrebbe essere seguito da un'ulteriore crescita dell'output a febbraio. La lettura finale del PIL Eurozona del 4° trimestre è attesa confermare la stima preliminare a -0,6% t/t. La seconda lettura dei dati sui prezzi al consumo di febbraio dovrebbe confermare la stabilità dell'inflazione annua in Germania (+1,6% a/a).

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**, concentrati sull'inflazione di febbraio. Il CPI dovrebbe accelerare, con una variazione di 0,4% m/m per l'indice *headline* e di 0,2% m/m per l'indice *core*. Anche il PPI di febbraio sarà un market mover, dopo l'ampio balzo di gennaio, che dovrebbe essere seguito da un'altra variazione solida, sulla scia delle pressioni verso l'alto delle materie prime e delle strozzature all'offerta in molti settori. Nel PPI andrà monitorato non solo l'andamento dei prezzi dei beni, ma anche quello dei servizi, dopo la netta accelerazione nel comparto della sanità visto a gennaio.

### Il rialzo dei tassi nell'area euro e la variazione del portafoglio dei titoli detenuti dall'Eurosistema a confronto



Fonte: Refinitiv e BCE (rendiconto finanziario settimanale)

5 marzo 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

**Banca Centrale Europea:** l'aumento dei tassi a medio e lungo termine sulle curve euro ha generato una reazione verbale da parte del comitato esecutivo, con esplicito riferimento al possibile dispiegamento del PEPP per correggere l'indesiderata restrizione delle condizioni finanziarie. Il rialzo è parzialmente rientrato. Inoltre, non tutti i membri del consiglio direttivo sono d'accordo nel contrastare il movimento.

Alla **riunione di politica monetaria dell'11 marzo** il comunicato stampa e le dichiarazioni della presidente Lagarde potrebbero essere modificate per segnalare la possibilità di una temporanea accelerazione degli acquisti PEPP in caso di aumenti dei tassi non collegati a miglioramenti delle aspettative di crescita e inflazione dell'area euro.

- Il netto miglioramento delle previsioni di crescita economica negli Stati Uniti sta creando indirettamente imbarazzo alla Banca Centrale Europea. Il miglioramento delle aspettative è associato anche a una revisione al rialzo dell'inflazione implicita, che a sua volta ha spinto al rialzo i tassi a medio e lungo termine sul dollaro. Questi ultimi hanno trascinato al rialzo i tassi di interesse a medio e lungo termine sull'euro, malgrado la situazione economica dell'Eurozona sia ancora caratterizzata da un andamento corrente negativo e da previsioni di ripresa meno brillanti. Sebbene un effetto collaterale di tali movimenti sia stato un rafforzamento del dollaro sull'euro, e sebbene non vi sia stato né un significativo aumento dei premi per il rischio di credito, né particolare sofferenza dei mercati azionari, l'aumento dei tassi (circa 30pb al picco, circa 25pb attualmente) ha ugualmente suscitato qualche allarme.
- La reazione è iniziata il 22 febbraio con le dichiarazioni della [presidente Lagarde](#) al parlamento europeo: in tale occasione, ha segnalato che "i tassi sugli OIS e i rendimenti sovrani sono particolarmente importanti, perché sono buoni indicatori precoci di ciò che accade nelle fasi a valle della trasmissione della politica monetaria" e, quindi, "la BCE sta monitorando attentamente l'evoluzione dei rendimenti nominali delle obbligazioni a più lungo termine".
  - Il 25 febbraio è stato [Philip Lane](#) a tornare sul tema: "le due curve dei rendimenti chiave nell'area dell'euro per le condizioni di finanziamento di tutti i settori dell'economia sono la curva degli swap sugli indici overnight (OIS) - un proxy per una curva priva di rischio nell'area dell'euro - e la curva dei rendimenti delle obbligazioni sovrane ponderati per il PIL". Lane ha concluso che il PEPP fornisce la flessibilità necessaria, e che "acquisteremo in modo flessibile in base alle condizioni di mercato e al fine di prevenire un inasprimento delle condizioni di finanziamento che non è coerente con il contrasto dell'impatto al ribasso della pandemia sul percorso previsto dell'inflazione".
  - Il 26 febbraio, in un discorso incentrato soprattutto sulla politica fiscale [Isabel Schnabel](#) si è unita al coro, ma con qualche sfumatura in più: "le variazioni dei tassi nominali devono essere monitorate attentamente e interpretate alla luce delle loro forze motrici", sicché rialzi connessi ad aumenti delle aspettative di inflazione sono benvenuti. Tuttavia, "un aumento dei tassi reali a lungo termine nelle prime fasi della ripresa, anche se riflettendo migliori prospettive di crescita, potrebbe togliere il sostegno necessario troppo presto e troppo bruscamente data la condizione ancora fragile dell'economia"; in tal caso, "il livello di sostegno della politica [monetaria] dovrà quindi aumentare."
  - Infine, il 3 marzo [Fabio Panetta](#) ha fatto l'intervento più netto fra quelli ascoltati finora a sostegno di un'accelerazione degli acquisti: innanzi tutto, ha lamentato la "indesiderata propagazione dei rialzi di tassi di mercato in dollari sulla curva dei rendimenti in euro", che è "incompatibile con le prospettive della nostra economia". Per contrastare tale minaccia, è necessario "un deciso impegno volto ad ancorare variabili finanziarie quali il costo del credito e la curva dei rendimenti". La BCE "deve definire l'area in cui si collocano i rendimenti nominali che essa considera adeguati, decidere i propri acquisti in coerenza con questo obiettivo ed essere pronta a intervenire nella misura necessaria". La "costellazione delle condizioni di finanziamento" prevalente a dicembre "rappresenta

il riferimento per l'evoluzione della politica monetaria nei prossimi mesi". Panetta ha aggiunto che "la settimana scorsa i tassi in euro su tutte le scadenze, inclusi quelli privi di rischio, sono rimasti ben al di sopra dei livelli registrati all'inizio di quest'anno".

□ Fra i presidenti delle BCN (Banche Centrali Nazionali), il quadro è più variegato. De Cos (Banco de España) e Villeroy de Galhau (Banque de France), con accenti diversi, hanno entrambi sposato la linea della flessibilità bidirezionale del PEPP. Di contro, Knot (DNB) ha dichiarato che "l'aumento dei tassi riflette il miglioramento delle prospettive di crescita e l'innalzamento delle aspettative di inflazione, il che è positivo", come riferito da Reuters il 4 marzo. Anche Weidmann (Deutsche Bundesbank) si è espresso in modo analogo il 3 marzo, pur lasciando aperta la porta ad aumenti degli acquisti qualora si concluda che l'aumento dei tassi non è dovuto a miglioramenti delle prospettive di crescita e inflazione.

■ Dato il punto di partenza, pare piuttosto improbabile che la riunione del consiglio direttivo si concluda con decisioni importanti. Il fatto che una parte dell'aumento dei tassi dipenda dalla correlazione con i tassi sul dollaro e non da miglioramenti dello scenario europeo può giustificare una reazione. La soluzione di compromesso dovrebbe includere modifiche al comunicato stampa per dare più enfasi alla possibilità di impiegare attivamente la flessibilità del PEPP; tali modifiche saranno poi rinforzate dalle dichiarazioni della presidente Lagarde. Ma non è detto che ciò possa fare alcuna differenza, in assenza di passi concreti. Perciò, potrebbe anche seguirne un'accelerazione temporanea degli acquisti, compensata da un maggiore rallentamento degli stessi nel secondo semestre 2021 per renderla più accettabile al consiglio.

In Italia, i dati a consuntivo su deficit e debito nel 2020 sono stati migliori del previsto, pur in netto aumento rispetto al 2019. In prospettiva, le simulazioni sulla traiettoria del debito sottolineano la necessità di stimolare il PIL potenziale. D'altra parte, il ruolo crescente delle Istituzioni europee tra i detentori del debito riduce i rischi legati alla volatilità dei mercati finanziari.

■ In settimana, l'Istat ha diffuso i dati a consuntivo sui principali indicatori di finanza pubblica nel 2020 (vedi la sezione Osservatorio Macroeconomico in questa pubblicazione). **Indebitamento e debito, pur in deciso aumento rispetto al 2019, sono stati inferiori a quanto atteso solo poche settimane fa:** il deficit si è attestato al 9,5% del PIL, il debito al 155,6% (le ultime stime, inserite dal precedente Governo nella Relazione al Parlamento di gennaio, riferivano di un disavanzo tra il 10,5% e il 10,8% e di un debito attorno al 157% del PIL – proiezioni già riviste al ribasso rispetto alle precedenti attese). Nelle nostre stime, il disavanzo pubblico quest'anno potrebbe avvicinarsi al 9% del PIL, solo in moderata discesa rispetto al 9,5% del 2020; il deficit potrebbe tornare sotto il 3% solo nel 2025. **Il debito pubblico è visto ancora in salita quest'anno**, vicino al 159% del PIL; è atteso un calo nei prossimi anni, che tuttavia dovrebbe lasciare il debito al di sopra del 150% del PIL per tutto il prossimo decennio.

■ Rispetto a questo scenario di base, che abbiamo assunto per il triennio in corso (2021-23), abbiamo effettuato delle **simulazioni sulla traiettoria del debito a seconda dell'evoluzione, a partire dal 2024, delle seguenti variabili:** crescita del PIL reale, inflazione (misurata dal deflatore del PIL), saldo primario (deficit al netto della spesa per interessi) e costo medio del debito (tasso di interesse medio pagato sullo stock di debito esistente).

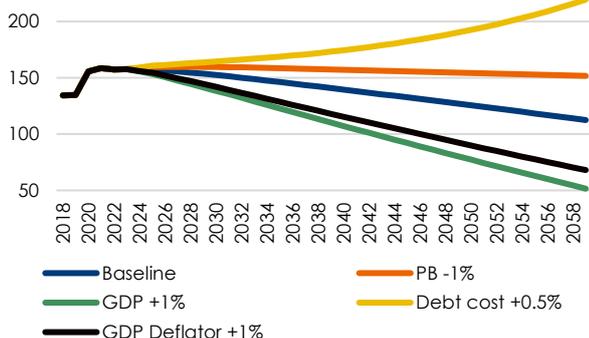
■ **La Figura 1 illustra i risultati.** Lo scenario di base assume una crescita del PIL reale pari a 3,7% nel 2021 (contro il 3,4% atteso dalla Commissione UE) e 3,9% nel 2022 (Commissione UE: 3,5%); negli anni seguenti è attesa una graduale convergenza verso una crescita del PIL pari a 0,5% a partire dal 2026. Il saldo primario è visto azzerarsi nel 2025 e tornare in positivo, all'incirca ai valori pre-COVID (2%), dal 2027. Il costo del debito è atteso in discesa nei prossimi anni, sino al 2,1% nel 2022-23 (dal 2,4% del 2020), per poi risalire assai gradualmente (un decimo l'anno), sino ad attestarsi al 2,5% dal 2027. **Nello scenario di base, il debito resta sopra il 150% del PIL fino al 2032** e resta sopra i livelli pre-COVID sino al 2044.

**Le simulazioni sulla traiettoria del debito segnalano l'importanza di stimolare la crescita potenziale**

■ Le simulazioni alternative mostrano che:

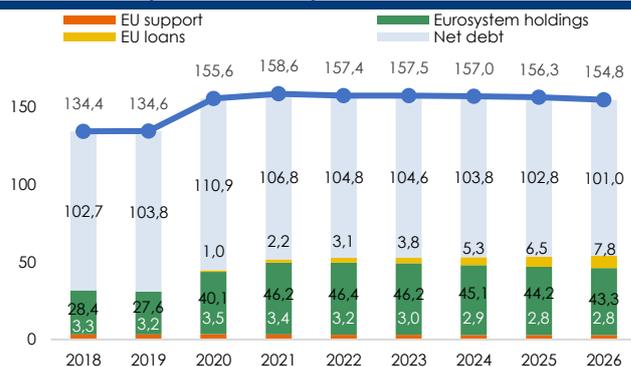
- **un saldo primario inferiore di un punto** rispetto allo scenario base (in altri termini, una politica fiscale meno restrittiva) **implicherebbe un debito che sostanzialmente non scende** per tutto l'orizzonte di previsione (restando sopra il 160% del PIL fino al 2064);
- anche peggiore sarebbe l'evoluzione in caso di uno shock sul costo del debito: se questo fosse di mezzo punto superiore allo scenario di base (a partire dal 2024), ovvero pari al 3% dal 2027, il rapporto debito/PIL avrebbe un'evoluzione ascendente (pur in presenza di un avanzo primario del 2%) sostanzialmente insostenibile (supererebbe il 200% del PIL dal 2053);
- viceversa, una crescita del PIL nominale più alta di un punto rispetto allo scenario di base, per via ad esempio di **un aumento dell'inflazione** (deflatore del PIL al 2,5% a regime, anziché all'1,5% come nello scenario di base), **significherebbe un calo più rapido del debito**, che tornerebbe ai livelli pre-COVID dal 2033;
- **ancora più significativo sarebbe l'effetto di una maggiore crescita del PIL reale** (sempre di un punto, a 1,5% a regime anziché 0,5% dello scenario di base), che agirebbe non solo sul denominatore del rapporto debito/PIL, ma anche sul numeratore (implicando un miglioramento del deficit grazie alle maggiori entrate e alle minori spese), e riporterebbe il debito sotto il 150% del PIL nel 2027 e sotto i livelli pre-COVID dal 2032.

**Fig. 1 – La sostenibilità del debito nel lungo termine dipende in misura cruciale dal tasso di crescita del PIL**



Nota: Ipotesi di base: previsioni ISP su PIL e deflatore del PIL fino al 2025, dal 2026 in poi: PIL = 0,5%, deflatore del PIL = 1,5%; Previsioni ISP sulla spesa per interessi fino al 2023, dal 2024 in poi: costo del debito in aumento di un decimo all'anno dal 2,1% nel 2023 al 2,5% nel 2027; Previsioni ISP sul saldo primario fino al 2023, saldo primario in miglioramento dell'1% all'anno, da -1,1% nel 2023 a +1,9% nel 2026 (e al 2% dal 2027). Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 2 – Il debito al "netto" delle passività verso UE ed Eurosistema è decisamente più contenuto rispetto al debito "lordo"**



Nota: EU support = quote di pertinenza dell'Italia dei prestiti a Stati membri dell'UE, bilaterali o tramite EFSF + contributo dell'Italia al capitale dell'ESM; EU loans = Prestiti SURE + Prestiti nell'ambito del "Next Gen EU".  
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Governo Italiano, BCE, UE

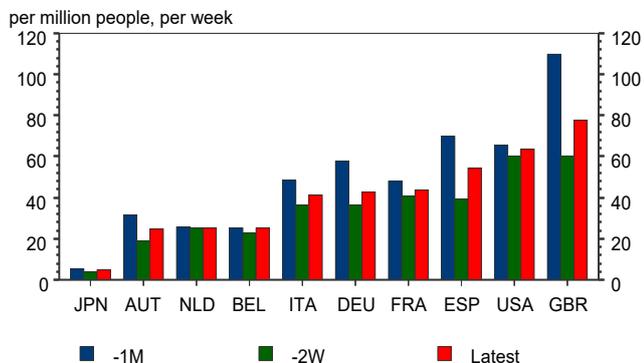
■ In sostanza, le simulazioni effettuate sottolineano l'importanza, per la sostenibilità del debito, della crescita del PIL, il che evidenzia la **necessità di accompagnare gli stimoli dal lato della domanda che potranno essere implementati nell'ambito del Recovery Plan con riforme strutturali dal lato dell'offerta**, che migliorino il PIL potenziale.

■ Tuttavia, occorre tener presente che i rischi sulla sostenibilità del debito sono in parte ridotti dal fatto che, nei prossimi anni, il ruolo dei detentori istituzionali del debito italiano diventerà sempre più ampio. Ciò limita i rischi di un repentino aumento del costo del debito (la simulazione che fornisce i risultati più preoccupanti tra quelle viste sopra). Stimiamo che nel 2020, a fronte di un debito "lordo" al 155,6% del PIL, il debito al netto delle passività verso UE ed Eurosistema sia inferiore al 111% del PIL. Nei prossimi anni, con il crescere dell'ammontare totale di titoli detenuto dalle banche centrali dell'Eurosistema, e con il ricorso ai prestiti nell'ambito del Programma "Next Generation EU", la quota parte di debito detenuta dalle istituzioni europee sarà ancora maggiore: stimiamo che il debito al netto di questa componente possa tornare già nel 2024 ai livelli pre-COVID (sotto il 104% del PIL). Il profilo atteso del debito "lordo" e di quello "netto" è illustrato in Figura 2. Ciò, *ceteris paribus*, rende il debito italiano meno esposto alla volatilità dei mercati finanziari rispetto al passato.

**Il crescente ruolo dei detentori istituzionali rende il debito meno esposto alla volatilità dei mercati**

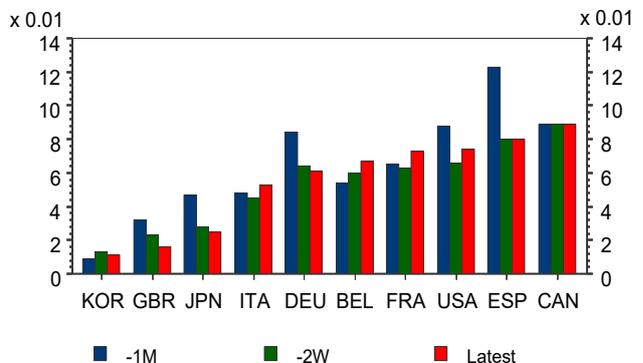
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



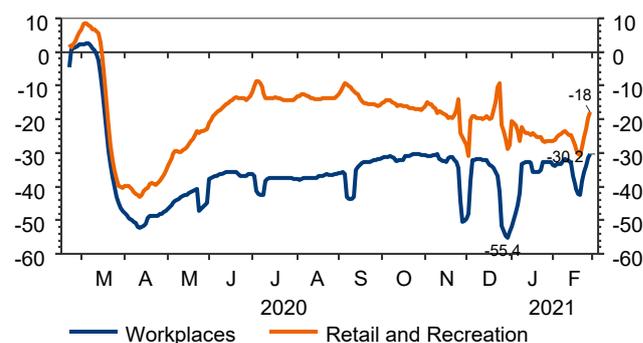
Fonte: OurWorldInData

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



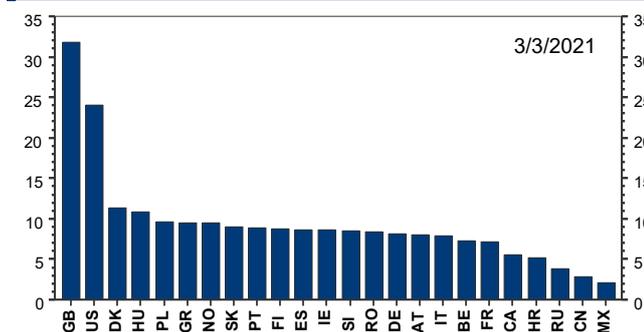
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



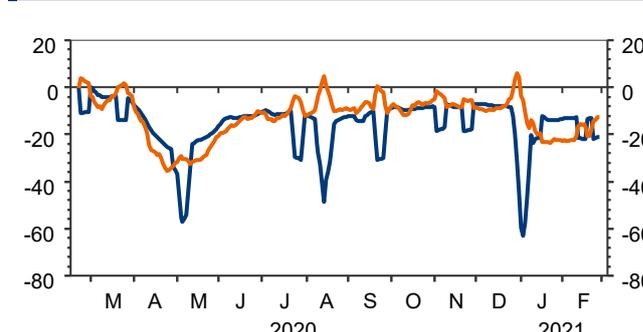
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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** saranno diffusi i dati sulla produzione industriale di gennaio per l'Eurozona, la Germania, l'Italia e la Francia: ci aspettiamo un rimbalzo dell'attività su base congiunturale, che potrebbe essere seguito da un'ulteriore crescita dell'output a febbraio. La lettura finale del PIL Eurozona del 4° trimestre è attesa confermare la stima preliminare a -0,6% t/t. La seconda lettura dei dati sui prezzi al consumo di febbraio dovrebbe confermare la stabilità dell'inflazione annua in Germania (+1,6% a/a).

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**, concentrati sull'inflazione di febbraio. Il CPI dovrebbe accelerare, con una variazione di 0,4% m/m per l'indice *headline* e di 0,2% m/m per l'indice *core*. Anche il PPI di febbraio sarà un market mover, dopo l'ampio balzo di gennaio, che dovrebbe essere seguito da un'altra variazione solida, sulla scia delle pressioni verso l'alto delle materie prime e delle strozzature all'offerta in molti settori. Nel PPI andrà monitorato non solo l'andamento dei prezzi dei beni, ma anche quello dei servizi, dopo la netta accelerazione nel comparto della sanità visto a gennaio.

### Lunedì 8 marzo

#### Area euro

■ **Germania.** La **produzione industriale** è vista in risalita a gennaio di +0,2% m/m (-3,0% a/a sulla serie stagionalizzata), dopo l'andamento stagnante di dicembre (-0,7% a/a). L'industria dovrebbe aver beneficiato di una domanda estera vivace e di un rimbalzo della produzione delle utilities dopo i forti cali di fine 2020, mentre sul fronte interno il confinamento ha iniziato a incidere su fatturato e ordini relativi a beni di consumo. Le indagini congiunturali, i dati sul traffico autostradale di merci e il fatturato indicano che l'attività industriale potrebbe essere cresciuta anche a febbraio, probabilmente ad un ritmo maggiore. Prevediamo un moderato rimbalzo della produzione industriale nel 1° trimestre (+0,8% t/t), nonostante la contrazione attesa del PIL nello stesso periodo.

### Martedì 9 marzo

#### Area euro

■ **Italia.** La **produzione industriale** è attesa in recupero a gennaio, stimiamo dell'1% m/m dopo il calo di -0,2% visto a dicembre. Su base annua corretta per gli effetti di calendario, l'output potrebbe riavvicinarsi a zero, come già avvenuto lo scorso agosto. Le indagini congiunturali condotte sia da ISTAT che da IHS-Markit hanno segnalato una ripresa per gli indici di produzione a inizio 2021, che si è accompagnata a un miglioramento delle aspettative. Il recupero dell'output potrebbe continuare, a nostro avviso, a febbraio: l'industria è attesa tornare a dare un contributo positivo al valore aggiunto complessivo nel 1° trimestre, che però sarà compensato dalla persistente debolezza nei servizi (con il risultato di un PIL circa piatto).

■ **Area euro.** La **stima finale del PIL** del 4° trimestre 2020 è attesa confermare la seconda lettura di -0,6% t/t (-5,0% a/a). L'attività economica potrebbe aver risentito delle restrizioni introdotte per controllare la seconda ondata di contagi. Dal lato della domanda, il contributo negativo arriverebbe dai consumi, mentre gli investimenti fissi ed export dovrebbero aver contribuito positivamente. Dal lato dell'offerta, il calo dovrebbe essere venuto soprattutto dai servizi; al contrario, l'industria dovrebbe aver contribuito al valore aggiunto. Nel 1° trimestre del 2021, il PIL potrebbe subire una nuova contrazione a causa della reintroduzione di pesanti misure di confinamento in alcuni Stati membri.

### Mercoledì 10 marzo

#### Area euro

■ **Francia.** Le indagini congiunturali di gennaio indicano un'accelerazione della **produzione industriale** a +0,4% m/m (-3,5% a/a), dopo il -0,8% m/m (-3,0% a/a) visto a dicembre.

Il miglioramento deriverebbe dalla ripresa della domanda sia interna, che estera. L'indice PMI manifatturiero ha evidenziato un'accelerazione della crescita della produzione a febbraio, a 56,1 da 51,6 di gennaio. Nel 1° trimestre l'industria dovrebbe fornire un contributo positivo alla crescita del PIL.

### Stati Uniti

- Il **CPI** a febbraio dovrebbe aumentare di 0,4% m/m (1,6% a/a), dopo 0,3% m/m di gennaio. L'indice core dovrebbe aumentare a un ritmo moderato, 0,2% m/m (1,4% a/a), dopo due mesi di quasi-stagnazione. Oltre agli aumenti del comparto energia, ci dovrebbero essere rialzi consistenti per i beni core e potrebbero iniziare a trasparire aumenti nei comparti abitazione e sanità, che finora hanno frenato la dinamica complessiva dell'inflazione core.

## Giovedì 11 marzo

### Area euro

- La **riunione di politica monetaria della Banca Centrale Europea** si concluderà senza modifiche ai tassi ufficiali, ai programmi di acquisto e al programma TLTRO III. Il comunicato stampa potrebbe essere modificato per segnalare nel breve termine la possibilità di un uso più attivo del PEPP, tema che sarà presente nelle dichiarazioni della presidente Lagarde. I membri più influenti del comitato esecutivo hanno prospettato il dispiegamento del PEPP per contrastare il rialzo dei tassi dovuto al contagio dal mercato americano, ma alcuni dei governatori (per es., Weidmann e Knot) si sono mostrati scettici riguardo all'opportunità di procedere in tal senso. Una soluzione di compromesso potrebbe essere quella di accettare più acquisti oggi in cambio di un maggior rallentamento successivo

## Venerdì 12 marzo

### Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe mostrare una crescita a gennaio (+0,6% m/m, dopo il -1,6% m/m di dicembre); la variazione annua è attesa rimanere in territorio negativo, a -1,6% a/a da -0,8% a/a. Come indicato dalle indagini congiunturali, è possibile un nuovo balzo nel mese di febbraio: l'industria dovrebbe continuare a dare un contributo positivo al PIL dell'area anche nel 1° trimestre.
- **Germania.** La seconda lettura dovrebbe confermare che a febbraio i **prezzi al consumo** sono saliti di sette decimi sull'indice nazionale e di sei decimi sull'armonizzato. L'inflazione annua dovrebbe essere confermata in territorio ampiamente positivo, a +1,3% sull'indice nazionale e a +1,6% sull'indice armonizzato, rispettivamente.

### Stati Uniti

- Il **PPI** a febbraio è previsto in rialzo di 0,4% m/m, dopo 1,3% m/m di gennaio. Anche l'indice **core** dovrebbe moderare la crescita rispetto al balzo di gennaio (1,2% m/m), con una variazione di 0,2% m/m a febbraio. Le pressioni sui prezzi alla produzione sono in forte rialzo sulla scia dell'aumento sostenuto della domanda e dei persistenti (e crescenti) colli di bottiglia dal lato dell'offerta, come evidente sia dalle indagini sia dai prezzi delle materie prime, non solo energetiche.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a marzo (prel.) dovrebbe aumentare a 81 da 76,8 di febbraio. Il miglioramento della pandemia, l'aumento del reddito disponibile, l'aspettativa di un nuovo pacchetto di stimolo fiscale e la riaccelerazione della dinamica occupazionale dopo la frenata di fine 2020 dovrebbero imprimere una svolta verso l'alto alla fiducia dopo un periodo di movimenti laterali in atto tra novembre e febbraio. Le aspettative di inflazione dovrebbero salire ulteriormente, sia sull'orizzonte a 1 anno sia su quello a 5 anni, da 3,3% e 2,7%, rispettivamente.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (8-13 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 8/3	00:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	feb	6.5	%	15.0	
	00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	feb	78.2	Mld \$	60.0	
	00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	feb	18.1	%	38.9	
	00:00	CN	Riserve in valuta estera		feb	3.211	1000Mld \$	3.200	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	gen	0.0	%	0.8	0.2
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		gen	-0.6	%		
Mar 9/3	00:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T4	prel 12.7	%	12.8	
	00:50	GIA	PIL t/t finale	*	T4	prel 3.0	%	3.0	
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		gen	16.1	Mld €		
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	gen	-0.2	%	0.8	1.0
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T4	prel -0.6	%	-0.6	-0.6
	11:00	EUR	PIL a/a finale		T4	prel -5.0	%		-5.0
	11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T4	0.3	%		
Mer 10/3	02:30	CN	CPI a/a	*	feb	-0.3	%	-0.4	
	02:30	CN	CPI m/m		feb	1.0	%	0.4	
	02:30	CN	PPI a/a	*	feb	0.3	%	1.5	
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	gen	-0.8	%		0.4
	10:00	ITA	PPI a/a		gen	-1.8	%		
	10:00	ITA	PPI m/m		gen	0.5	%		
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		feb	1.4	%	1.4	1.4
	14:30	USA	CPI a/a		feb	1.4	%	1.6	1.6
	14:30	USA	CPI m/m	*	feb	0.3	%	0.4	0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	feb	0.0	%	0.2	0.2
Gio 11/3	00:00	CN	M2 a/a	*	feb	9.4	%	9.4	
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	feb	3580	Mld ¥ CN	950	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	745	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	4,295	Mln		
Ven 12/3	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	feb	prel 0.6	%		0.6
	08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		feb	prel 1.3	%		1.3
	08:00	GER	IPCA a/a finale		feb	prel 1.6	%		1.6
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		gen	-14.3	Mld £		
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		gen	-5.2	Mld £		
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	gen	0.2	%	-0.1	
	08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	feb	prel 0.7	%		0.7
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		feb	prel -0.1	%		
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	gen	-1.6	%	0.1	0.6
	14:30	USA	PPI m/m		feb	1.3	%	0.3	0.4
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	feb	1.2	%	0.2	0.2
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		mar	76.8		78.5	81.0
Sab 13/3	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	feb	5170	Mld ¥ CN	880	

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 (8-12 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 8/3	07:00	GIA	Discorso di Amamiya (BoJ)
	--	GB	* Discorso di Baiey (BoE)
Mar 9/3	11:00		* L'OCSE pubblica l'Economic Outlook
Gio 11/3	13:45	EUR	* BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.5%)
	--	EUR	* Conferenza stampa di Lagarde (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

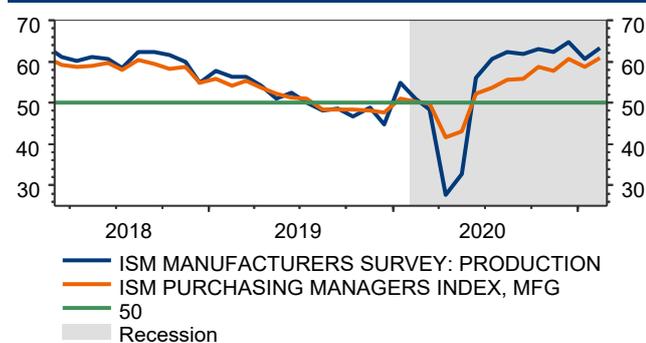
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	feb	58.5		58.6
Spesa in costruzioni	gen	1.1 (↓0)	%	0.8
Indice ISM manifatturiero	feb	58.7	58.8	60.8
Nuovi occupati: stima ADP	feb	+195 (↓74)	x1000	177
Markit PMI Composito finale	feb	58.8		59.5
Markit PMI Servizi finale	feb	58.9		59.8
Indice ISM non manifatturiero composito	feb	58.7	58.7	55.3
Richieste di sussidio	settim	736 (730)	x1000	750
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	4.419	Mln	4.300
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T4	6.8	%	6.6
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T4	-4.8	%	-4.7
Ordinativi industriali m/m	gen	1.6 (↑↑)	%	2.1
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	gen	3.4	%	3.4
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	gen	1.4	%	1.3
Bilancia commerciale	gen	-66.6	Mld \$	-67.5
Tasso di disoccupazione	feb	6.3	%	6.3
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	feb	49	x1000	182
Salari orari m/m	feb	0.2	%	0.2

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

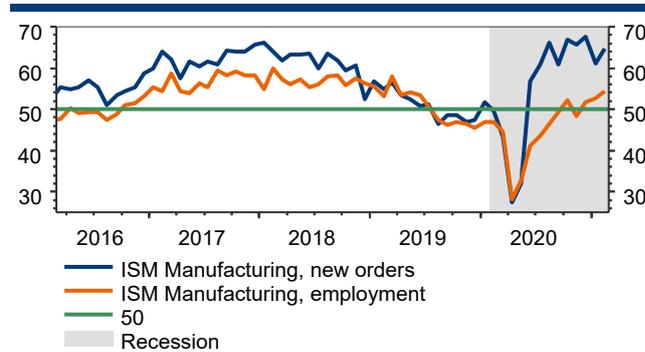
L'**ISM manifatturiero** a febbraio sorprende verso l'alto, salendo a 60,8 da 58,7 di gennaio. Lo spaccato dell'indagine è omogeneamente positivo: nuovi ordini a 64,8 (+3,7), produzione a 64,8 (+2,5), ordini inevasi a 64 (+4,3), ordini all'export a 57,2 (+2,3), occupazione a 54,4 (+1,8), tempi di consegna a 72 (+3,8). L'indice dei prezzi sale a 86 (+3,9). Le imprese continuano a operare con stabilimenti riconfigurati per COVID e ancora influenzati da necessità di chiusure temporanee per la sanificazione, assenteismo e generalizzata difficoltà a reperire manodopera, con effetti negativi sulla produzione. Ciononostante, i commenti sono diffusamente ottimistici e le indicazioni sono favorevoli sul fronte della domanda, grazie alla solidità del trend degli ordini e a valutazioni di scorte dei clienti "troppo basse" (sui minimi storici). Cinque dei principali 6 settori (chimica, produzione metallurgica, trasporto, elettronica, alimentari e tabacco) segnalano espansione fra "moderata" e "forte", nonostante i persistenti vincoli dal lato dell'offerta in termini di manodopera, scorte e importazioni, con segnali di una situazione "fuori controllo" nel settore elettrico e componenti e raggiungimento della massima capacità produttiva in molti altri settori. Le importazioni sono rallentate per via di recenti accumuli di arretrati nei porti di entrata. A fronte del solido ottimismo riguardo alla domanda, si evidenziano gli aumenti dei prezzi, con alcuni che riportano rialzi così rapidi da rendere la situazione potenzialmente insostenibile (nel settore del legname) e in generale segnali di incrementi diffusi, come appare dall'indice dei prezzi. L'indagine conferma il quadro positivo del settore manifatturiero in piena espansione, ma sottolinea anche i vincoli all'offerta e i rischi di rialzo dei prezzi e di restrizioni produttive per scarsità di input.

### ISM manifatturiero in ulteriore aumento a febbraio, nonostante i vincoli all'offerta sempre più diffusi



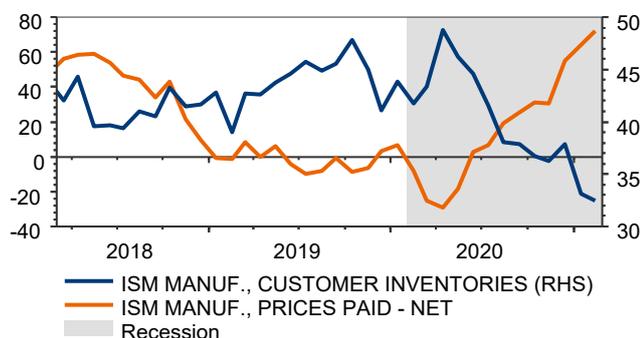
Fonte: Refinitiv Datastream

### Ordini e occupazione in rialzo



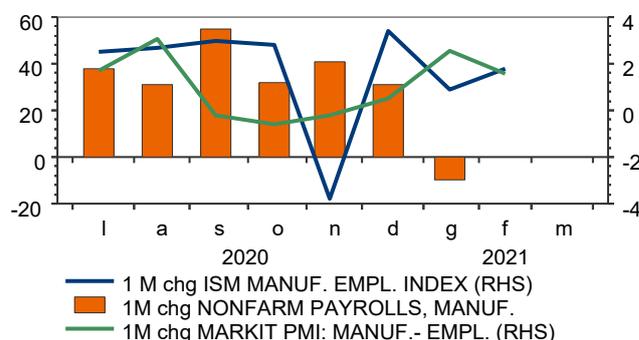
Fonte: Refinitiv Datastream

**Pressioni crescenti sui prezzi, scorte su minimi storici**



Fonte: Refinitiv Datastream

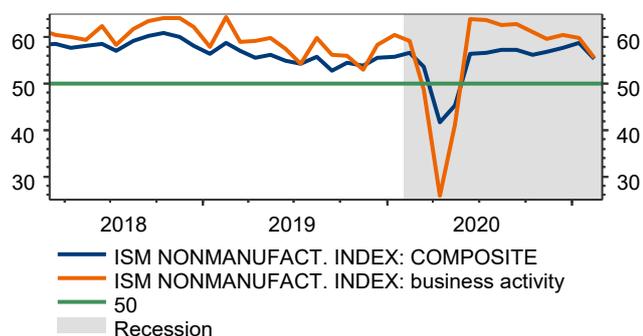
**Indicazioni positive per i nonfarm payrolls di febbraio**



Fonte: Refinitiv Datastream

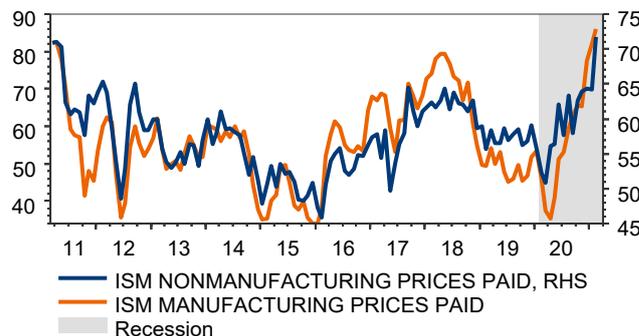
L'ISM dei servizi a febbraio scende a 55,3 da 58,7 di gennaio. Lo spaccato dell'indagine segnala moderazione della crescita, con correzioni delle principali componenti: attività a 55,5 da 59,5, ordini a 51,9 da 61,8, occupazione a 52,7 da 55,2. Sono invece in rialzo gli ordini dall'estero (a 57,6 da 47). Come per le indagini del manifatturiero, anche nei servizi si rileva un **aumento dei tempi di consegna** (a 69 da 57,8) e degli ordini inevasi (a 55,2 da 50,9), ma soprattutto un **nuovo ampio rialzo dei prezzi**, a 71,8 da 64,2, sui massimi dal 2008, con indicazioni di potenziali pressioni inflazionistiche.

**Modesto calo dell'ISM dei servizi a febbraio**



Fonte: Refinitiv Datastream

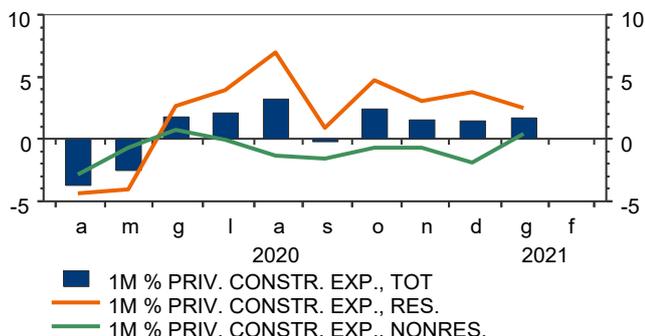
**Le pressioni sui prezzi aumentano**



Fonte: Refinitiv Datastream

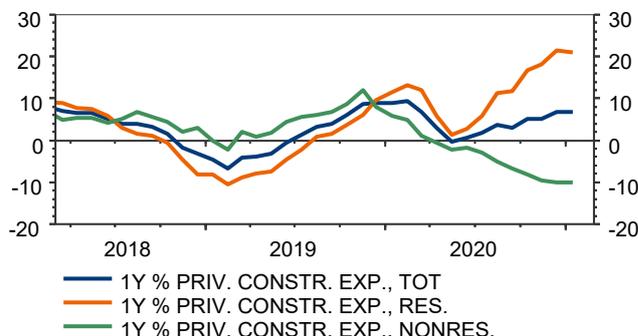
La **spesa in costruzioni** a gennaio aumenta di 1,7% m/m, spinta da rialzi nel comparto residenziale e non residenziale. Nel settore privato (+1,7% m/m), la spesa residenziale è in crescita di 2,5% m/m e quella non residenziale di 0,4% m/m. Anche il settore pubblico registra un incremento di 1,7% m/m concentrato nell'istruzione e nelle autostrade. I dati confermano l'inizio della rotazione settoriale che dovrebbe caratterizzare il 2021, con un probabile minor contributo dell'edilizia residenziale, dopo il boom del 2020, e una ripresa marcata nel settore non residenziale, spinta dalla forte crescita della domanda e dal rialzo nell'estrattivo dovuto alla svolta dei prezzi energetici.

**Spese in costruzioni: la rotazione è iniziata, dal comparto residenziale a quello non residenziale...**



Fonte: Refinitiv Datastream

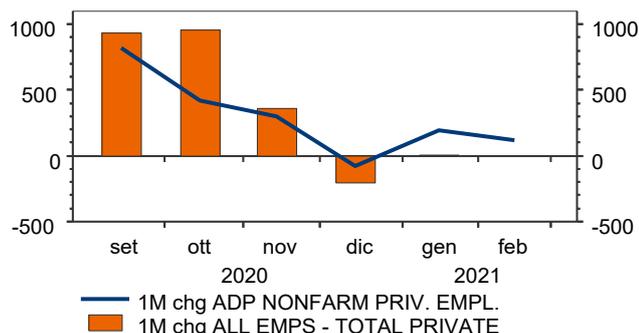
**...con indicazioni positive per la diffusione della crescita**



Fonte: Refinitiv Datastream

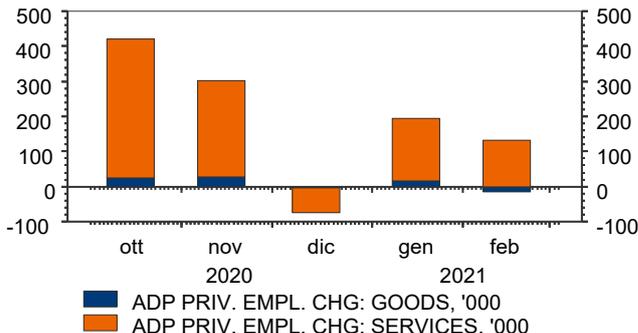
La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** a febbraio registra una variazione di 117 mila, dopo 195 mila a gennaio, con rialzi moderati in tutte le categorie di imprese. I dati mostrano un calo di -14 mila nell'industria, con flessioni di -14 mila nel manifatturiero, -3 mila nelle costruzioni e un incremento di 3 mila nell'estrattivo. Nei servizi, la variazione è di 131 mila, diffusa a commercio e trasporti (+48 mila), servizi alle imprese (+22 mila), sanità e istruzione (+35 mila), ospitalità e tempo libero (+26 mila), una correzione di -3 mila nell'informazione e una variazione nulla nella finanza. La dinamica occupazionale a febbraio risulta relativamente debole, considerando la riapertura delle attività in molti stati in seguito al miglioramento del quadro sanitario. Tuttavia, i dati di febbraio risentono di due elementi di freno, uno temporaneo, l'altro più persistente. Il primo elemento riguarda gli effetti del maltempo della parte centrale di febbraio ma rappresenta un fattore transitorio; il secondo invece, legato al manifatturiero, potrebbe essere il risultato dei crescenti colli di bottiglia dal lato dell'offerta causati dalla scarsità di componenti produttivi e beni intermedi (semiconduttori in primis, ma non solo).

**Stima ADP degli occupati non agricoli privati a febbraio e indicazioni per l'employment report**



Fonte: Refinitiv Datastream

**ADP: dinamica occupazionale ancora modesta, sia nei servizi sia nell'industria**



Fonte: Refinitiv Datastream

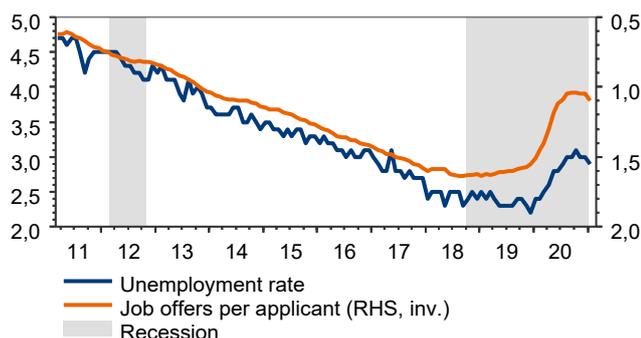
**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	feb	50.6		51.4
Job to applicant ratio	gen	1.06	1.06	1.10
Tasso di disoccupazione	gen	2.9	% 3.0	2.9
Fiducia delle famiglie	feb	29.6		33.8

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

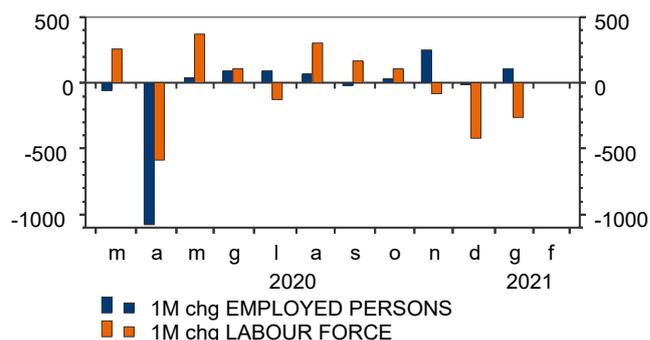
Il **tasso di disoccupazione** a gennaio è stabile a 2,9%, con un calo della forza lavoro che compensa una correzione degli occupati. La partecipazione corregge a 61,8% da 62% di dicembre e il tasso di occupazione scende a 60% da 60,3%. La minor partecipazione è da ascrivere alla componente femminile (a 53% da 53,4%), più marcata che per la componente maschile (a 71,2% da 71,3%), probabilmente sulla scia dell'aumento dei contagi e dello stato di emergenza in atto da gennaio.

#### Tasso di disoccupazione e Jobs to applicant ratio invariati a gennaio...



Fonte: Refinitiv Datastream

#### ...ma la forza lavoro cala con il peggioramento dei contagi e lo stato di emergenza



Fonte: Refinitiv Datastream

#### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
BEL	PIL t/t finale	T4	0.2	%	-0.1	
EUR	PMI manifatturiero finale	feb	57.7	57.7	57.9	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	feb	1.4	1.1	1.2	
EUR	CPI a/a stima flash	feb	0.9	0.9	0.9	
EUR	PMI servizi finale	feb	44.7	44.7	45.7	
EUR	PMI composito finale	feb	48.1	48.1	48.8	
EUR	PPI a/a	gen	-1.1	%	-0.4	0.0
EUR	Tasso di disoccupazione	gen	8.1	(8.3) %	8.3	8.1
EUR	Vendite al dettaglio m/m	gen	+1.8	(2.0) %	-1.1	-5.9
FRA	PMI manifatturiero finale	feb	55.0	55.0	56.1	
FRA	PMI servizi finale	feb	43.6	43.6	45.6	
GER	PMI manifatturiero finale	feb	60.6	60.6	60.7	
GER	IPCA m/m prelim	feb	1.4	%	0.5	0.6
GER	CPI (Lander) m/m prelim	feb	0.8	%	0.5	0.7
GER	IPCA a/a prelim	feb	1.6	%	1.6	1.6
GER	CPI (Lander) a/a prelim	feb	1.0	%	1.2	1.3
GER	Vendite al dettaglio m/m	gen	-9.1	(-9.6) %	-0.3	-4.5
GER	Vendite al dettaglio a/a	gen	2.8	(1.5) %	1.3	-8.7
GER	Tasso di disoccupazione	feb	6.0	%	6.0	6.0
GER	Variazione n° disoccupati	feb	-37	(-41) x1000	-13	9
GER	PMI servizi finale	feb	45.9	45.9	45.7	
GER	Ordini all'industria m/m	gen	-2.2	(-1.9) %	0.7	1.4
ITA	PMI manifatturiero	feb	55.1	57.0	56.9	
ITA	IPCA m/m prelim	feb	-0.9	%	-0.5	-0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	feb	0.4	%	0.6	0.6
ITA	IPCA a/a prelim	feb	0.7	%	0.6	1.0
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	feb	0.7	%	0.1	0.1
ITA	PMI servizi	feb	44.7	46.0	48.8	
ITA	PIL a/a finale	T4	-6.6	%	-6.6	-6.6
ITA	PIL t/t finale	T4	-2.0	%	-2.0	-1.9
ITA	Vendite al dettaglio a/a	gen	-3.2	(-3.10) %		-6.8

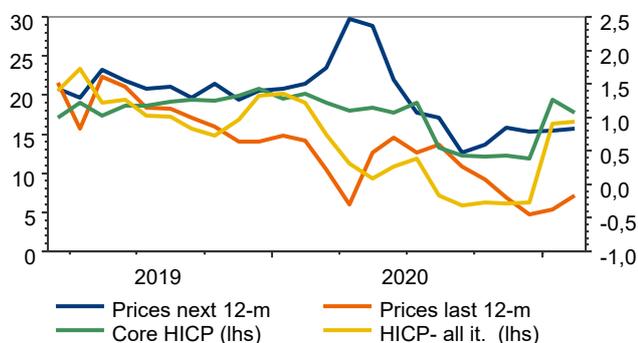
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datstream

**Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** è risultato stabile in gennaio, all'**8,1%**. Il numero complessivo dei disoccupati è stimato in 13,3 milioni, con un incremento di 1,47 milioni rispetto a gennaio 2020 e di 8 mila unità rispetto a dicembre. Il tasso di disoccupazione è distorto dal calo del tasso di partecipazione, e non misura adeguatamente l'eccesso di offerta di lavoro che dovrà essere riassorbito nella fase post-pandemica.

**Area euro.** A gennaio, le **vendite al dettaglio** sono crollate di **-5,9% m/m**, dopo il +1,8% m/m (rivisto al ribasso di due decimi) precedente. Il calo peggiore si è avuto per i prodotti non alimentari (-12,0% m/m), mentre la flessione meno marcata si è registrata per i carburanti (-1,1% m/m); al contrario, gli alimentari sono cresciuti di +1,1% m/m. Tra i beni non alimentari fa segnare un aumento solamente il commercio elettronico (+7,1% m/m), un segnale che la pandemia potrebbe aver in parte cambiato le abitudini dei consumatori. Il dato vede Germania e Paesi Bassi registrare performance superiori alla media dell'Eurozona (-4,5% e -5,1% rispettivamente); una caduta più ampia della media si è avuta in Francia (-9,9% m/m). Sull'anno, le vendite sono diminuite di -6,4%, dal +0,9% di dicembre. In febbraio, i consumi potrebbero essere risaliti sulla scia di un moderato allentamento delle restrizioni sanitarie.

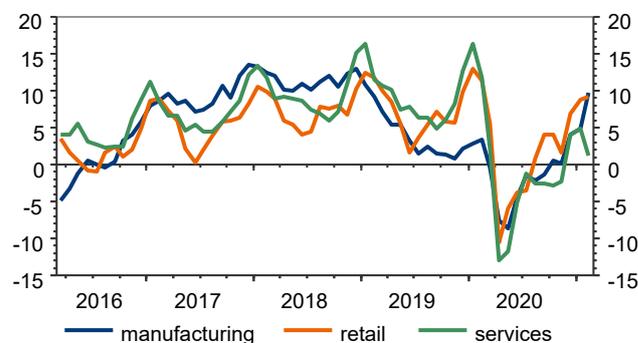
**Area euro.** La **stima flash** di febbraio ha visto l'**inflazione** stabile a +0,9% a/a. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è sceso a +1,2% a/a da +1,4% a/a precedente. Sul mese, i prezzi sono cresciuti del +0,2% m/m, spinti al rialzo dal rincaro dell'energia (+0,9% m/m), dei servizi (+0,3% m/m) e dei listini alimentari (+0,2% m/m); calano i prezzi dei beni manifatturieri (-0,2% m/m) per via dell'estensione dei saldi invernali in alcuni paesi dell'area. Sul dato di febbraio peserebbero ancora problemi di rilevazione dei prezzi. L'inflazione dovrebbe accelerare a marzo per poi restare quasi stabile nel trimestre primaverile. Nel 2021, l'indice dei prezzi è atteso all'1,4% in media annua ma sulla previsione insistono rischi al rialzo.

#### Inflazione osservata, inflazione percepita e aspettative



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

#### Aspettative dei prezzi fra le imprese



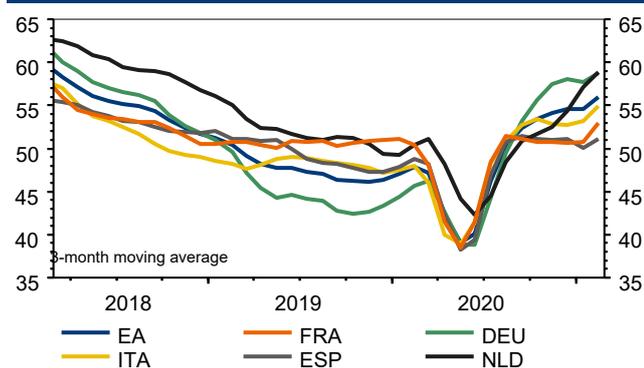
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Area euro.** Il **PMI manifatturiero** di febbraio è stato rivisto al rialzo di due decimi, a **57,9**; l'indice è salito da 54,8 punti di gennaio, toccando il massimo da febbraio del 2018. Gli indici per la produzione e per i nuovi ordini esteri confermano la forte crescita iniziata nei mesi estivi (rispettivamente a 57,6 e 57,8); l'occupazione passa su valori superiori alla soglia di non cambiamento (51,5). La ripresa della domanda e i problemi legati alla catena di distribuzione hanno contribuito ad un allungamento dei tempi medi di consegna e ad un forte aumento dei prezzi pagati (73,9 punti, massimo da aprile 2011), che si riflette in parte sui prezzi ricevuti (56,5). I produttori di beni di investimento hanno registrato la crescita più alta da gennaio 2018; crescono anche le produzioni di beni intermedi e di consumo.

Lo **spaccato per Paese** ha visto una revisione al rialzo di sei decimi del PMI manifatturiero **francese** (a 56,1 da 51,6 di gennaio). Ritornano sopra la soglia di invarianza gli indici della produzione (a 53,6 punti) e dell'export (54,0). I prezzi sono coerenti con una moderata accelerazione. In

**Germania.** Il PMI manifatturiero ha segnato un aumento di un decimo rispetto al dato preliminare, a 60,7 da 57,1 di gennaio. Rimangono su valori alti gli indici dei nuovi ordini (62,6) e degli ordini esteri (62,2); l'occupazione, invece, è ferma sulla soglia di non cambiamento di 50,0 punti. I prezzi, infine, hanno registrato una forte crescita. Il PMI manifatturiero dell'**Italia** ha visto un'accelerazione del ritmo di espansione, a 56,9 da 55,1 di gennaio. Gli indici dei nuovi ordini e degli ordini esteri restano abbondantemente sopra la soglia di invarianza; la crescita della produzione (58,7 punti) si riflette in un miglioramento del mercato del lavoro (53,6). L'indagine indica per l'Italia una forte pressione inflattiva. In **Spagna**, il dato di febbraio segna un miglioramento del manifatturiero, a 52,9 da 49,3 precedente.

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



Fonte: IHS Markit

#### ...rimane su livelli alti la crescita degli ordinativi e della produzione



Fonte: IHS Markit

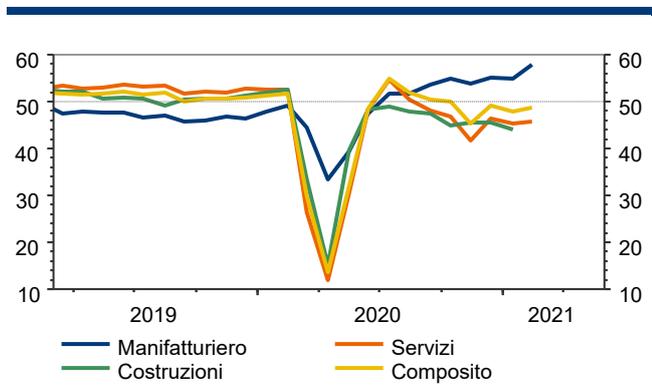
**Area euro.** Il dato finale del **PMI servizi** è stato rivisto al rialzo di un punto rispetto alla stima flash, a 45,7 da 45,4 del mese precedente. L'indice resta ancorato in territorio recessivo. Nel terziario, i nuovi affari mostrano ancora una contrazione, pur restando su livelli superiori a quelli visti a novembre e nei mesi primaverili; le aspettative rimangono su valori alti (66,0), grazie anche alle buone notizie sull'efficacia dei vaccini. Il **PMI composito**, rivisto al rialzo di sette decimi dalla stima flash e di un punto dal dato di gennaio, a 48,8, è coerente con una contrazione dell'attività economica dell'Eurozona meno pesante rispetto al mese precedente. In sostanza, l'indice rimane per il quarto mese in territorio recessivo ma, comunque, lontano dai minimi dei mesi primaverili: di fatto, l'impatto della "seconda ondata" è stato molto meno severo rispetto alla "prima ondata". Non vi è evidenza di marcate pressioni inflattive, infatti, aggregando manifatturiero e servizi emerge una forte tendenza all'aumento dei prezzi pagati (58,7) ed una quasi stagnazione dei prezzi ricevuti (50,3).

Lo **spaccato per Paese** ha visto il PMI servizi della Francia collocarsi due punti sopra il dato preliminare (a 45,6 da 47,3 di gennaio). L'indice composito, rivisto a 47,0 da 45,2, è stabile in territorio recessivo: le indicazioni riflettono l'effetto dell'incertezza legata all'aumento dei contagi. In **Germania**, il PMI dei servizi è stato rivisto al ribasso di due decimi (45,7 punti), e rimane al di sotto del valore registrato in gennaio (46,7). L'indice composito è stato rivisto anch'esso al ribasso di due decimi, a 51,1 da 50,8 di gennaio: il dato è coerente con un'espansione dell'economia solamente marginale. La prima lettura del PMI servizi per l'**Italia** ha segnato un balzo a 48,8 da 44,7 precedente. Il miglioramento è guidato dalle aspettative (71,4) e dai nuovi affari (50,2 da 45,4 precedente). I prezzi dei servizi sono visti ancora in contrazione. L'indice composito passa in territorio espansivo (a 51,4 da 47,2 precedente) dopo quattro mesi sotto la soglia di invarianza di 50 punti. Il PMI servizi risale anche in **Spagna** (da 41,7 a 43,1), anche se il terziario continua a registrare una contrazione più forte rispetto alla media dei paesi dell'area.

Le indagini congiunturali di febbraio hanno mostrato ancora una volta un'economia a doppia velocità: da un lato, il manifatturiero ha registrato la crescita più forte degli ultimi quattro mesi,

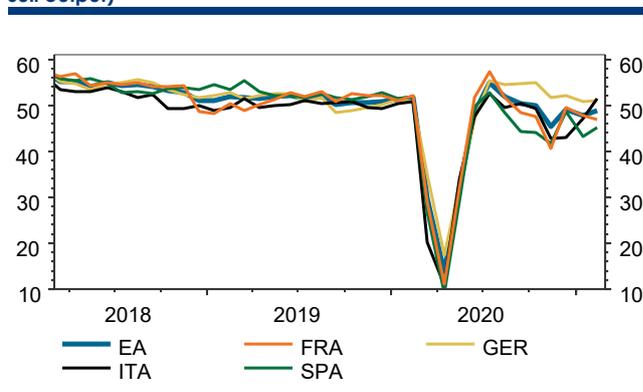
sulla scia della ripresa della domanda e, dall'altro, continua la contrazione del settore dei servizi, soprattutto nei paesi dove le restrizioni sono state più rigide.

**PMI – Eurozona: indici per settore**



Fonte: IHS Markit

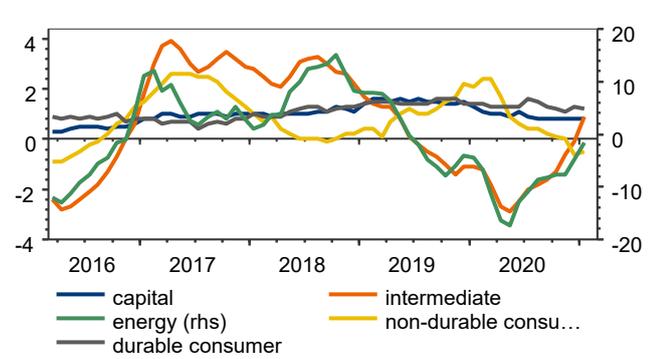
**PMI composito nei paesi dell'Eurozona (valutazioni delle imprese sull'output)**



Fonte: IHS Markit

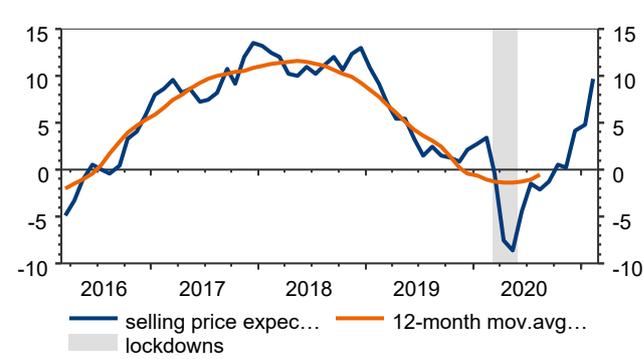
**Area euro.** I **prezzi alla produzione** hanno registrato in gennaio una crescita diffusa, per quanto di intensità ancora molto modesta. La variazione tendenziale è di **+0,2% a/a**, mentre l'incremento mensile è stato di **1,4% m/m**. Tutte le categorie di beni sono rincarate rispetto a dicembre, trainate dal +3,5% m/m dell'energia; l'aumento è stato relativamente forte anche per beni di investimento e beni durevoli di consumo (0,4% m/m), che però vengono da mesi di stazionarietà dei prezzi. Rispetto al gennaio 2020, la crescita dei prezzi alla produzione supera l'1% soltanto per i beni durevoli di consumo (1,2%); resta ancora negativa per i beni non durevoli di consumo (-0,5%) e l'energia (-1,6%).

**Area euro: andamenti contrastanti per i prezzi alla produzione**



Fonte: Eurostat

**La diffusione dei rincari è simile a quella del 2017-18**



Fonte: Commissione Europea

**Germania.** Le **vendite al dettaglio** sono calate di **-4,5% m/m** in gennaio, come effetto dell'applicazione a tutto il mese delle restrizioni all'attività commerciale che a dicembre avevano agito soltanto su 2 settimane. La contrazione di dicembre è stata rivista da -9,6% a -9,1% m/m. Rispetto al gennaio 2020, le vendite sono in calo di -8,7%. Febbraio dovrebbe mostrare un andamento stabile degli indici destagionalizzati, mentre è plausibile un primo rimbalzo con i dati di marzo.

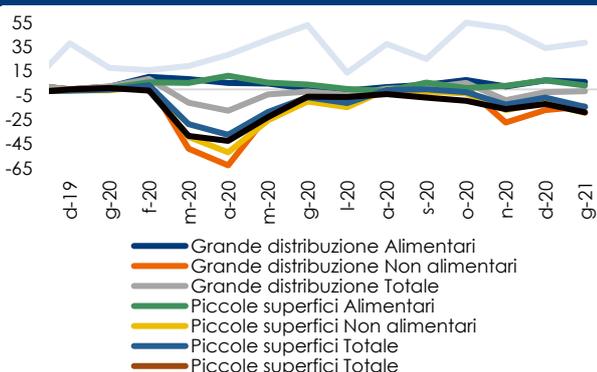
**Germania.** L'**indice settimanale di attività economica WAI** della Bundesbank è sceso ulteriormente, a -1,1. Tale livello è coerente con una probabilità di contrazione del PIL del 100% e un'intensità di -1,8% t/t, superiore alla nostra attuale previsione di -1,2%. L'indice potrebbe riprendersi in marzo se si verificherà una parziale riapertura la prossima settimana.



**Italia.** L'Istat ha diffuso i numeri annui su PIL reale e nominale, e sui principali indicatori di finanza pubblica, relativi al 2020. Il **PIL** ha subito una caduta di -8,9% a prezzi costanti (un decimo in meno di quanto ci si potesse attendere sulla base dei dati trimestrali corretti per gli effetti di calendario), e di -7,8% a prezzi correnti (un decimo in meno rispetto alle nostre attese). A trascinare al ribasso l'attività economica è stata soprattutto la domanda interna, in particolare gli investimenti (-9,1%), mentre la domanda estera e la variazione delle scorte hanno fornito un contributo negativo limitato. Tutti i principali settori hanno dato un apporto negativo, particolarmente marcato per l'industria (-11,1%); da notare, nel terziario, le contrazioni a due cifre per commercio, trasporti, alberghi e ristorazione (-16%), attività professionali, scientifiche e tecniche, amministrative e servizi di supporto (-10,4%) e attività artistiche, di intrattenimento e divertimento, di riparazione di beni per la casa e altri servizi (-14,6%). A ciò si è accompagnata una decisa riduzione dell'input di lavoro e dei redditi. La sorpresa è arrivata soprattutto dalla stima sul **deficit**, risultata migliore delle attese, al 9,5% del PIL (le ultime proiezioni inserite dal precedente Governo nella Relazione al Parlamento di gennaio riferivano di un disavanzo tra il 10,5% e il 10,8%). Il disavanzo primario è stato pari al 6% del PIL. Da notare che la pressione fiscale è salita al 43,1%, dal 42,4% del 2019. Il **debito** è risultato pari al 155,6% del PIL, circa in linea con le attese (dopo che il dato nominale era già stato diffuso da Banca d'Italia).

**Italia.** Le **vendite al dettaglio** sono tornate a calare a gennaio, di -3% m/m, dopo il +2,4% m/m di dicembre. Su base annua, le vendite sono calate a -6,8%, da -3,2% precedente, sempre affossate dai non alimentari (-15,5%, mentre gli alimentari fanno segnare un +4,5%). Su base annua, restano non sorprendentemente in territorio ampiamente negativo i comparti più colpiti dalle chiusure degli esercizi commerciali, ovvero abbigliamento e pellicceria (-33%) e calzature, articoli in cuoio e da viaggio (-36,4%); viceversa, lo shock COVID sembra aver favorito elettrodomestici (+11,7%) e dotazioni per informatica, telecomunicazioni e telefonia (+9,9%). Le uniche forme distributive a salvarsi dal calo annuo sono gli esercizi a prevalenza alimentare (da notare il +14,1% dei discount di alimentari) e il commercio elettronico, che riaccelera a +38,4%. In sintesi, il calo di gennaio era atteso, in conseguenza dell'intensificarsi delle restrizioni anti-COVID rispetto al mese precedente; le vendite potrebbero mostrare una ripresa a febbraio ma tornare a contrarsi in misura decisa a marzo, per via della nuova stretta in corso. Sono in aumento i rischi al ribasso sui consumi relativi non solo al 1° ma anche al 2° trimestre dell'anno.

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



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

#### Sulla base dei dati sulla mobilità, la tendenza annua delle vendite al dettaglio potrebbe migliorare a febbraio (ma tornare a calare a marzo)



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

**Italia.** L'**inflazione** è salita ulteriormente a febbraio, a 0,6% a/a da 0,4% di gennaio, sulla scia di un aumento dei prezzi pari ad un decimo nel mese. Ha pesato soprattutto la componente energetica, per via dei rincari dei carburanti. L'inflazione core è salita anch'essa, a 1% da 0,8% precedente. Sull'indice armonizzato, i prezzi sono calati di due decimi, per un'inflazione annua in aumento a 1% da 0,7% precedente. I dati, in particolare sull'IPCA, sono stati superiori alle

attese. In prospettiva, l'inflazione è attesa poco variata o in lieve calo nei prossimi mesi (solo nell'ultima parte dell'anno si dovrebbe vedere una ulteriore accelerazione).

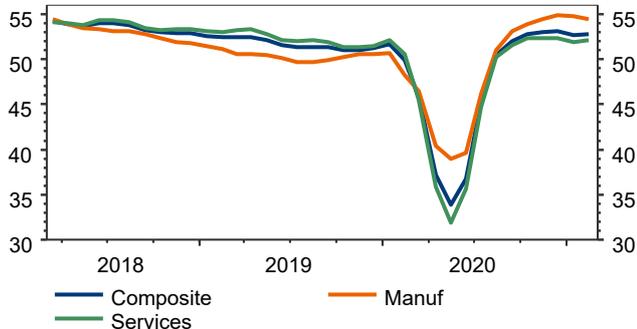
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	feb	51.5	51.5	50.9
PMI servizi - Caixin	feb	52.0		51.5
Esportazioni in USD a/a	feb	18.1	% 38.9	
Importazioni in USD a/a	feb	6.5	% 15.0	
Bilancia commerciale USD	feb	78.17	Mld \$ 60.00	
Riserve in valuta estera	feb	3.211	1000Mld \$ 3.200	

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

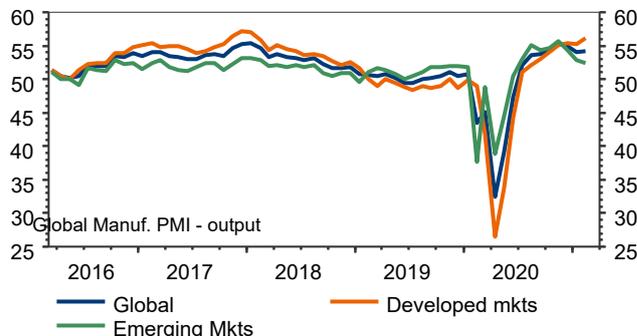
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



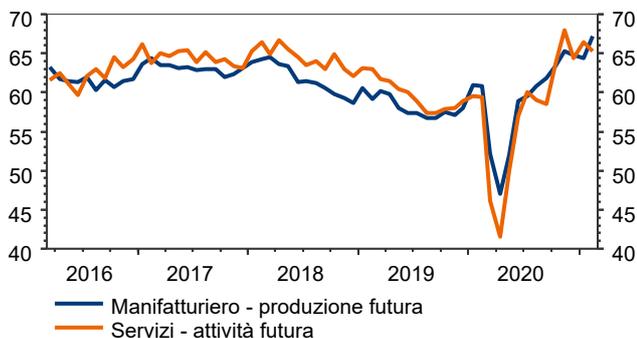
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



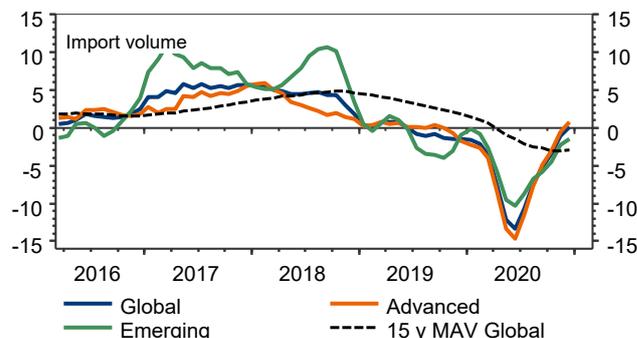
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



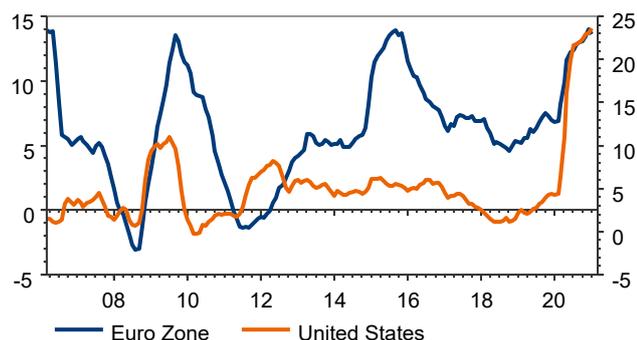
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



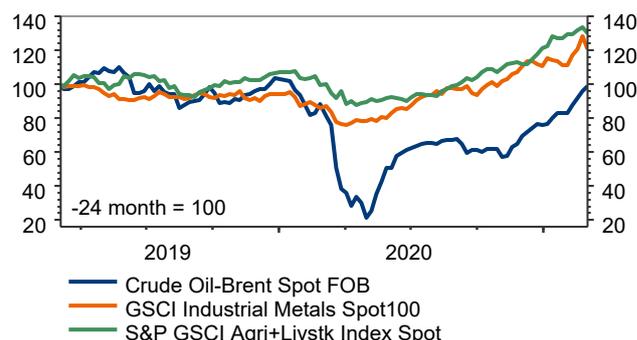
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat e BLS

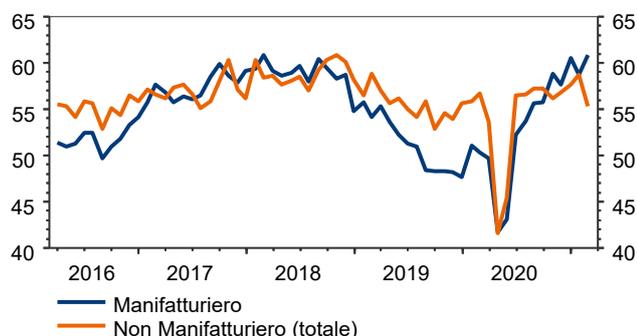
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

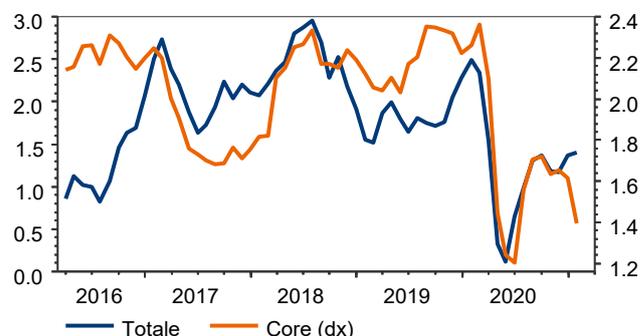
## Stati Uniti

## Indagini ISM



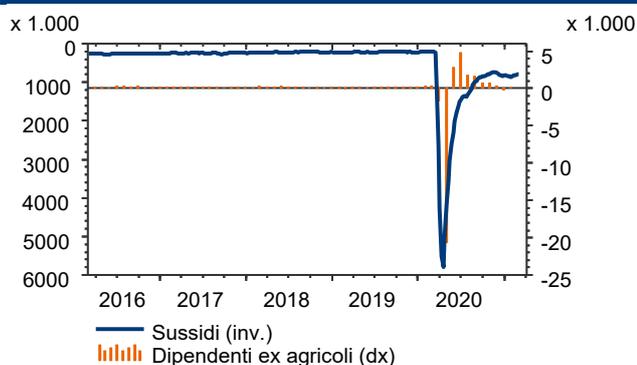
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



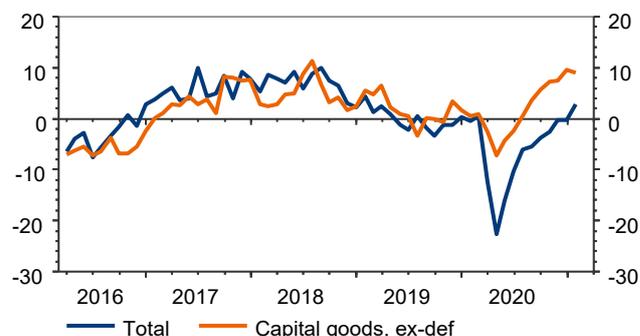
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

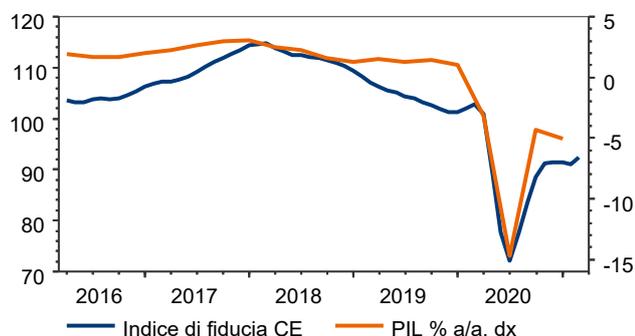
## Previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	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

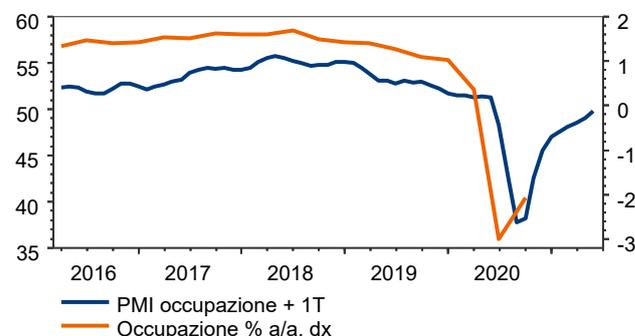
## Area euro

## PIL



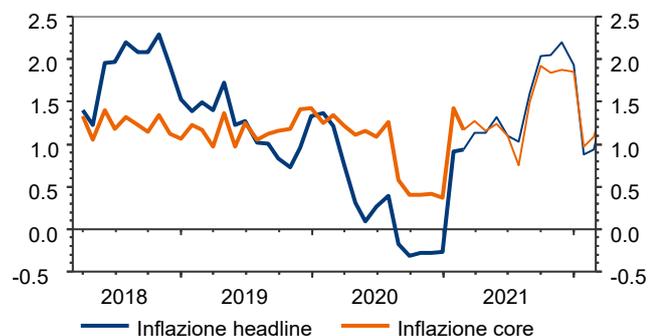
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	0.9
febbraio	1.2	0.9	0.9
marzo	0.7	1.1	1.5
aprile	0.3	1.1	1.8
maggio	0.1	1.3	1.9
giugno	0.3	1.1	1.9
luglio	0.4	1.0	1.6
agosto	-0.2	1.6	1.7
settembre	-0.3	2.0	2.0
ottobre	-0.3	2.0	1.9
novembre	-0.3	2.2	1.8
dicembre	-0.3	1.9	1.9

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2020p	2021p	2022p	2020	2021				2022														
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4								
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.8	4.1	4.5	-3.2	-14.7	-4.3	-5.0	-1.8	12.5	2.3	4.4	-3.7	-11.7	12.4	-0.6	-0.5	1.2	2.2	1.4				
- t/t																							
Consumi privati	-8.1	2.7	3.8	-4.5	-12.4	13.9	-3.3	-0.3	1.5	1.5	1.9	-8.5	-15.9	13.6	0.5	0.6	1.0	2.3	1.9				
Investimenti fissi	-8.5	5.3	4.6	-5.8	-15.9	13.6	0.5	0.6	1.0	2.3	1.9	0.8	-2.2	4.8	0.2	0.4	0.3	0.5	0.4				
Consumi pubblici	0.8	2.9	1.3	-0.6	-2.2	4.8	0.2	0.4	0.3	0.5	0.4	-9.8	9.3	5.2	-3.8	-18.9	16.8	3.3	0.8	2.5	2.3	1.9	
Esportazioni	-9.8	9.3	5.2	-3.8	-18.9	16.8	3.3	0.8	2.5	2.3	1.9	-9.6	6.2	4.7	-2.9	-18.2	12.2	2.3	1.0	1.9	2.0	1.7	
Importazioni	-9.6	6.2	4.7	-2.9	-18.2	12.2	2.3	1.0	1.9	2.0	1.7	-0.3	-0.8	0.7	0.6	-0.2	-1.3	0.4	-0.5	-0.2	0.6	-0.2	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.8	0.7	0.6	-0.2	-1.3	0.4	-0.5	-0.2	0.6	-0.2	2.6	2.3	2.7	2.6	2.3	2.7						
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.3	2.7	2.6	2.3	2.7						-8.8	-6.4	-4.7									
Deficit pubblico (% PIL)	-8.8	-6.4	-4.7									101.7	102.3	102.6									
Debito pubblico (% PIL)	101.7	102.3	102.6									0.3	1.4	1.7	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.0	1.2	1.6	2.1	
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	1.4	1.7	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.0	1.2	1.6	2.1	-8.7	8.9	3.9	-6.0	-20.1	-6.9	-1.8	3.2	23.2	7.3	4.1	
Produzione industriale (a/a)	-8.7	8.9	3.9	-6.0	-20.1	-6.9	-1.8	3.2	23.2	7.3	4.1	7.9	8.2	7.0	7.3	7.6	8.6	8.2	8.2	8.2	8.1	8.2	
Disoccupazione (%)	7.9	8.2	7.0	7.3	7.6	8.6	8.2	8.2	8.2	8.1	8.2	-0.42	-0.53	-0.52	-0.41	-0.30	-0.47	-0.52	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53	
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												

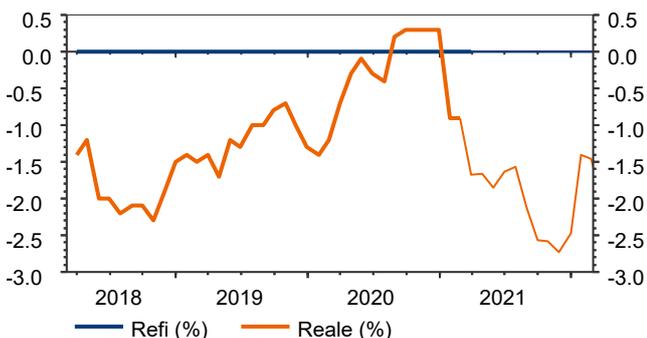
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	giu	set	dic	4/3	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.51	-0.53	-0.55	<b>-0.55</b>	-0.55	-0.54	-0.53	-0.53
Euribor 3m	-0.42	-0.50	-0.55	<b>-0.54</b>	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

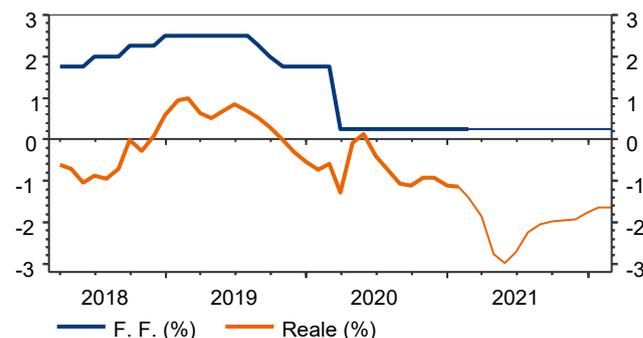


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	4/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.30	0.23	0.24	<b>0.19</b>	0.30	0.36	0.36	0.36

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

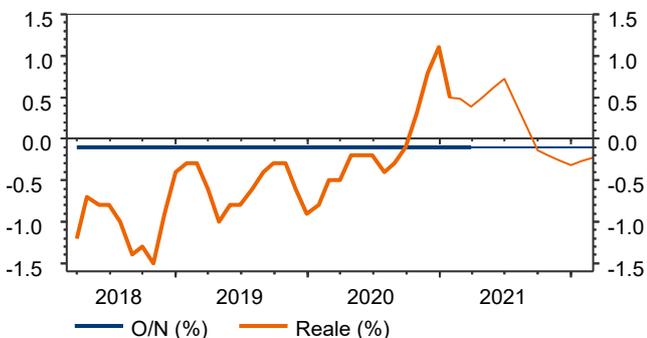


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	giu	set	dic	4/3	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.10	-0.08	<b>-0.08</b>	-0.07	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

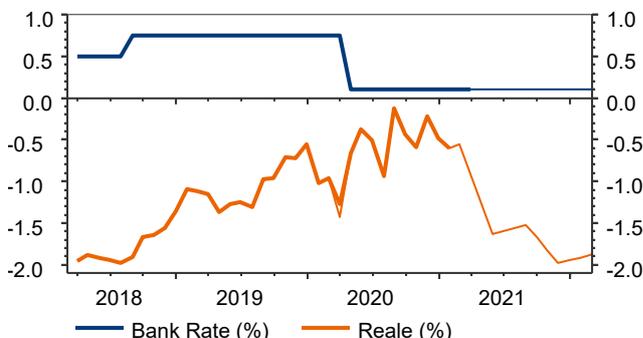


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	4/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.14	0.06	0.03	<b>0.07</b>	0.07	0.07	0.10	0.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	5/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.12	1.18	1.22	1.20	<b>1.1935</b>	1.19	1.17	1.18	1.19	1.20
USD/JPY	112	107	106	104	105	<b>108.50</b>	103	106	108	110	112
GBP/USD	1.31	1.29	1.32	1.35	1.37	<b>1.3806</b>	1.35	1.37	1.40	1.42	1.44
EUR/CHF	1.13	1.07	1.08	1.08	1.08	<b>1.1093</b>	1.07	1.08	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	127	120	126	126	127	<b>129.49</b>	123	124	127	131	134
EUR/GBP	0.86	0.87	0.89	0.90	0.88	<b>0.8643</b>	0.88	0.86	0.85	0.84	0.84

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

#### Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com