

Weekly Economic Monitor

Il punto

Banca Centrale Europea: gli acquisti netti nell'ambito del PEPP saranno significativamente più alti nel prossimo trimestre. Tuttavia, la BCE ha collegato gli sviluppi futuri allo scenario di previsione. Poiché i rischi al ribasso per lo scenario si stanno riducendo, come mostrano le previsioni dello staff, nel terzo trimestre gli acquisti torneranno a calare.

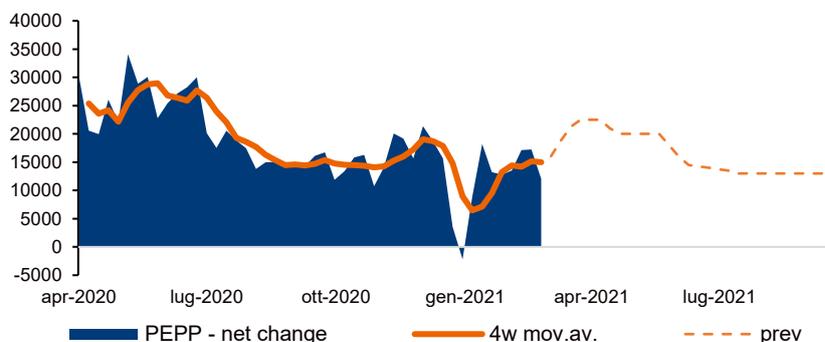
Stati Uniti: crescita con il turbo, Fed alla finestra (per ora). Il messaggio della riunione del FOMC dovrebbe rimanere *dovish*, nonostante il nuovo stimolo fiscale e i progressi del quadro sanitario: l'economia è ancora lontana dagli obiettivi della Fed e il rialzo dei rendimenti non è preoccupante. Ma in autunno dovrebbe iniziare la discussione sul tapering.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana è piuttosto povera di dati congiunturali. Il più importante è l'indice ZEW tedesco, primo indicatore di fiducia relativo al mese di marzo, che dovrebbe mostrare un ulteriore recupero delle aspettative dopo quelli registrati negli ultimi tre mesi. In calendario ci sono anche le seconde letture dell'inflazione di febbraio: l'inflazione francese dovrebbe confermare il rallentamento allo 0,7% dallo 0,8%, quella italiana all'1% dallo 0,7%, mentre risulterebbe stabile nell'intera area euro (0,9%).

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC, quando verrà anche pubblicato l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche e dei tassi. Il Comitato dovrebbe confermare un atteggiamento *dovish* pur in presenza di aspettative di forte crescita nel 2021, ma anche mantenere una posizione neutrale nei confronti del rialzo dei rendimenti. Fra i dati, le prime indagini del manifatturiero di marzo dovrebbero essere positive. Per febbraio, la produzione industriale dovrebbe essere in moderato aumento, mentre le vendite al dettaglio e i cantieri residenziali dovrebbero registrare debolezza, senza però intaccare la previsione di espansione solida della crescita.

La BCE potrebbe riportare gli acquisti netti PEPP su livelli vicini a quelli della primavera 2020, ma temporaneamente



Dati in milioni di euro. Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

12 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: gli acquisti netti nell'ambito del PEPP saranno significativamente più alti nel prossimo trimestre. Tuttavia, la BCE ha collegato gli sviluppi futuri allo scenario di previsione. Poiché i rischi al ribasso per lo scenario si stanno riducendo, come mostrano le previsioni dello staff, nel terzo trimestre gli acquisti torneranno a calare.

- Come atteso, la BCE ha deciso di giocare sul sicuro, annunciando nel [comunicato stampa](#) che "il Consiglio direttivo si attende che **nel prossimo trimestre gli acquisti nell'ambito del PEPP siano condotti a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi di quest'anno**" (il corsivo è nostro). Il comunicato stampa precisa quindi che "Il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti *in maniera flessibile in base alle condizioni di mercato*, allo scopo di evitare un inasprimento delle condizioni di finanziamento incompatibile con il contrasto dell'effetto al ribasso della pandemia sul profilo previsto per l'inflazione". La decisione riflette il ritardo della ripresa economica europea rispetto a quella americana: la BCE prevede infatti una nuova contrazione del PIL nel 1° trimestre 2021.
- Lo scorso mese gli **acquisti netti** sono oscillati fra 12 e 17 miliardi settimanali, e **potrebbero ora muoversi nella fascia 20-25 mld di euro settimanali**. Il riferimento alla "flessibilità" segnala, però, che non bisogna attendersi un flusso costante. Inoltre, la BCE non intende dichiarare un obiettivo specifico per i tassi a lungo termine, neppure come intervallo, ma è probabile che il Consiglio sarebbe soddisfatto di osservare un rientro verso i livelli di inizio anno.
- Oltre il prossimo trimestre, "se le condizioni di finanziamento favorevoli possono essere mantenute mediante flussi di acquisti di attività che non esauriscano la dotazione nell'orizzonte degli acquisti netti del PEPP, non sarà necessario utilizzare appieno la dotazione", mentre "la dotazione può essere ricalibrata, se richiesto, per preservare condizioni di finanziamento favorevoli". Questa seconda parte, che ricalca la formulazione di gennaio, è coerente con l'aspettativa che **la tolleranza verso un aumento dei tassi di mercato crescerà con il consolidarsi della ripresa, nella parte centrale del 2021: ci aspettiamo che nel terzo trimestre gli acquisti calino nuovamente, verso 10-15 miliardi di euro settimanali**. La posizione del Consiglio sarà rivista alla luce delle nuove previsioni dello staff, fra tre mesi. Questo è un altro aspetto importante: mentre l'utilizzo del PEPP contro i malfunzionamenti del mercato può avvenire molto rapidamente, **gli aggiustamenti connessi alla politica monetaria, come questo, richiedono una valutazione combinata dello scenario, e un coinvolgimento del Consiglio Direttivo**.
- Le **previsioni** centrali dello staff non sono state riviste in modo significativo. Le proiezioni sul PIL sono state riviste a 4,0% per il 2021 e 4,1% per il 2022, 2,1% nel 2023. Sono quindi uguali alle nostre nel 2021 e nel 2023, mentre sono più basse di decimi nel 2022. Le stime di Inflazione sono molto disturbate dalla volatilità legata a dinamiche dei prezzi energetici ed effetti base. La proiezione per il 2021 è salita a 1,5%, quella per il 2022 a 1,2%; la stima per il 2023 è invariata a 1,4%. Da notare, però, che lo scenario negativo è migliorato radicalmente nel breve termine: nello scenario severo, infatti, la crescita media annua del PIL è ora collocata al 2,0%, invece dello 0,4% di dicembre. La revisione al rialzo è bilanciata da un taglio delle stime 2022-23, ma al netto è chiaro che l'avvio della campagna vaccinale ha ridotto il timore che la crisi possa estendersi oltre la metà del 2021.

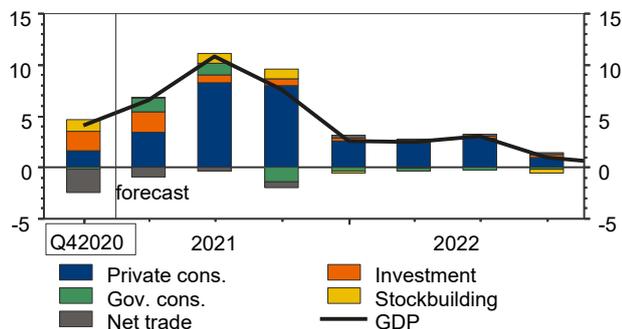
Stati Uniti: crescita con il turbo, Fed alla finestra (per ora). Il messaggio della riunione del FOMC dovrebbe rimanere *dovish*, nonostante il nuovo stimolo fiscale e i progressi del quadro sanitario: l'economia è ancora lontana dagli obiettivi della Fed e il rialzo dei rendimenti non è preoccupante. Ma in autunno dovrebbe iniziare la discussione sul *tapering*.

- La **riunione del FOMC** di marzo avviene mentre si consolidano le previsioni di forte accelerazione della crescita USA nel 2021-22. Sul fronte della **pandemia**, il rientro sotto controllo della terza ondata di contagi è rafforzato dall'accelerazione della **campagna vaccinale**, con circa il 30% degli individui vaccinati con almeno una dose e indicazioni di **probabile raggiungimento dell'immunità di gregge fra giugno e luglio**. Sul fronte economico,

la **doppia dose di stimolo fiscale** somministrata con due manovre ravvicinate (una approvata a fine 2020, per 900 mld, l'altra approvata a marzo per 1,9 tln) dovrebbe, insieme al miglioramento del quadro sanitario, generare un **boom di domanda nel 2021-22**.

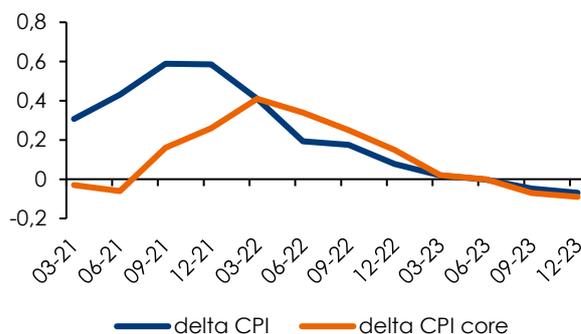
- Con l'approvazione dell'American Rescue Plan (ARP) nella sua versione definitiva rivediamo ulteriormente verso l'alto **la nostra previsione per la crescita, portandola al 6,8% per il 2021 e al 3,2% per il 2022**, da 6,2% e 3,1% della nostra ultima revisione. L'impatto della legge sulla crescita è stimato in oltre 2,5pp di PIL utilizzando il modello di Oxford Economic Forecasting.
- Il sentiero verso gli obiettivi della Fed di inflazione in media del 2% e di "massima occupazione" determineranno i tempi delle svolte di politica monetaria. Nel nuovo scenario post-ARP, la **dinamica dei prezzi** è prevista in rialzo al di sopra del 2% nel biennio 2021-22, senza un *overshooting* persistente né sull'inflazione headline né su quella core. Per valutare la **massima occupazione**, come indicato da molti esponenti del Comitato, occorre seguire, oltre al tasso di disoccupazione, la partecipazione alla forza lavoro, il tasso di occupazione e il livello di occupazione. Per queste variabili, il "deficit di occupazione" rispetto al pieno impiego dovrebbe essere colmato entro l'estate 2023. Il sentiero dell'occupazione, inoltre, dovrebbe registrare ampie variazioni fra il 2° e il 4° trimestre 2021, in linea con una possibile valutazione di "ulteriore sostanziale progresso" verso gli obiettivi della Fed.
- Alla luce delle aspettative per l'inflazione e il mercato del lavoro (v. figure alla pagina seguente), le nostre **previsioni per le svolte su tassi e acquisti** sono le seguenti. Per i **tassi**, riteniamo che il FOMC possa iniziare la fase di rialzi nel 4° trimestre 2023. A nostro avviso, il grafico a punti dovrebbe mantenere la previsione mediana di tassi stabili fino al 2023 ancora per qualche tempo, ma dovrebbe registrare un graduale spostamento verso l'alto dei punti man mano che la ripresa si consolida. Per gli acquisti, continuiamo a prevedere che entro l'inizio dell'autunno 2021 il Comitato segnali che è arrivato il momento di discutere di tapering, con un annuncio per i programmi di acquisti a fine 2021.
- Nella riunione della prossima settimana, il **FOMC dovrebbe confermare i due messaggi chiave** convogliati da tutti gli interventi dell'ultimo mese: 1) **l'economia è ancora lontana dagli obiettivi della Fed** (=>nessuna svolta di policy imminente) e 2) **il recente rialzo dei rendimenti non è preoccupante**, perché riflette l'aggiustamento a un nuovo scenario più positivo (=> nessun intervento correttivo). Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe ribadire che le svolte della politica monetaria dipenderanno dalla valutazione della **"distanza" dell'economia dagli obiettivi della Fed**, mentre sul fronte dei rendimenti l'atteggiamento neutrale della Banca centrale è condizionato all'**assenza di movimenti di mercato "disordinati"**. L'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche e dei tassi dovrebbe registrare rialzi per crescita e inflazione e riduzioni del tasso di disoccupazione nel 2021-22, mentre per il tasso di policy la mediana dovrebbe restare invariata su tutto l'orizzonte previsivo, con un possibile spostamento verso l'alto di qualche punto (a dicembre 5 partecipanti prevedevano tassi in rialzo nel 2023, contro 12 che indicavano stabilità).
- Powell dovrebbe dare un **messaggio ancora dovish**, segnalando l'intenzione di lasciare correre l'economia fino a quando non sarà chiara l'uscita dalla pandemia, ma dovrebbe anche dare rassicurazioni sul sentiero dell'inflazione, con il rinnovo della valutazione di transitorietà del rialzo della dinamica dei prezzi in arrivo in primavera.

Nuova revisione verso l'alto delle previsioni di crescita dopo l'approvazione dell'ARP



Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Gli effetti dell'ARP sul sentiero dell'inflazione sono concentrati sul 2021-22



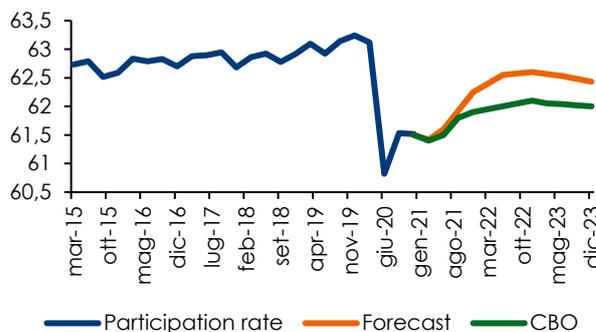
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati OEF. Variazioni del CPI e del CPI core determinati dall'entrata in vigore dell'ARP

Tasso di disoccupazione a fine 2023 verso i minimi del 2019



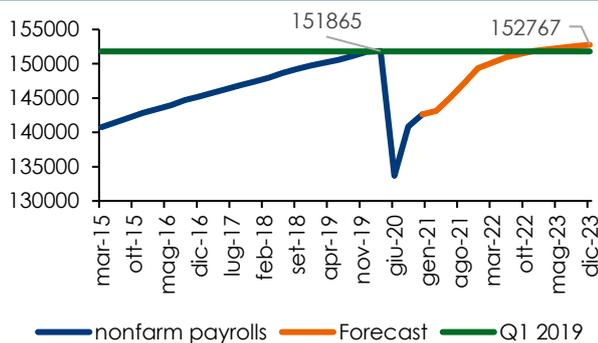
Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

Partecipazione in rialzo, compatibilmente con l'invecchiamento della popolazione



Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo e CBO

Convergenza alla massima occupazione da metà 2023



Nota: dati in migliaia, media trimestrale. Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

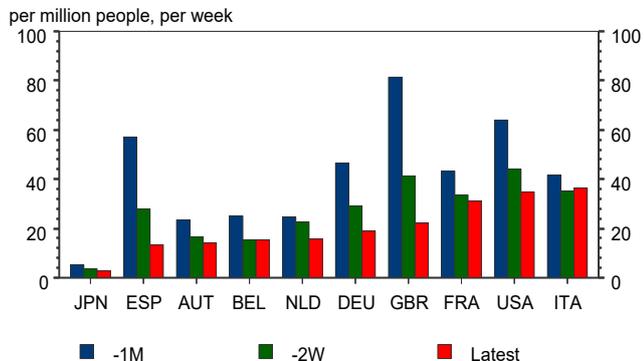
Nella parte centrale del 2021, la Fed dovrebbe vedere "ulteriore sostanziale progresso" sul mercato del lavoro



Nota: variazioni trimestrali in migliaia. Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

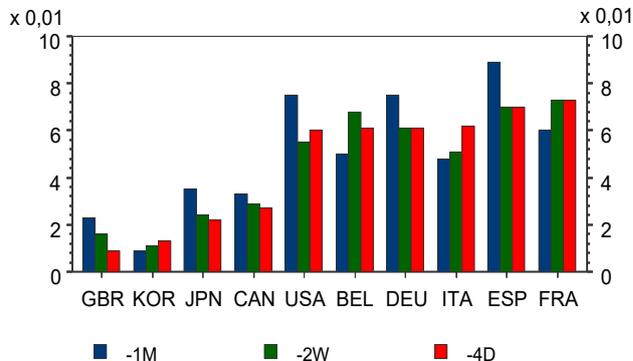
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



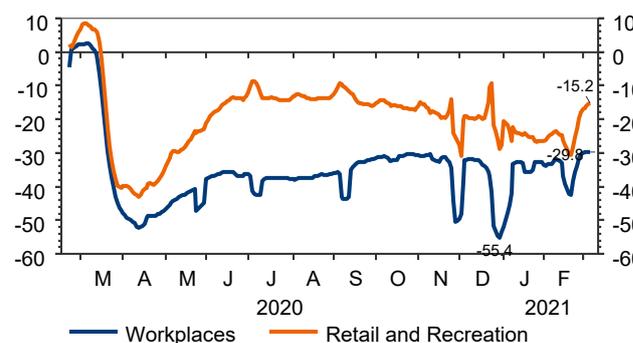
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



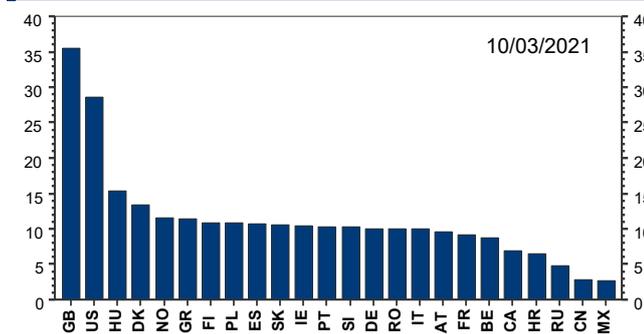
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



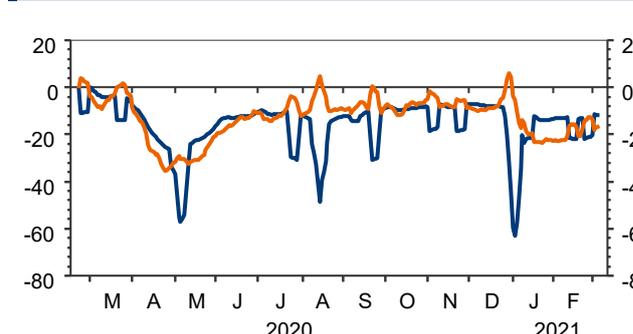
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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** la settimana è piuttosto povera di dati congiunturali. Il più importante è l'indice ZEW tedesco, primo indicatore di fiducia relativo al mese di marzo, che dovrebbe mostrare un ulteriore recupero delle aspettative dopo quelli registrati negli ultimi tre mesi. In calendario ci sono anche le seconde letture dell'inflazione di febbraio: l'inflazione francese dovrebbe confermare il rallentamento allo 0,7% dallo 0,8%, quella italiana all'1% dallo 0,7%, mentre risulterebbe stabile nell'intera area euro (0,9%).

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC, quando verrà anche pubblicato l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche e dei tassi. Il Comitato dovrebbe confermare un atteggiamento *dovish* pur in presenza di aspettative di forte crescita nel 2021, ma anche mantenere una posizione neutrale nei confronti del rialzo dei rendimenti. Fra i dati, le prime indagini del manifatturiero di marzo dovrebbero essere positive. Per febbraio, la produzione industriale dovrebbe essere in moderato aumento, mentre le vendite al dettaglio e i cantieri residenziali dovrebbero registrare debolezza, senza però intaccare la previsione di espansione solida della crescita.

Lunedì 15 marzo

Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** a marzo dovrebbe essere in rialzo a 15 da 12,1 di febbraio, alla luce del flusso di informazioni disponibili sull'attività di breve termine e dell'andamento delle altre indagini. L'indagine Empire a febbraio aveva registrato miglioramenti di tutte le principali componenti, con indicazioni di ulteriore espansione dell'attività sull'orizzonte a 6 mesi. Il focus sarà non solo sui segnali di crescita di output e occupazione ma anche su quelli relativi ai prezzi che sono in rialzo da metà 2020 sia per l'indice dei prezzi pagati sia per quello di prezzi ricevuti.

Martedì 16 marzo

Area euro

- **Germania.** A marzo lo **ZEW** è atteso in ulteriore ripresa, sulla scia dell'allentamento delle pesanti misure restrittive. L'indice generale è visto a 75,0 da 71,2 punti, mentre l'indice sulla situazione corrente è atteso in miglioramento a -62,5 da -67,2 punti.
- **Francia.** La stima finale dovrebbe confermare che a febbraio l'**inflazione** è scesa a +0,4% a/a sull'indice nazionale e a +0,7% a/a sull'armonizzato. Il ribasso deriverebbe dal calo dei prezzi dei beni manifatturieri (-0,5% a/a), per via dei saldi invernali, e dal rallentamento dei servizi e degli alimentari. Sul mese i prezzi dovrebbero essere confermati in calo di un decimo sull'indice domestico e a crescita zero sull'armonizzato.
- **Italia.** La **seconda stima dei prezzi al consumo** di febbraio dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione in salita a +0,6% a/a da +0,4% precedente sul NIC (con prezzi in aumento di un decimo nel mese) e a +1% da +0,7% sull'indice armonizzato Ue (con listini in calo di -0,2% m/m). A pesare sul dato di febbraio sarebbe soprattutto la componente energetica, per via dei rincari dei carburanti. Anche l'inflazione "di fondo" dovrebbe essere confermata in salita, a 1% a/a da 0,8% precedente. 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).

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a febbraio dovrebbero essere in frenata, in parte per via della debolezza del comparto auto e in parte per compensare il forte rialzo di gennaio. La variazione attesa è di -0,1% m/m, dopo 5,3% m/m di gennaio. Al netto delle auto, le vendite sono previste stabili su base mensile, dopo 5,9% m/m del mese precedente. Il previsto rallentamento di febbraio non è preoccupante, alla luce del livello già record del risparmio (20,5% a gennaio) e dell'arrivo entro marzo dei nuovi trasferimenti approvati con l'American

Rescue Plan, pari a più del doppio rispetto agli assegni accreditati a gennaio in seguito alla manovra di fine 2020.

- La **produzione industriale** a febbraio è prevista in aumento di 0,4% m/m, dopo 0,9% m/m di gennaio. Il manifatturiero dovrebbe registrare un incremento di 0,2% m/m, alla luce dei dati dell'employment report che hanno mostrato un aumento di occupati pur a fronte di un calo delle ore lavorate. L'estrattivo dovrebbe essere in modesta flessione, mentre le utilities dovrebbero segnare un incremento solido, più che recuperando l'attività persa nella parte centrale del mese per via del maltempo e dei blackout in molte aree del paese.

Mercoledì 17 marzo

Area euro

- **Area euro.** La **seconda stima** dovrebbe vedere l'**inflazione** stabile a +0,9% a/a, in linea con la prima lettura. L'indice sottostante BCE, al netto di alimentari freschi ed energia, dovrebbe anch'esso confermare il dato della stima preliminare (a +1,2% a/a da 1,4% a/a precedenti). I prezzi dovrebbero essere confermati in crescita di due decimi nel mese, spinti al rialzo dal rincaro dei listini energetici, dei servizi e degli alimentari freschi. Sul dato di febbraio hanno pesato ancora problemi di rilevazione dei prezzi. L'inflazione dovrebbe accelerare a marzo per poi restare quasi stabile nel trimestre primaverile.

Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** a febbraio dovrebbero correggere a 1,54 mln di unità ann., da 1,58 mln di gennaio, sulla scia dell'ondata di maltempo del mese scorso che ha determinato una flessione di occupati nelle costruzioni di -61 mila. Le **licenze** sono attese in calo a 1,75 mln da 1,886 mln, in parte come fisiologica correzione da un trend di rialzi ininterrotto da ottobre 2020 e in parte in risposta alla correzione delle domande di nuovi mutui per acquisto di case. L'aumento dei rendimenti a lungo termine smorzerà la crescita dell'attività nell'edilizia residenziale nel 2021.
- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi con la conferma di due messaggi identificati dai recenti discorsi di molti partecipanti al FOMC. L'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche dovrebbe includere nette revisioni verso l'alto della crescita, riduzioni della disoccupazione e marginali rialzi dello scenario di inflazione pur in presenza di stabilità del sentiero mediano delle previsioni dei tassi di policy. L'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche e dei tassi sarà il vero focus delle nuove informazioni. Infatti, si dovrebbero registrare revisioni verso l'alto per lo scenario 2021-22 di crescita e prezzi e verso il basso per il tasso di disoccupazione, mentre potrebbe emergere qualche movimento verso l'alto nel grafico a punti. Riteniamo che la mediana delle previsioni continui a puntare a tassi fermi fino a fine 2023, ma potrebbe aumentare il numero di punti che indicano tassi più elevati (a dicembre erano 5 su 17). Powell nella conferenza stampa dovrebbe comunque reiterare che l'economia rimane lontana dagli obiettivi della Fed su massima occupazione e stabilità dei prezzi. Manteniamo la previsione che il FOMC aspetti il raggiungimento dell'immunità di gregge e la normalizzazione del quadro sanitario prima di segnalare che si prepara a discutere di tapering. Su questo fronte, è possibile che modifiche alla guidance arrivino entro la fine dell'estate, alla luce dell'atteso raggiungimento dell'immunità di gregge entro maggio. Il tapering potrebbe quindi essere annunciato per dicembre o gennaio.

Giovedì 18 marzo

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a marzo è previsto a 26 da 23,1 di febbraio, con indicazioni generalmente positive per l'attività, pur in presenza di freni derivanti da colli di bottiglia dal lato dell'offerta. Ordini e occupazione dovrebbero essere in ulteriore ripresa e segnalare espansione nei prossimi trimestri. Come per le altre indagini, sarà importante vedere se i trend verso l'alto degli indici di prezzo proseguono o se registrano rallentamenti.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (15 – 19 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 15/3	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		gen	5.2	%	-5.5	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	feb	4.6	%	32.0	
	03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	feb	2.9	%	40.0	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		feb	-4.8	%		
	03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		feb	2.8	%		
	03:00	CN	Produzione industriale a/a		feb	7.3	%	30.0	
	13:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	mar	12.1		13.0	15.0
21:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		gen	121.0	Mld \$			
Mar 16/3	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		gen	prel 4.2	%		
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	feb	prel 0.0	%	0.0	
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	feb	0.1	%		
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		feb	prel 0.7	%	0.7	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	feb	prel 0.1	%	0.1	
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	feb	prel -0.2	%	-0.2	
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		feb	prel 1.0	%	1.0	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		feb	prel 0.6	%	0.6	
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mar	71.2		73.1	75.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mar	-67.2			-62.5
	13:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	feb	5.9	%	0.0	0.2
	13:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	feb	5.3	%	-0.4	-0.1
	13:30	USA	Prezzi all'import m/m		feb	1.4	%	1.3	
	14:15	USA	Impiego capacità produttiva		feb	75.6	%	75.7	
	14:15	USA	Produzione industriale m/m		feb	0.9	%	0.5	0.4
15:00	USA	Scorte delle imprese m/m		gen	0.6	%			
15:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		mar	84		83		
Mer 17/3	00:50	GIA	Bilancia commerciale		feb	-325.4 (-323.9)	Mld ¥ JP	420.0	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		feb	prel 1.2	%	1.2	1.2
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	feb	prel 0.9	%	0.9	0.9
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	feb	prel 0.2	%	0.2	0.2
	13:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	feb	1.580	Mln	1.540	1.540
	13:30	USA	Licenze edilizie		feb	1.886	Mln	1.775	1.750
Gio 18/3	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		gen	6.8	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		gen	-1.2	Mld €		
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T4	1.6	%		
	13:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	mar	23.1			26.0
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	712	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	4.144	Mln		
15:00	USA	Indice anticipatore m/m		feb	0.5	%	0.3		
Ven 19/3	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	feb	-0.6	%		
	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	feb	-0.6	%	-0.4	
	08:00	GER	PPI a/a		feb	0.9	%		
	08:00	GER	PPI m/m		feb	1.4	%		

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

Calendario degli eventi (15 – 19 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	15/3	15:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
			EUR	* Videoconferenza dell'Eurogruppo
Mar	16/3		UE	* Videoconferenza informale dell'EcoFin
			GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)
Mer	17/3	19:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 0-0,25%)
		19:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	18/3	09:00	EUR	* Audizione di Lagarde (BCE) alla commissione economica del Parlamento Europeo
		12:00	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		13:00	GB	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 0,10%)
		13:30	GB	Discorso di Haldane (BoE)
		14:00	EUR	Discorso di de Guindos (BCE) su unione bancaria
		19:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
Ven	19/3		GIA	** Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	feb	0.3		%	0.4
CPI a/a	feb	1.4		%	1.7
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	feb	1.4		%	1.3
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	feb	0.0		%	0.1
Richieste di sussidio	settim	754	(745)	x1000	725
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	4.337	(4.295)	Mln	4.144
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	feb	1.2		%	0.2
PPI m/m	feb	1.3		%	0.5
Fiducia famiglie (Michigan) prelim.	mar	76.8			78.5

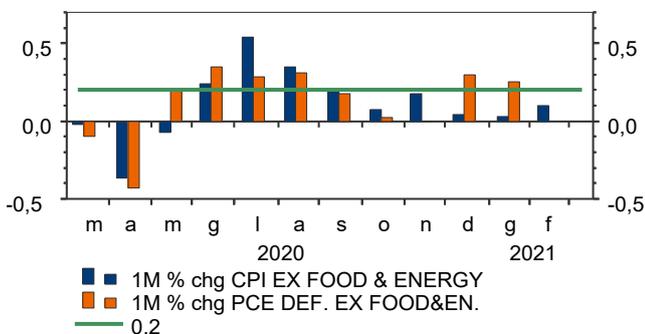
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **CPI** a febbraio aumenta di 0,4% m/m (1,7% a/a), dopo 0,3% m/m di gennaio, sulla scia dell'incremento dei prezzi energetici, +3,9% m/m. Il rialzo della benzina (6,4% m/m) contribuisce per circa metà dell'intera variazione mensile dell'indice, ma anche elettricità e gas naturale hanno spinto l'inflazione verso l'alto. L'indice **core** è in rialzo di 0,1% m/m (1,3% m/m), con andamenti misti per le diverse componenti. I **beni core** sono in calo di -0,2% m/m, dopo un periodo prolungato di variazioni elevate e su base tendenziale sono in aumento di 1,3% a/a, al di sopra della media storica. I **servizi ex-energia** riaccelerano a 0,2% m/m dopo due mesi di stagnazione, con un modesto rialzo della variazione tendenziale a 1,3% a/a. Il comparto **abitazione** rimane sul trend di variazioni inferiore alla media storica (0,2% m/m), ma si registra un'accelerazione degli affitti figurativi a 0,3% m/m, mentre gli affitti sono ancora moderati a 0,2% m/m e la voce "lodging away from home" (-2,3% m/m) è sempre frenata da contrazioni nelle tariffe alberghiere (-2,7% m/m, -14,9% a/a). La **sanità** accelera a 0,3% m/m, con un balzo dei servizi medici (2% m/m) ma una correzione dei farmaci (-0,7% m/m). Nel segmento **ricreazione** si osserva un rialzo di 0,6% m/m dopo -0,6% m/m, ma è ancora difficile valutare un trend per via degli effetti della pandemia: alcuni prezzi non erano più stati rilevati, per es. gli eventi sportivi, e la ripresa delle rilevazioni determinerà fluttuazioni temporanee. Le tariffe aeree restano in calo (-5,1% m/m, dopo -3,2% m/m a gennaio). Fra i **beni core**, spiccano le correzioni di auto usate (-0,9% m/m, terzo calo consecutivo, ma dopo molti mesi di rialzi sostenuti) e dell'abbigliamento (-0,7% m/m, dopo +2,2% m/m a gennaio).

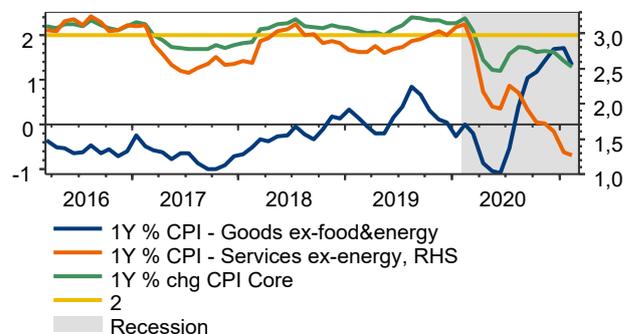
La persistente moderazione delle variazioni mensili dell'inflazione core, dovuta agli effetti della pandemia sui servizi core, **dovrebbe invertirsi nei prossimi mesi per due ragioni**. I forti aumenti dei prezzi delle case sono un indice anticipatore degli affitti e degli affitti figurativi, e preludono a un'accelerazione in questo comparto. Inoltre, la diffusione dei vaccini e il controllo della curva dei contagi dovrebbe determinare una ripresa dei prezzi nei comparti ricreativi e nel settore alberghiero e della ristorazione. Più in generale, prezzi di beni e servizi risentiranno dell'atteso boom di domanda spinto dall'iniezione di stimolo fiscale. A questo movimento sottostante e duraturo, nei prossimi mesi si sommerà l'effetto confronto con il 2020, che porterà a **significativi, ma temporanei, rialzi delle variazioni annue**. Nel breve termine, la Fed ha già detto in modo esplicito che non reagirà alle risalite dell'inflazione nella parte centrale dell'anno. Inoltre, per ora i trend sottostanti di riaccelerazione della dinamica dei prezzi saranno viste favorevolmente dalla banca centrale in un'ottica di recupero dopo anni di *undershooting*. In ogni caso **la reflazione è in arrivo, presto**.

Il CPI core a febbraio ancora in aumento moderato



Fonte: Refinitiv-Datastream

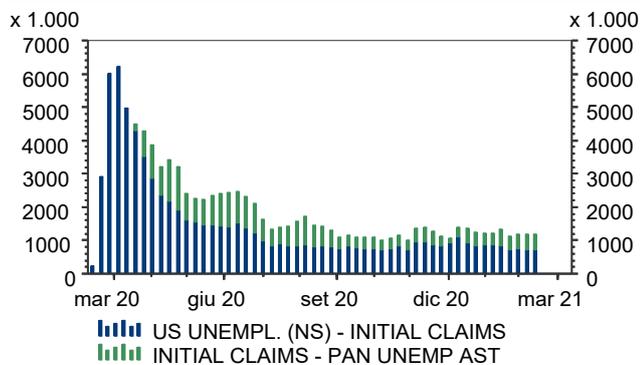
L'inflazione di fondo rimane frenata dai servizi: la diffusione dei vaccini dovrebbe determinare una normalizzazione nel settore e un rialzo duraturo della dinamica dei prezzi core



Fonte: Refinitiv-Datastream

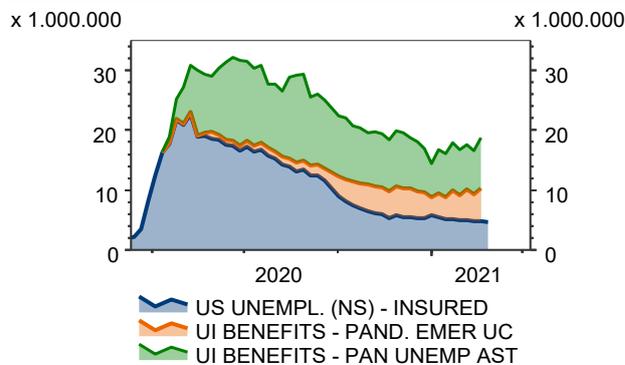
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 6 marzo calano a 712 mila da 752 mila della settimana precedente. Su base non destagionalizzata, i nuovi sussidi statali calano a 709 mila (-47 mila), mentre quelli federali erogati con il programma di emergenza PUA sono in rialzo a 478 mila. I **sussidi statali esistenti** nella settimana del 27 febbraio correggono a 4,144 mln (-193 mila). I sussidi totali nella settimana conclusa il 20 febbraio erano pari a 20,116 mln, in rialzo di 2,1 mln dalla settimana precedente, ma risentono del maltempo di metà febbraio. I dati complessivamente sono incoraggianti, e confermano un graduale trend verso il basso, coerente con un aumento dell'occupazione, che dovrebbe essere rafforzato dalla ulteriore riduzione delle misure di contenimento in diversi Stati.

Nuove richieste di sussidi su un graduale trend verso il basso



Fonte: Refinitiv-Datastream

Sussidi statali esistenti in calo, volatilità per i programmi federali



Fonte: Refinitiv-Datastream

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	gen	-0.6	%	-2.1
PIL t/t, ann. finale	T4	12.7	%	12.8
PIL t/t finale	T4	3.0	%	2.8

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

La stima del **PIL del 4° trimestre** è rivista verso il basso e registra una variazione di 2,8% t/t da 3% t/t della prima stima. La revisione è dovuta a un minor contributo delle scorte e a una dinamica più contenuta degli investimenti fissi delle imprese, in linea con le indicazioni dell'indagine sulla spesa in conto capitale pubblicata due settimane fa. Le previsioni per il 1° trimestre sono

negative, con l'aspettativa di una flessione del PIL di -1% t/t e dei consumi di -2% t/t, sulla scia dello stato di emergenza nazionale introdotto a gennaio in tutto il Paese e in vigore in alcune grandi prefetture fino al 21 marzo (in altre le misure sono state revocate a inizio marzo). Nel resto dell'anno la crescita dovrebbe tornare positiva, grazie al sostegno della politica fiscale e all'ampio contributo del canale estero.

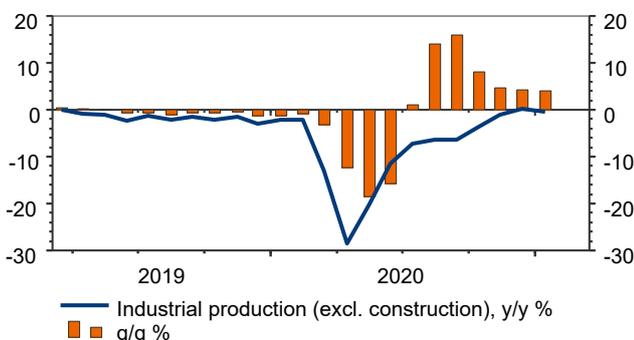
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PIL a/a finale	T4	-5.0	%	-5.0	-4.9	
EUR	PIL t/t finale	T4	-0.6	%	-0.6	-0.7	
EUR	Occupazione t/t	T4	0.3	%	0.3	0.3	
EUR	Produzione industriale m/m	gen	-0.1	(-1.6)	%	0.2	0.8
FRA	Produzione industriale m/m	gen	-0.7	(-0.8)	%	0.5	3.3
GER	Produzione industriale m/m	gen	1.9	(0.0)	%	0.2	-2.5
GER	Bilancia commerciale destag.	gen	16.4	(16.1)	Mld €	16.4	22.2
GER	CPI (Lander) m/m finale	feb	0.7		%	0.7	0.7
GER	IPCA a/a finale	feb	1.6		%	1.6	1.6
GER	CPI (Lander) a/a finale	feb	1.3		%	1.3	1.3
GER	IPCA m/m finale	feb	0.6		%	0.6	0.6
ITA	Produzione industriale m/m	gen	0.2	(-0.2)	%	0.7	1.0
ITA	PPI a/a	gen	-1.8		%		-0.3
ITA	PPI m/m	gen	0.5		%		1.4
SPA	Produzione industriale a/a	gen	-1.5	(-0.6)	%	-0.7	-2.2
SPA	IPCA a/a finale	feb	-0.1		%	-0.1	-0.1

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

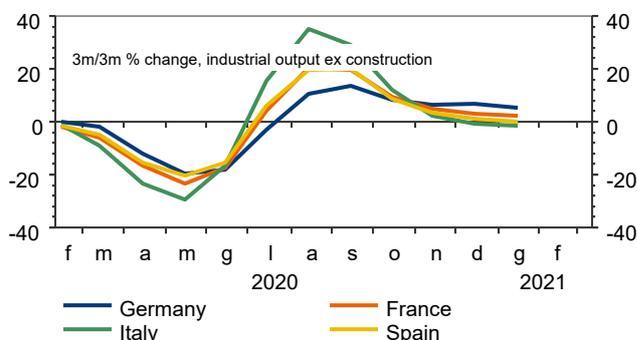
Area euro. La **produzione industriale** dell'Eurozona è cresciuta di +0,8 m/m in gennaio, dopo il -0,1% m/m (rivisto al rialzo di un punto e mezzo) di dicembre. Il livello della produzione è superiore del +0,1% rispetto a un anno fa (da -0,2% a/a precedente). La divisione per destinazione finale mostra un miglioramento generalizzato. Sul mese crescono i beni di investimento (+0,4% m/m), i beni intermedi (+0,3% m/m) e la produzione di energia (+0,4% m/m); l'aumento è più ampio per la produzione di beni di consumo durevoli e non durevoli, rispettivamente a +0,8% m/m e +0,6% m/m. Come indicato dalle indagini congiunturali, è possibile un nuovo balzo nel mese di febbraio: nel 1° trimestre l'industria dovrebbe continuare a dare un contributo positivo al PIL, che però è atteso ancora in territorio negativo. Inoltre, il probabile potenziamento delle misure restrittive in alcuni Paesi dell'area a marzo dovrebbe rallentare la crescita nel trimestre primaverile. Una ripresa apprezzabile è prevista solamente a partire dal 2° semestre.

Continua la ripresa della produzione industriale nell'Eurozona...



Fonte: Eurostat

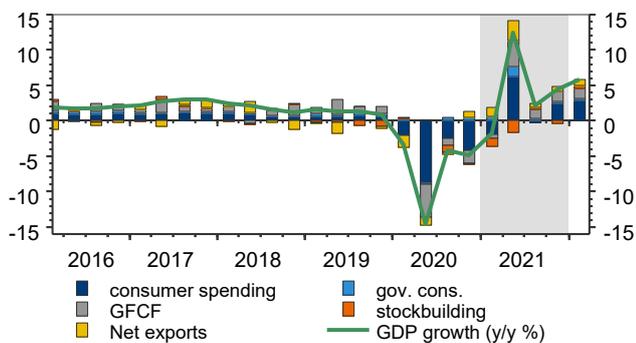
...ma la crescita resta asimmetrica tra i Paesi dell'area



Fonte: Eurostat

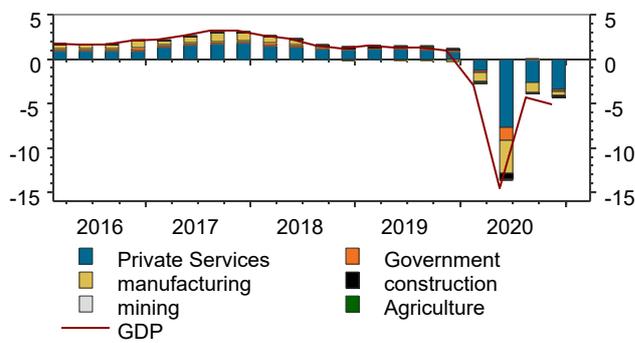
Area euro. I dati completi di contabilità nazionale del 2020T4 hanno comportato una marginale revisione al ribasso da -0,6 a **-0,7% t/t** della variazione trimestrale del **PIL**. La variazione tendenziale sale invece da -5,0% a **-4,9% a/a**.

Area euro: la nuova caduta dei consumi nel 2020T4 blocca la ripresa della crescita a/a del PIL...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

...la perdita di valore aggiunto ormai è quasi tutta legata al terziario (contributi alla variazione % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Come atteso, la contrazione è stata causata dal calo dei consumi privati (-3,0% t/t), soltanto in parte compensato dall'aumento degli investimenti fissi lordi (+1,6% t/t) e delle scorte. Il contributo di queste ultime è stato addirittura pari a 0,6 punti percentuali, e potrebbe pesare sulla performance di inizio 2021. Il contributo delle esportazioni nette è stato leggermente negativo. L'**occupazione** è cresciuta di 0,3% t/t, ma è in calo di -1,9% a/a; le **ore lavorate** sono scese di -1,6% t/t e -5,6% a/a: ne risulta che la **produttività del lavoro** è in aumento se calcolata sulle ore lavorate (+1,6%), ma in calo se calcolata rispetto agli addetti (-3,0% a/a). Il 2020 si è chiuso con una variazione di -6,6% a/a per la serie del PIL non corretta per i giorni lavorativi. Nel primo trimestre 2021 ci attendiamo una nuova contrazione del PIL, di entità circa pari a quella dello scorso trimestre.

Germania. La seconda lettura ha confermato che a febbraio i **prezzi al consumo** sono saliti di +0,7% m/m sull'indice nazionale e di +0,6% m/m su quello armonizzato. L'inflazione di riflesso è cresciuta da +1,0% a/a a +1,3% a/a sull'indice nazionale e si è mantenuta stabile a +1,6% su quello armonizzato. Il rialzo è guidato principalmente dall'aumento dei prezzi dei beni (+0,7% m/m e +1,0% a/a), con i listini energetici che hanno segnato il +0,3% a/a (+1,5% m/m); come indicato dalle indagini PMI di febbraio, il miglioramento della domanda ha permesso ai produttori manifatturieri tedeschi di trasferire parte degli aumenti dei costi sui prezzi di vendita. I servizi rimangono invariati all'1,4% a/a (+0,7% m/m). Il valore di febbraio è influenzato da problemi nella raccolta dei dati, causati dalle misure restrittive introdotte per frenare la crescita dei contagi. I prezzi sono attesi risalire nei prossimi mesi; il 2021 potrebbe chiudersi con un'inflazione media annua di poco inferiore al +3%.

Germania. L'indice **WAI** è sceso a -0,93 da -0,76. I dati, rivisti rispetto alla settimana scorsa, sono coerenti con una contrazione del PIL di -1,5% t/t nel 1° trimestre 2021 invece del -1,8% stimato una settimana fa. La probabilità di contrazione si colloca al 98%.

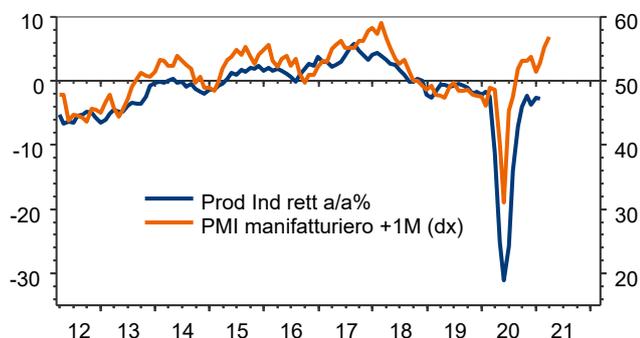
Germania. I dati di gennaio sulla **produzione industriale** hanno riservato **notevoli sorprese**. Il dato di dicembre è stato rivisto da 0,0% m/m a +1,9% m/m, mentre a gennaio si è verificato un calo di **-2,5% m/m**. Escludendo costruzioni ed energia, nel **manifatturiero** la flessione è limitata a **-0,5% m/m**. La produzione di energia si è ripresa di 0,6% m/m, mentre quella nelle costruzioni, salita di +5,4% a dicembre, è caduta in gennaio di -12,2% m/m. La volatilità delle costruzioni sembra legata alla normalizzazione delle aliquote IVA, che avrebbe indotto ad anticipare il più possibile al 2020 l'attività; tale fattore potrebbe aver giocato un ruolo anche nel calo della produzione di

beni di consumo, spiegato però anche dalle misure di confinamento. Le indagini congiunturali, i dati sul traffico autostradale di merci e il fatturato indicano che l'attività industriale dovrebbe essere rimbalzata a febbraio. Rispetto a un anno prima, la variazione tendenziale è pari a -3,9% a/a (-1,0% in dicembre). Nel 1° trimestre, si attende una crescita della produzione manifatturiera di circa l'1%, mentre quella nelle costruzioni, anche ipotizzando un forte rimbalzo a febbraio, dovrebbe calare significativamente rispetto al 2020T4; **è probabile**, quindi, **che l'industria contribuirà negativamente alla crescita del PIL nel 1° trimestre 2021**.

Francia. La **produzione industriale** è risalita di **+3,3% m/m** a gennaio, dopo il -0,7% m/m di dicembre (rivisto al rialzo di un decimo). Il comparto manifatturiero ha registrato un balzo di entità pari a quello segnato dall'industria nel suo complesso. La ripresa più forte si è avuta per i macchinari e le attrezzature (+8,4% da -3,3% precedente) e per la voce "altre industrie manifatturiere" (+3,9% m/m da -0,8% m/m). Risalgono anche la produzione di alimenti e bevande (+1,6% da -2,0%) ed il settore della raffinazione (+7,2% da -30,7%); al contrario, la produzione di mezzi di trasporto segna una variazione negativa (-2,9% da +1,2%). La crescita della produzione energetica rimane vivace (+2,8% da +1,9%), mentre nelle costruzioni l'attività è salita di ben +16,3% m/m. Nonostante il dato di gennaio, la produzione industriale resta dell'1,7% inferiore rispetto al livello di febbraio 2020, e in calo di -2,8% rispetto a gennaio 2020. Le indagini congiunturali indicano che nel mese passato l'output potrebbe aver fatto registrare un nuovo aumento. Come evidenziato nel *Point sur la conjoncture française* pubblicato da Banque de France, l'industria dovrebbe essere tornata a dare un contributo positivo al valore aggiunto nel 1° trimestre, anche se il PIL registrerà probabilmente una crescita vicina allo zero.

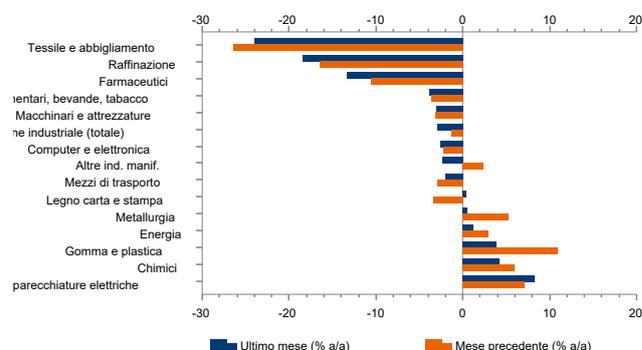
Italia. La **produzione industriale** è cresciuta dell'1% m/m a gennaio, in linea con la nostra previsione e al di sopra delle attese di consenso. Il dato di dicembre è stato rivisto al rialzo a +0,2% m/m, da un -0,2% preliminare. Su base annua rettificata per gli effetti del calendario, il dato è risultato migliore del previsto, ma è rimasto in territorio negativo, a -2,4% a/a, dal -1,6% precedente (rivisto al rialzo da -2%). L'incremento mensile è dovuto principalmente ai beni capitali e ai beni durevoli (rispettivamente +1,4% e +3% m/m); l'unica flessione riguarda i prodotti energetici (-0,5% m/m). Su base annua rettificata, i beni durevoli e i beni intermedi guidano la ripresa (+4,6% e +2,4%), mentre gli altri gruppi rimangono in rosso (i non durevoli sono i più colpiti, con un -11,1%). Il dettaglio per settore conferma la drammatica recessione ancora in corso in due comparti: tessile e raffinazione (rispettivamente -20,8% e -18,4% a/a); anche il farmaceutico subisce una battuta d'arresto (-13,6%). I settori manifatturieri in crescita rispetto a un anno prima sono le apparecchiature elettriche (+9,7%), i prodotti chimici (+4,4%), gomma e plastica (+3,8%), legno, carta e stampa (+2,3%) e metalli (+1,2%). In prospettiva, a nostro avviso, la produzione industriale potrebbe continuare a recuperare a febbraio, come segnalato dal rialzo delle componenti *output* e nuovi ordini rilevati dalle indagini Istat e dal PMI manifatturiero. Tuttavia, una nuova correzione è probabile questo mese, a causa del nuovo inasprimento delle restrizioni anti-COVID. Nel complesso, l'industria dovrebbe essere tornata a dare un contributo positivo al valore aggiunto nel 1° trimestre, che sarà però più che bilanciato dall'apporto ancora negativo dai servizi (con il risultato di un PIL verosimilmente ancora in territorio negativo). Una rinnovata debolezza dell'attività economica a marzo peserebbe anche sul trimestre primaverile. Nel complesso, continuiamo a ritenere che i rischi sul PIL rimangano al ribasso nel breve termine (ovvero nella prima metà dell'anno). Vediamo una ripresa apprezzabile solo a partire dal trimestre estivo (nell'ipotesi di una nuova stretta anti-COVID nelle prossime settimane, seguita da una significativa accelerazione della campagna vaccinale).

Le indagini sono coerenti con un ulteriore recupero della produzione industriale nei prossimi mesi



Fonte: Istat, IHS-Markit, Refinitiv-Datastream

Tessile e raffinazione restano i settori industriali più colpiti



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

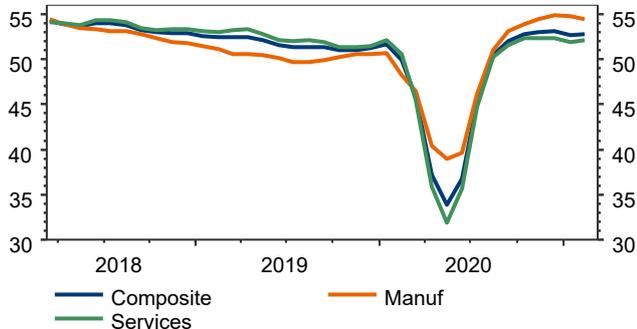
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
CPI m/m	feb	1.0	%	0.4
CPI a/a	feb	-0.3	%	-0.4
PPI a/a	feb	0.3	%	1.5
M2 a/a	feb	9.4	%	9.4
Nuovi prestiti bancari (flusso)	feb	3580	Mld ¥ CN	950
Finanza sociale aggregata (flusso)	feb	5170	Mld ¥ CN	950

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

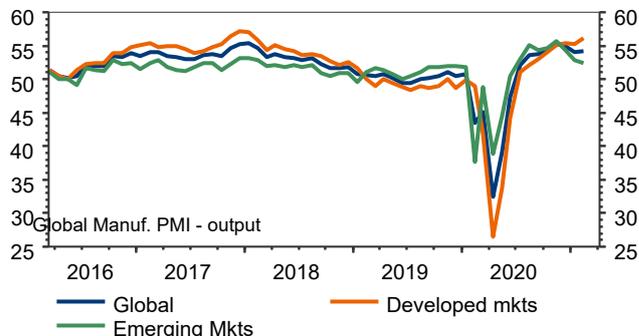
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



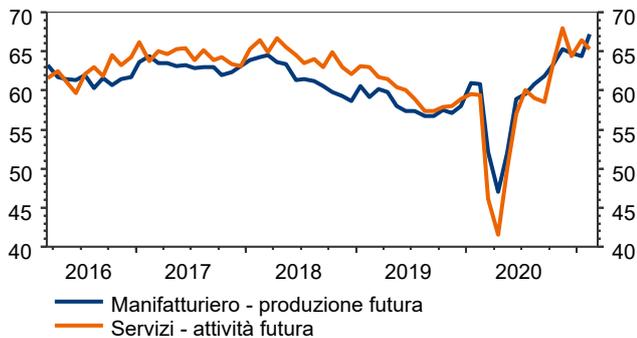
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



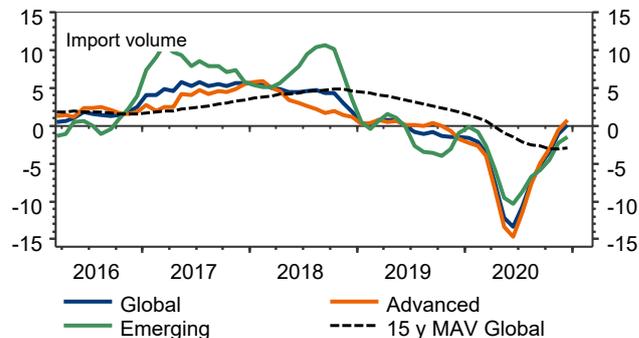
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



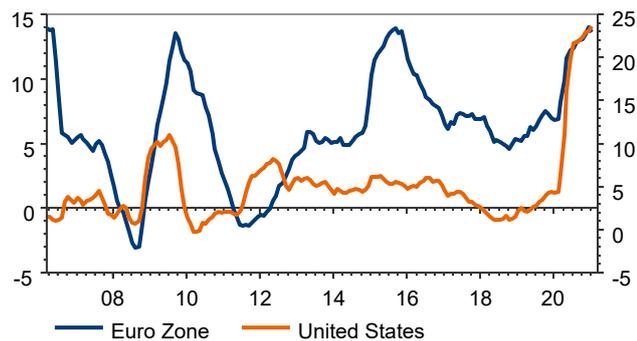
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



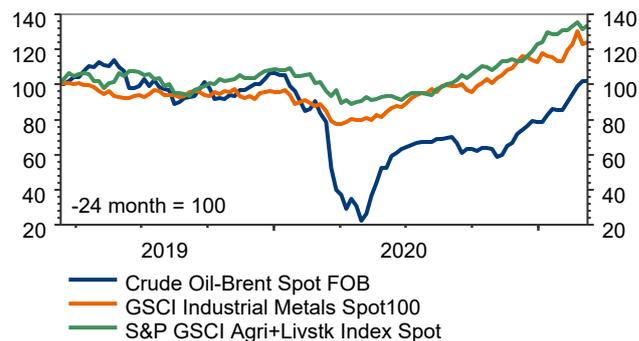
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

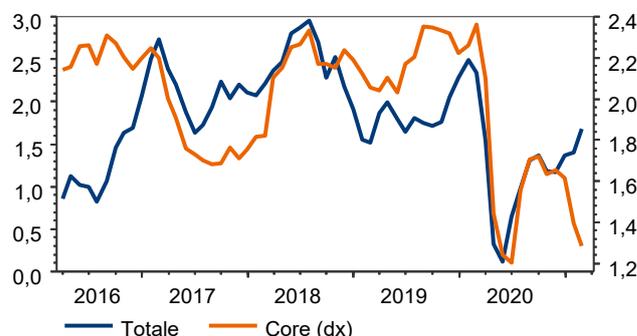
Stati Uniti

Indagini ISM



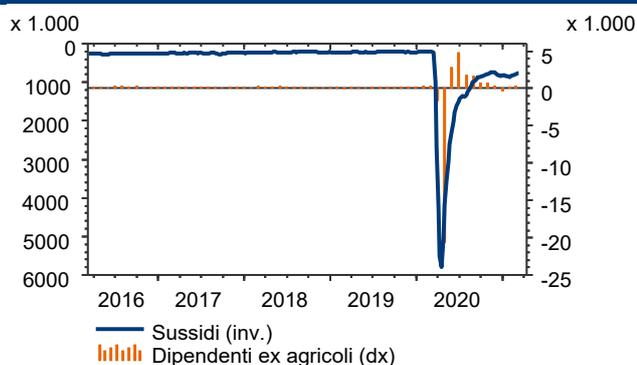
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



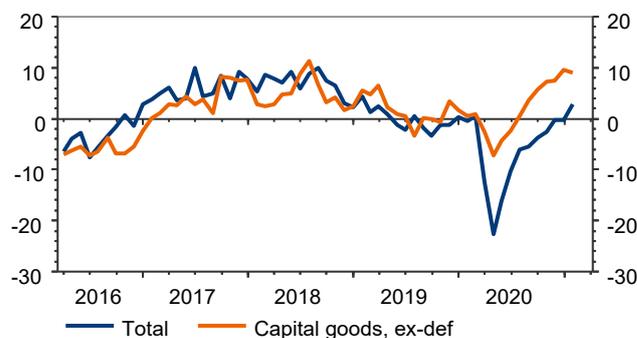
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

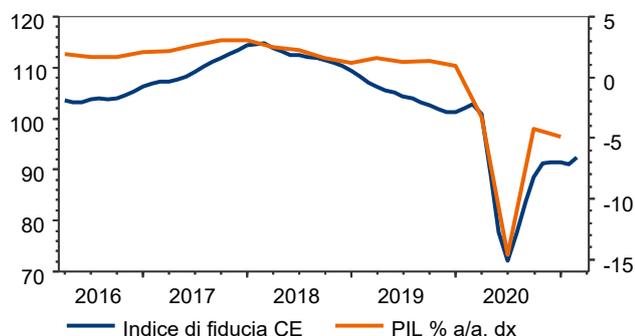
Previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021							
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
PIL (prezzi costanti,a/a)	-3.5	6.8	3.2	0.3	-9.0	-2.8	-2.4	0.4	13.2	7.3	6.8	
- trim./trim. annualizzato				-5.0	-31.4	33.4	4.1	6.6	10.8	7.6	2.4	
Consumi privati	-3.9	7.5	4.7	-6.9	-33.2	41.0	2.4	5.1	12.5	12.1	3.7	
IFL - privati non residenziali	-4.0	8.3	1.7	-6.7	-27.2	22.9	14.0	14.3	5.5	4.0	2.2	
IFL - privati residenziali	6.0	12.0	0.6	19.0	-35.6	63.0	35.8	11.1	-1.5	0.3	0.8	
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.2	-2.0	1.3	2.5	-4.8	-1.1	7.6	6.2	-7.6	-2.1	
Esportazioni	-13.0	6.5	6.4	-9.5	-64.4	59.6	21.8	3.6	7.5	8.2	6.5	
Importazioni	-9.3	13.1	4.1	-15.0	-54.1	93.1	29.6	7.9	7.2	8.6	3.7	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	1.0	0.0	-1.7	-4.3	6.5	1.1	0.1	1.0	1.0	-0.2	
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	2.7	2.0	2.1	0.4	1.2	1.2	1.9	3.5	2.7	2.5	
Produzione Industriale	-6.6	6.3	2.1	-1.7	-13.0	9.4	2.4	2.1	1.2	0.7	0.6	
Disoccupazione (%)	8.1	5.4	4.4	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.8	5.2	4.6	

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

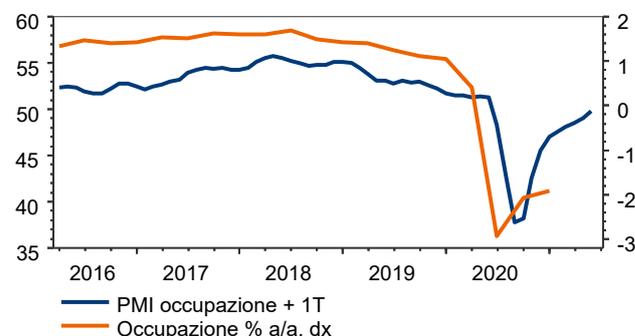
Area euro

PIL



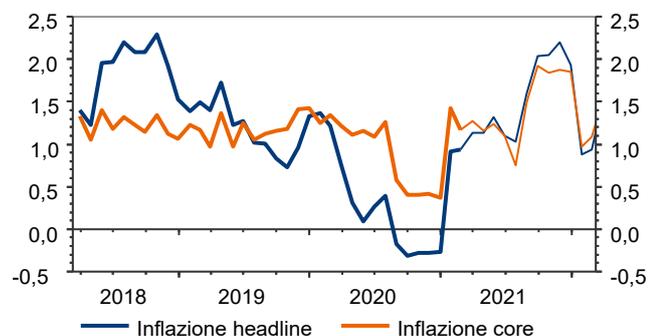
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	1.8
giugno	0.3	1.1	1.7
luglio	0.4	1.0	1.4
agosto	-0.2	1.6	1.5
settembre	-0.3	2.0	1.8
ottobre	-0.3	2.0	1.7
novembre	-0.3	2.2	1.6
dicembre	-0.3	1.9	1.7

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	4.0	4.5	-3.3	-14.6	-4.2	-4.9	-2.0	12.5	2.2	4.4	-2.0	12.5	2.2	4.4
- i/t				-3.8	-11.6	12.5	-0.7	-0.8	1.5	2.2	1.4	-0.8	1.5	2.2	1.4
Consumi privati	-8.1	2.0	3.9	-4.5	-12.6	14.1	-3.0	-1.1	1.5	1.5	1.8	-1.1	1.5	1.5	1.8
Investimenti fissi	-8.5	6.3	4.6	-5.9	-16.1	13.9	1.6	0.5	1.2	2.3	1.9	0.5	1.2	2.3	1.9
Consumi pubblici	1.1	2.8	1.3	-0.3	-2.2	4.6	0.4	0.2	0.3	0.5	0.4	0.2	0.3	0.5	0.4
Esportazioni	-9.8	9.5	5.2	-3.7	-18.8	16.7	3.5	0.8	2.5	2.3	1.9	0.8	2.5	2.3	1.9
Importazioni	-9.3	7.4	4.7	-2.9	-18.2	11.8	4.1	1.0	1.9	2.0	1.7	1.0	1.9	2.0	1.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.2	-0.3	0.8	0.5	0.0	-1.5	0.6	-0.3	0.0	0.6	-0.2	-0.3	0.0	0.6	-0.2
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.3	2.7												
Deficit pubblico (% PIL)	-8.8	-6.4	-4.7												
Debito pubblico (% PIL)	101.7	102.3	102.6												
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	1.4	1.5	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.0	1.2	1.6	2.1	1.0	1.2	1.6	2.1
Produzione industriale (a/a)	-8.7	9.9	4.0	-6.1	-20.2	-6.9	-1.6	4.3	24.4	8.3	5.0	4.3	24.4	8.3	5.0
Disoccupazione (%)	7.9	8.2	7.0	7.3	7.6	8.6	8.2	8.2	8.2	8.1	8.2	8.2	8.2	8.1	8.2
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	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53

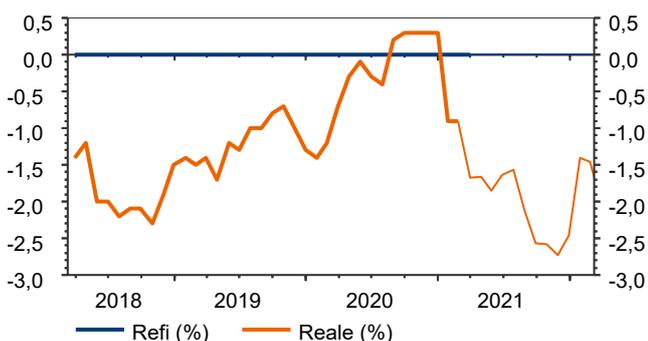
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	11/3	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.51	-0.53	-0.55	-0.55	-0.56	-0.54	-0.54	-0.53
Euribor 3m	-0.42	-0.50	-0.55	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

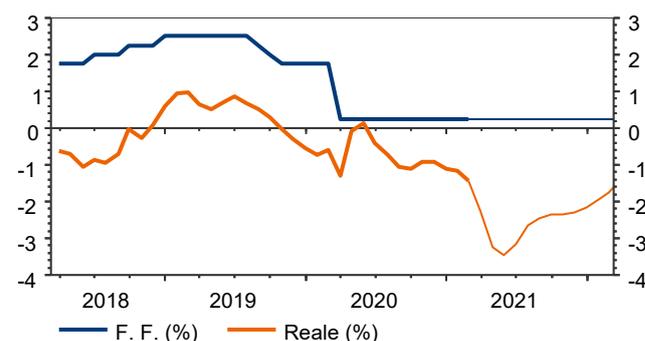


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	11/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.30	0.23	0.24	0.18	0.18	0.19	0.20	0.21

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

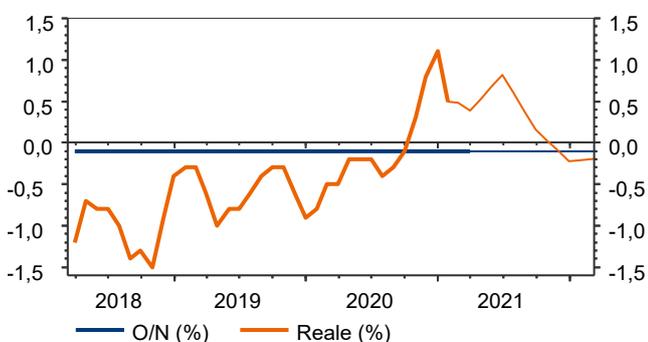


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	11/3	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.10	-0.08	-0.09	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

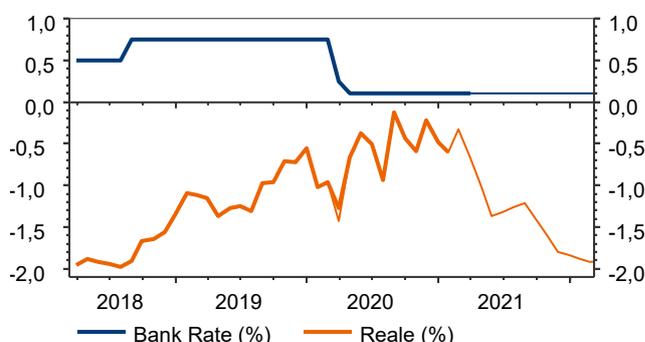


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	11/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.14	0.06	0.03	0.08	0.08	0.08	0.08	0.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	12/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.12	1.19	1.21	1.21	1.1914	1.17	1.16	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	111	106	106	104	105	109.07	107	109	110	112	114
GBP/USD	1.31	1.25	1.28	1.32	1.38	1.3920	1.35	1.37	1.39	1.42	1.44
EUR/CHF	1.14	1.05	1.08	1.08	1.08	1.1093	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16
EUR/JPY	125	117	126	126	127	129.95	126	127	127	132	137
EUR/GBP	0.86	0.89	0.92	0.92	0.88	0.8558	0.87	0.85	0.83	0.83	0.83

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macro & Fixed Income Research

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