

Weekly Economic Monitor

Il punto

FOMC: vedere per credere. La Fed prevede un netto miglioramento dello scenario di crescita, prezzi e occupazione, ma rinvia qualunque cambiamento di policy al raggiungimento di "progresso effettivo, non progresso previsto". Ora si vedrà se anche il mercato adotterà un analogo atteggiamento "scettico" riguardo alle previsioni della Fed o se/quanto crederà alla conversione della Banca centrale verso una politica monetaria non più preventiva ma esclusivamente reattiva.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona** la settimana offrirà le prime indicazioni dalle indagini di fiducia di marzo. Il PMI composito, che misura la variazione dell'attività rispetto al mese precedente, potrebbe mostrare una nuova contrazione del PIL dell'area. Anche la stima preliminare dell'indice di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è vista evidenziare un peggioramento del morale. Viceversa, le indagini nazionali dovrebbero dare segnali misti (l'IFO tedesco è atteso in miglioramento, l'indice INSEE in Francia stabile, la fiducia di famiglie e imprese in Italia in calo). Le seconde letture dei PIL spagnolo e olandese per il 4° trimestre dovrebbero confermare le stime preliminari.

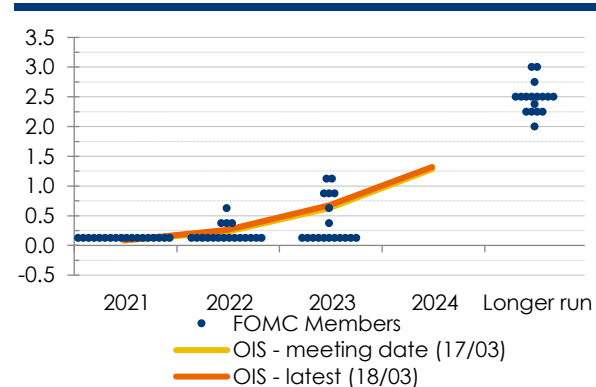
La settimana ha diversi dati in uscita negli **Stati Uniti**, ma nessuno di rilevanza significativa per la determinazione dei trend dei prossimi trimestri. Gli indici PMI Markit flash per marzo dovrebbero essere in ulteriore rialzo sia per il manifatturiero sia per i servizi, in territorio ampiamente espansivo. Anche la fiducia dei consumatori a marzo dovrebbe migliorare ulteriormente con l'arrivo del nuovo stimolo fiscale. Fra i dati di febbraio, la spesa personale dovrebbe essere complessivamente poco variata, con un ampio contributo positivo delle utility ai servizi e una contrazione della spesa per beni, mentre il reddito personale e il tasso di risparmio dovrebbero correggere dopo i balzi di gennaio. Le variazioni di entrambi i deflatori dei consumi (totale e core) dovrebbero essere più moderate rispetto ai mesi precedenti. Le vendite di case nuove ed esistenti a febbraio dovrebbero essere in calo per via del maltempo e del rialzo dei tassi sui mutui.

Proiezioni economiche dei membri del Federal Reserve Board e dei presidenti delle Federal Reserve Banks – marzo 2021

Variable	2021	2022	2023	Longer run
Real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8
Dec projection	4.2	3.2	2.4	1.8
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0
Dec projection	5.0	4.2	3.7	4.1
PCE inflation	2.4	2	2.1	2.0
Dec projection	1.8	1.9	2.0	2.0
Core PCE inflation	2.2	2	2.1	2.0
Dec projection	1.8	1.9	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5
Dec projection	0.1	0.1	0.1	2.5

Nota: proiezioni di PIL e inflazione sono variazioni 4° trim./4° trim.
Fonte: Federal Reserve Board

Grafico a punti: qualcosa si muove, ma il consenso resta solidamente ancorato a tassi fermi fino al 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Fed e Eikon

19 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

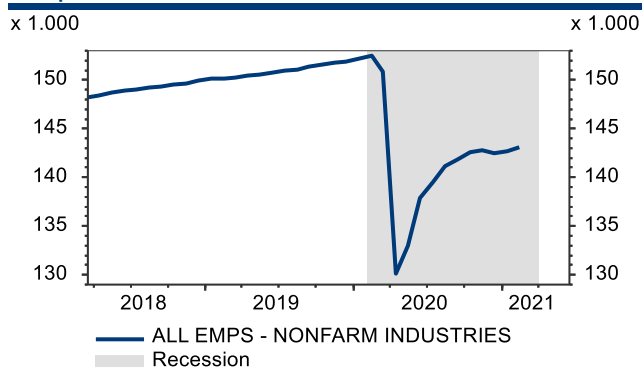
Il punto

FOMC: vedere per credere. La Fed prevede un netto miglioramento dello scenario di crescita, prezzi e occupazione, ma rinvia qualunque cambiamento di policy al raggiungimento di "progresso effettivo, non progresso previsto". Ora si vedrà se anche il mercato adotterà un analogo atteggiamento "scettico" riguardo alle previsioni della Fed o se/quanto crederà alla conversione della Banca centrale verso una politica monetaria non più preventiva ma esclusivamente reattiva.

- La **riunione del FOMC** si è conclusa come atteso, senza modifiche alle indicazioni di politica monetaria, nonostante significative revisioni verso l'alto dello scenario economico. Il **comunicato** è poco variato. Le uniche modifiche riguardano la valutazione congiunturale, in cui si afferma che gli "indicatori di attività economica e di occupazione hanno svoltato verso l'alto recentemente", anche se i settori colpiti dalla pandemia restano deboli e l'inflazione continua a rimanere sotto il 2%. Per il resto, i rischi sono ancora concentrati sull'evoluzione del virus e la guidance su tassi e acquisti resta invariata: il sentiero dell'economia continua a dipendere significativamente dall'andamento del virus e dalle misure.
- Il focus a questa riunione era la **revisione delle proiezioni macroeconomiche**. Come atteso, le **variazioni sono marcate per il 2021**, con un netto miglioramento previsto per crescita e disoccupazione e rialzi dell'inflazione (v. tabella). Il tasso di disoccupazione di più lungo termine è stato abbassato a 4% da 4,1%, mentre si prevede un **tasso di disoccupazione** inferiore a tale livello di 5 decimi nel 2023, a conferma del fatto che la Fed segue anche altre variabili nella valutazione della "massima occupazione". L'**inflazione** è vista al 2,4% nel 2021, senza determinare reazioni sui tassi, per poi rientrare al 2% nel 2022. Inoltre, nel 2023, l'inflazione è prevista a 2,1%, con un segnale di volontà di mantenere condizioni finanziarie compatibili con un modesto *overshooting* dell'inflazione.
- Invece, senza sorprese, il **sentiero mediano dei tassi rimane stabile fino al 2023** ma aumenta il numero di "punti" che vedono rialzi nel 2023 e, soprattutto, si inseriscono alcuni punti in rialzo anche nel 2022 (v. grafico). In contrasto con le proiezioni di dicembre, dove c'era unanimità per tassi fermi, l'anno prossimo ci sono 4 punti (su 18) sopra lo zero (tre punti fra 0,25% e 0,5%, e un punto a 0,5%-0,75%). Per il 2023, rispetto a 5 punti che indicavano rialzi nel grafico di dicembre, ora ce ne sono 7 (due a 1%-1,25%, tre a 0,75%-1%, uno a 0,5%-0,75% e uno a 0,25%-0,5%). La maggioranza dei partecipanti al FOMC è ancora "convinta" dello scenario di tassi fermi, che ha ancora un ampio consenso, ma si apre una crepa crescente nell'unanimità del FOMC sullo scenario dei tassi.
- Nella **conferenza stampa**, Powell ha ribadito che "l'economia è molto lontana dai nostri obiettivi di occupazione e inflazione e probabilmente richiederà del tempo perché sia raggiunto un sostanziale ulteriore progresso" e ha riaffermato che la Fed "continuerà a fornire all'economia il supporto necessario fino a quando ce ne sarà bisogno". Questa è la versione discorsiva della guidance su tassi e acquisti: la Fed è lontana da una svolta sui tassi e ci vorrà ancora "del tempo" anche solo per discutere di modifiche al ritmo degli acquisti.
- Tutta l'analisi di Powell sullo scenario di politica monetaria ha ruotato intorno a un punto centrale: la Fed intende "mantenere una *stance* accomodante fino a quando questi obiettivi di occupazione e inflazione non saranno raggiunti" e vuole vedere "progresso effettivo, non progresso previsto".
- Powell ha notato che **mancono 9,5 mln di posti di lavoro rispetto a febbraio 2020**, di cui 3 mln nei settori dei servizi aggregativi. Sull'inflazione, Powell ha ribadito l'impegno a raggiungere un livello di inflazione moderatamente al di sopra del 2% "per qualche tempo". Powell ha dedicato molto spazio alla **lettura delle previsioni di inflazione**, affermando che il superamento transitorio del 2% nel 2021 non soddisfa lo standard richiesto per una svolta sui tassi. A suo avviso il salto della dinamica dei prezzi atteso nel 2021 sulla scia del previsto rafforzamento della domanda è un fenomeno che concerne solo i livelli, e rientrerà nel 2022.

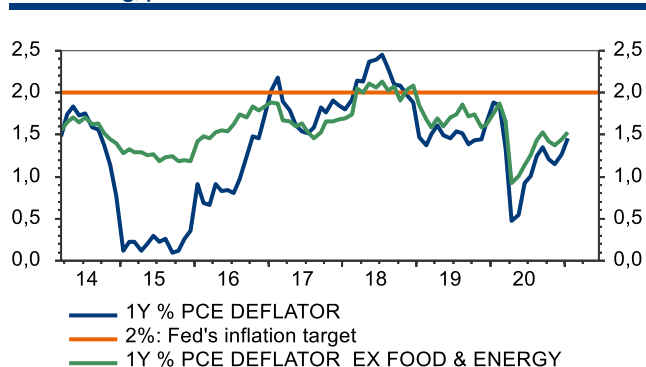
- Riguardo ai **movimenti dei punti nelle proiezioni dei tassi**, Powell ha affermato che una "forte maggioranza" nel Comitato prevede tassi fermi su tutto l'orizzonte previsivo. A suo avviso, i punti non sono "promesse" e "non darebbe troppo peso" al grafico a punti questo mese. Riguardo alla definizione del tempo che manca alla discussione del *tapering*, Powell ha ribadito che se ne parlerà solo quando i dati daranno indicazioni di miglioramento. La dinamica occupazionale dei prossimi trimestri sarà cruciale per determinare il via al dibattito. Il messaggio è invariato: **la Fed non è più pre-emptive e reagirà solo di fronte a effettivi miglioramenti su occupazione e inflazione, non più sulla base di aspettative.**
- Sul fronte del **rialzo dei rendimenti**, Powell ha ribadito che la Fed segue l'andamento di un insieme di condizioni finanziarie, che devono restare accomodanti e non mettere a rischio il perseguimento degli obiettivi. Secondo Powell, la Fed reagirebbe in caso di cambiamento delle condizioni finanziarie o di fronte ad andamenti disordinati del mercato, in linea con le sue affermazioni di qualche settimana fa, confermando la neutralità di fronte ai recenti movimenti della curva dei rendimenti.
- Nell'insieme quindi, la conferenza stampa non ha modificato il messaggio generale del FOMC: prima di qualsiasi svolta, la Fed vorrà "vedere per credere". I **rischi per le previsioni di politica monetaria**, a nostro avviso, riguardano **la possibilità che la crescita, l'occupazione e l'inflazione siano anche più forti di quanto previsto ora**, con eventuali tempi più rapidi per la svolta dei tassi (che noi prevediamo in autunno 2023). Riteniamo comunque che l'asticella per le svolte siano molto alte e la Fed avrà, a nostro avviso, un grado di tolleranza elevato. Per il *tapering*, difficilmente c'è spazio per anticipare il dibattito all'estate. Infine, riguardo al Supplementary Leverage Ratio, le cui modifiche sono in scadenza il 31 marzo, Powell ha affermato che una decisione verrà annunciata nei prossimi giorni.

Vedere per credere: la Fed vuole la chiusura del deficit di occupazione...



Fonte: Refinitiv Datastream

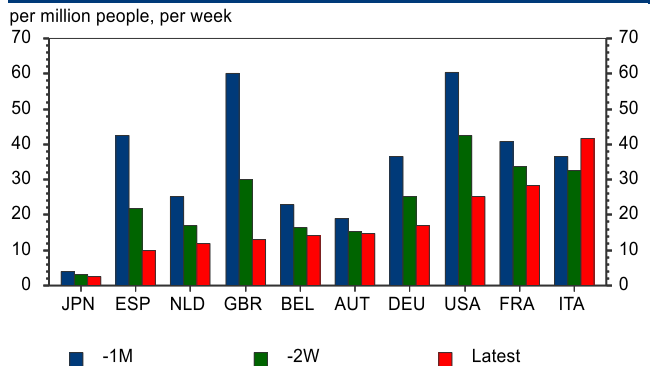
... e il ritorno dell'inflazione in media al 2%, con un moderato overshooting, prima di toccare i tassi



Fonte: Refinitiv Datastream

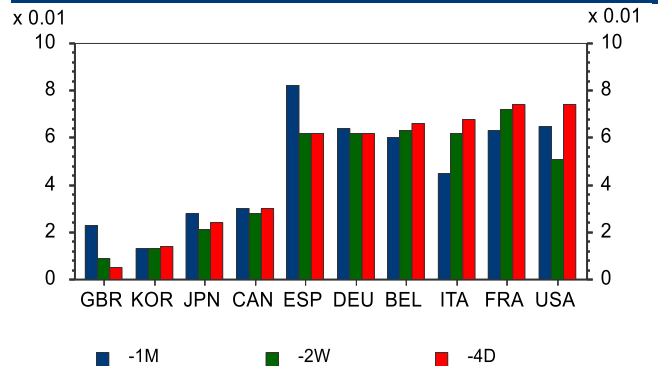
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



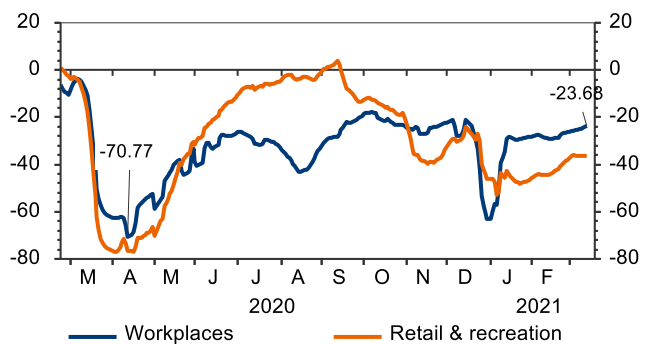
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



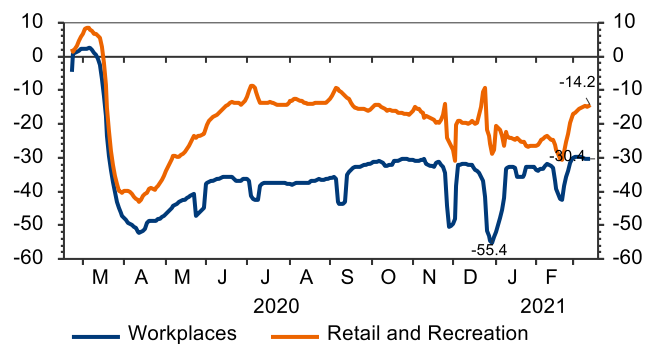
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



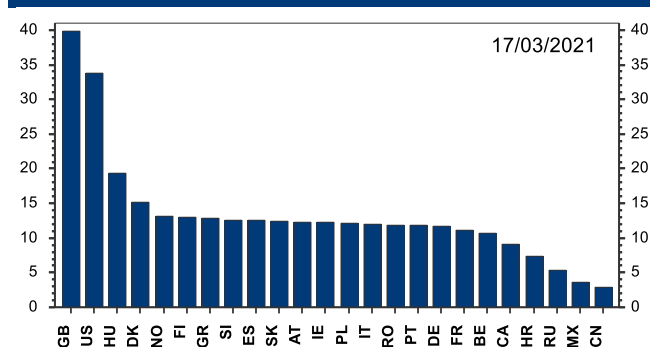
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



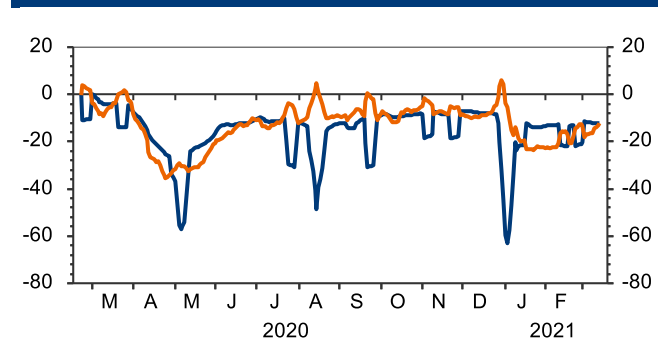
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona** la settimana offrirà le prime indicazioni dalle indagini di fiducia di marzo. Il PMI composito, che misura la variazione dell'attività rispetto al mese precedente, potrebbe mostrare una nuova contrazione del PIL dell'area. Anche la stima preliminare dell'indice di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è vista evidenziare un peggioramento del morale. Viceversa, le indagini nazionali dovrebbero dare segnali misti (l'IFO tedesco è atteso in miglioramento, l'indice INSEE in Francia stabile, la fiducia di famiglie e imprese in Italia in calo). Le seconde letture del PIL spagnolo e olandese per il 4° trimestre dovrebbero confermare le stime preliminari.

La settimana ha diversi dati in uscita negli **Stati Uniti**, ma nessuno di rilevanza significativa per la determinazione dei trend dei prossimi trimestri. Gli indici PMI Markit flash per marzo dovrebbero essere in ulteriore rialzo sia per il manifatturiero sia per i servizi, in territorio ampiamente espansivo. Anche la fiducia dei consumatori a marzo dovrebbe migliorare ulteriormente con l'arrivo del nuovo stimolo fiscale. Fra i dati di febbraio, la spesa personale dovrebbe essere complessivamente poco variata, con un ampio contributo positivo delle utility ai servizi e una contrazione della spesa per beni, mentre il reddito personale e il tasso di risparmio dovrebbero correggere dopo i balzi di gennaio. Le variazioni di entrambi i deflatori dei consumi (totale e core) dovrebbero essere più moderate rispetto ai mesi precedenti. Le vendite di case nuove ed esistenti a febbraio dovrebbero essere in calo per via del maltempo e del rialzo dei tassi sui mutui.

Lunedì 22 marzo

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a febbraio sono previste in calo a 6,55 mln da 6,69 mln di gennaio. I contratti di compravendita hanno iniziato a flettere da settembre e segnalano una svolta anche per le vendite. La scarsità di scorte sul mercato e il calo delle richieste di mutui per l'acquisto di case, dovuto al rialzo dei tassi sui mutui, danno indicazioni univoche per un rallentamento dell'espansione del mercato immobiliare residenziale nel 2021, dopo il boom del 2020.

Martedì 23 marzo

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a febbraio dovrebbero scendere a 860 mila da 923 mila di gennaio. Come per le case esistenti, la mancanza di case disponibili e l'aumento dei tassi sui mutui dovrebbero frenare le vendite di case nuove nei prossimi mesi. A febbraio, inoltre, l'attività dovrebbe essere frenata dal maltempo del mese scorso. Lo scenario di forte crescita del reddito disponibile e del risparmio lascia spazio per ulteriore moderata espansione del settore, nonostante il rialzo dei tassi.

Mercoledì 24 marzo

Area euro

- **Area euro.** Ci attendiamo che la **stima flash del PMI manifatturiero** registri una diminuzione del ritmo di espansione in marzo, a 57,0 da 57,9 di febbraio; il **PMI servizi** è atteso in crescita questo mese (a 46,9 da 45,7 precedente). Di conseguenza, il **PMI composito** dovrebbe rimanere in territorio recessivo, a 49,0 da 48,8: ci aspettiamo una contrazione dell'attività economica dell'Eurozona anche nel mese corrente.
- **Area euro.** La stima flash dell'**indice di fiducia dei consumatori** elaborato dalla Commissione Europea è attesa in marginale peggioramento a marzo, a -15,2 punti da -14,8 di febbraio. L'indice, pur inferiore alla media storica di lungo termine (-10,6), resterebbe ben al sopra dai minimi registrati ad aprile (-21,9). Il lieve calo di morale nel mese dovrebbe riflettere

l'inasprimento delle misure di contenimento della "terza ondata" di COVID-19 in alcuni Paesi dell'area.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a febbraio sono attesi in rialzo di 1,5% m/m, dopo 3,4% m/m. Le indagini di settore mostrano un trend positivo per gli ordini e puntano a incrementi solidi, frenati solo dalla carenza di componenti in molti segmenti produttivi. Gli ordini dovrebbero essere nuovamente sostenuti dal settore dell'aeronautica civile, come a gennaio, grazie alla ripresa delle vendite del modello 737 MAX di Boeing. **Al netto dei trasporti**, gli ordini dovrebbero aumentare di 0,9% m/m, dopo 1,3% m/m del mese precedente, in linea con le indicazioni espansive delle indagini di settore. Gli ordini e le consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei dovrebbero proseguire sul sentiero in forte crescita dell'ultimo trimestre, con indicazioni solide per gli investimenti non residenziali nella prima metà dell'anno.
- Il **PMI Markit manifatturiero** flash a marzo dovrebbe segnare un nuovo rialzo, a 58,8 da 58,6 di febbraio. Le indagini nazionali a inizio anno erano su livelli più ottimistici rispetto alle indagini regionali e dovrebbero quindi recuperare in misura più limitata a marzo. L'indice dei **servizi** è previsto in ulteriore accelerazione a 60,2 da 59,8 di febbraio, sulla scia della diffusione dei vaccini e degli effetti del nuovo stimolo fiscale.

Giovedì 25 marzo

Area euro

- **Area euro.** I dati di febbraio su **M3** continueranno ad evidenziare una crescita sostenuta, circa 12,5% a/a, attribuibile ancora all'intenso flusso di acquisti di titoli di Stato e altri titoli di debito da parte dell'Eurosistema. La crescita resterà concentrata nella componente più liquida (M1). Dal lato delle contropartite, per i motivi anzidetti resterà largamente dominante il contributo del credito al settore pubblico.
- **Francia.** L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** elaborato dall'**INSEE** è atteso stabile a 97,0 punti in marzo. L'indice dovrebbe risalire verso i livelli pre-pandemici nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- La terza stima del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe essere invariata a 4,1% t/t ann., come nella seconda lettura.

Venerdì 26 marzo

Area euro

- **Germania.** Prevediamo un moderato miglioramento dell'**IFO** a marzo, a 94,0 da 92,4 precedente. L'indice sulle attese è visto in aumento a 95,1 da 94,2 come anche l'indicatore sulla situazione corrente (a 93,0 da 90,6 precedente).
- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** potrebbe tornare a peggiorare a marzo, sulla scia del nuovo giro di restrizioni su mobilità e attività economiche, dopo l'allentamento visto il mese scorso. Il morale dei consumatori è atteso a 100,7 da 101,4 di febbraio. L'indice composito di fiducia delle aziende è visto a 90 da 93,2 precedente: l'arretramento dovrebbe essere marginale nel settore manifatturiero (a 98,5 da 99) e più accentuato nei servizi (a 83 da 85,7). Le indagini sono coerenti con un PIL circa piatto nel primo semestre dell'anno.
- **Paesi Bassi.** La stima finale del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe confermare il calo di -0,1% t/t da +7,8% t/t precedente, in seguito ad una flessione della domanda interna e in particolar modo dei consumi; la variazione tendenziale dovrebbe passare a -3,0% a/a da -2,5% a/a. In media annua il **PIL è atteso in calo del -3,8% quest'anno**, meglio delle attese.
- **Spagna.** La seconda lettura del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe confermare la crescita di +0,4% t/t (-9,1% a/a), dopo il +16,4% t/t (-9,0% a/a) precedente. La salita è guidata dalla domanda

interna, mentre il commercio estero dovrebbe aver contribuito negativamente. Il 2020 dovrebbe, quindi, chiudersi con un calo dell'attività economica del -11,0%; al pesante ribasso seguirebbe un rialzo di circa il +6,0% quest'anno.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a febbraio è attesa in aumento marginale di 0,1% m/m, dopo +2,4% m/m di gennaio, grazie alla prevista ripresa dei consumi di servizi, spinti dalla domanda per utility a causa del maltempo. La spesa per beni dovrebbe flettere, segnando -3% m/m, in linea con le indicazioni delle vendite al dettaglio, ma mantenere il livello di febbraio significativamente al di sopra di quello di dicembre 2020, anche grazie a una probabile revisione verso l'alto del dato di gennaio. Il **reddito personale** dovrebbe essere in calo di -7,2% m/m dopo il 10% m/m di gennaio, per via della conclusione dell'accredito dei trasferimenti di 600 dollari attuato con la manovra di fine 2020. Il **tasso di risparmio** dovrebbe correggere a 13,5% da 20,5% di gennaio. Il **deflatore** dei consumi è previsto in aumento di 0,3% m/m (1,6% a/a), come a gennaio. La variazione del deflatore **core** dovrebbe rallentare a 0,1% m/m (1,5% a/a), dopo 0,3% m/m di gennaio. La componente sanità dovrebbe stabilizzarsi a febbraio dopo l'ampio aumento di gennaio.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a marzo (finale), dovrebbe segnare un ulteriore rialzo a 85 da 83 della lettura preliminare, sulla scia del costante miglioramento del quadro sanitario, della riapertura delle attività in molti stati e dell'accredito degli assegni da 1400 dollari erogati con l'American Rescue Plan.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (22 – 26 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 22/3	02:30	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	mar	4.7	%	
	02:30	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	mar	3.9	%	
	15:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		feb	6.69	Mln	6.51 6.55
Mar 23/3	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		gen	5.1	%	5.2
	08:00	GB	Retribuzioni medie		gen	4.7	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		gen	1.0	%	
	10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		gen	1.7	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		gen	-0.5	%	
	10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		gen	7.0	%	
	13:30	USA	Saldo partite correnti	*	T4	-178.5	Mld \$	
	15:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	feb	0.923	Mln	0.875 0.860
Mer 24/3	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		mar	51.4		
	08:00	GB	CPI m/m		feb	-0.2	%	
	08:00	GB	CPI a/a	*	feb	0.7	%	0.8
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	mar	45.6		
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	mar	56.1		
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	mar	45.7		46.0
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	mar	60.7		61.0
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	mar	45.7		46.0 46.9
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	mar	57.9		57.6 57.0
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	mar	48.8		49.2 49.0
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	mar	49.5		51.0
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	mar	55.1		55.6
	13:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	feb	3.4	%	1.2 1.5
	13:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	feb	1.3	%	0.9 0.9
	14:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	mar	58.6		58.8
	14:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		mar	59.5		60.2
	14:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	mar	59.8		
16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	mar	-14.8		-14.5 -15.2	
Gio 25/3	08:00	GER	Fiducia consumatori		apr	-12.9		
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	mar	97		97
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		feb	1.7	Mld €	
	11:00	EUR	M3 dest. a/a	*	feb	12.5	%	12.5 12.3
	13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	770	x1000	
	13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	4.124	Mln	
	13:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T4	prel 1.4	%	
	13:30	USA	PIL t/t ann. finale		T4	prel 4.1	%	4.1 4.1
	13:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T4	prel 2.0	%	
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		mar	-4.4		
Ven 26/3	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T4	prel -0.1	%	-0.1 -0.1
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	feb	-8.2	%	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		feb	-5.9	%	
	08:00	SPA	PIL t/t finale	*	T4	prel 0.4	%	0.4 0.4
	10:00	GER	IFO	**	mar	92.4		93.0 94.0
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		mar	90.6		91.6 93.0
	10:00	GER	IFO (attese)		mar	94.2		95.0 95.1
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		mar	101.4		100.7
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	mar	99.0		98.5
	13:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		feb	-83.7	Mld \$	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	feb	0.3	%	0.2 0.2
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	feb	2.4	%	0.1 0.1
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	feb	1.5	%	1.5 1.5
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	feb	1.5	%	1.6 1.6
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		feb	10.0	%	-7.2 -7.2
15:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		mar	prel 83.0		83.0 85.0	

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

Calendario degli eventi (22 – 27 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	22/3	13:00	EUR	Discorso di Knot (BCE)
		14:00	USA	* Discorso di Powell (Fed)
		14:00	EUR	Discorso di Weidmann (BCE)
		15:00	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		16:15	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		16:30	EUR	Discorso di Hernandez de Cos (BCE)
		18:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
		18:30	USA	Discorso di Quarles (Fed)
Mar	23/3	00:15	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		09:40	GB	Discorso di Haldane (BoE)
		10:55	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		11:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		12:50	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		14:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		15:00	USA	* Audizione di Powell (Fed) e Yellen (Tesoro) alla Camera
		15:10	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		18:30	USA	Discorso di Brainard (Fed)
		19:45	USA	Discorso di Williams (Fed)
		20:45	USA	Discorso di Brainard (Fed)
Mer	24/3	00:50	GIA	* BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di gennaio
		15:00	USA	* Audizione di Powell (Fed) e Yellen (Tesoro) alla commissione bancaria del Senato
		18:35	USA	Discorso di Williams (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
Gio	25/3	00:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
		10:30	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		10:30	USA	Discorso di Williams (Fed)
		15:30	USA	Discorso di Williams (Fed)
		17:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		18:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		18:00	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		18:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		20:45	USA	Discorso di Clarida (Fed)
--	UE	* Consiglio europeo		
Ven	26/3	00:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
		--	UE	* Consiglio europeo
Sab	27/3	10:30	EUR	Discorso di Lane (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

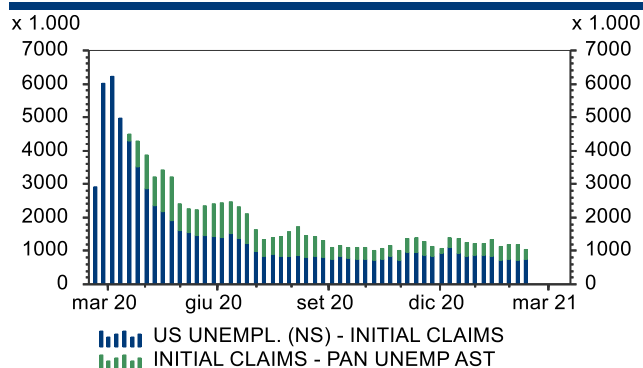
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	mar	12.10	14.50	17.4
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	gen	121.0	Mld \$	+90.8
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	feb	8.3 (5.9)	%	-0.1 -2.7
Vendite al dettaglio m/m	feb	7.6 (5.3)	%	-0.5 -3.0
Prezzi all'import m/m	feb	1.4	%	1.2 1.3
Produzione industriale m/m	feb	1.1 (0.9)	%	0.3 -2.2
Impiego capacità produttiva	feb	75.5 (75.6)	%	75.5 73.8
Scorte delle imprese m/m	gen	0.8 (0.6)	%	0.3 0.3
Indice Mercato Immobiliare NAHB	mar	84	83	82
Licenze edilizie	feb	1.886	Mln	1.750 1.682
Nuovi cantieri residenziali	feb	1.584 (1.580)	Mln	1.560 1.421
Richieste di sussidio	settim	725 (712)	x1000	700 770
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	4.142 (4.144)	Mln	4.070 4.124
Indice Philadelphia Fed	mar	23.1	23.0	51.8
Indice anticipatore m/m	feb	0.5	%	0.3 0.2

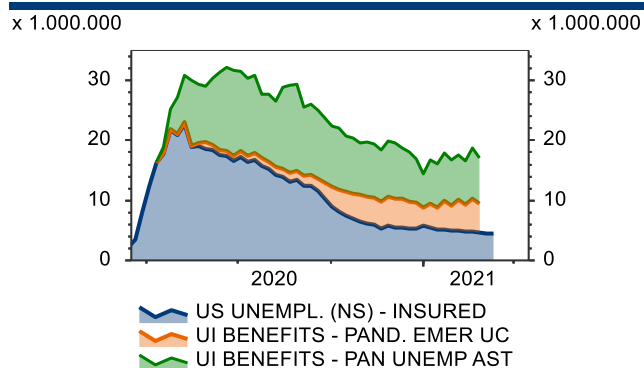
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione**, nella settimana conclusa il 13 marzo, aumentano a 770 mila da 725 mila. In termini non destagionalizzati, le nuove richieste sono pari a 746496, in rialzo di 24318 rispetto alla settimana precedente; a questi, si sommano i nuovi sussidi erogati con il programma federale Pandemic Unemployment Assistance, pari a 282394. I sussidi statali esistenti nella settimana conclusa il 6 marzo calano a 4,124 mln da 4,142 mln. I **sussidi totali** in essere nella settimana conclusa il 27 febbraio sono 18,216 mln, in calo di -1,9 mln rispetto alla settimana precedente. I rialzi dei sussidi sembrano indicare un rallentamento della dinamica occupazionale a marzo, anche se si rileva che una parte considerevole del rialzo è concentrata in pochi grandi Stati (NY, Texas). Un ulteriore dubbio sulla diffusione del miglioramento del mercato del lavoro è generato dal costante aumento del programma federale PEUC, che potrebbe essere collegato al calo dei sussidi statali dovuto al raggiungimento del limite di settimane disponibili per i disoccupati di lungo termine.

Nuove richieste di sussidi statali in modesto aumento a metà marzo



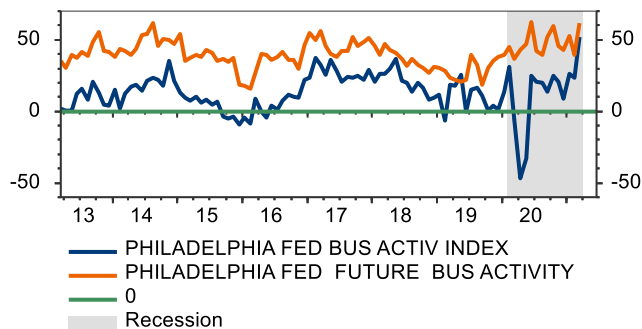
I sussidi statali esistenti continuano a calare



L'**indice della Philadelphia Fed** a marzo registra solidi aumenti sia per le condizioni correnti, sia per quelle a 6 mesi. L'indice corrente tocca il massimo da quasi 50 anni, salendo a 51,8 da 23,1 di febbraio con aumenti diffusi a tutte le componenti: ordini a 50,9 (massimo da 50 anni, +28), consegne a 30,2 (+9), occupati a 30,1 (+4,7), settimana lavorativa a 39,7 (+9). Gli indici di prezzo proseguono sul trend verso l'alto, con i prezzi pagati a 75,9, massimo dal 1980, e i prezzi ricevuti a 31,8 da 16,8. L'**indice generale a 6 mesi** sale a 61,6 (+22), con solidi rimbalzi per ordini, consegne e occupazione, le domande speciali del mese riguardano le difficoltà a reperire forza lavoro: le

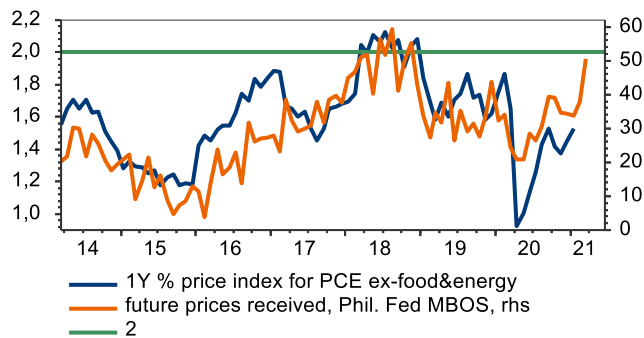
imprese riportano crescenti difficoltà a trovare manodopera qualificata (64%) e il 59% riporta squilibri fra le qualifiche richieste e le risorse disponibili, con circa il 45% che ha posizioni aperte che non è riuscito a coprire da più di tre mesi. L'indagine segnala quindi crescente ottimismo delle imprese riguardo all'espansione corrente e attesa e punta a un'accelerazione della ripresa.

Indici della Philadelphia Fed in rialzo a marzo



Fonte: Refinitiv Datastream

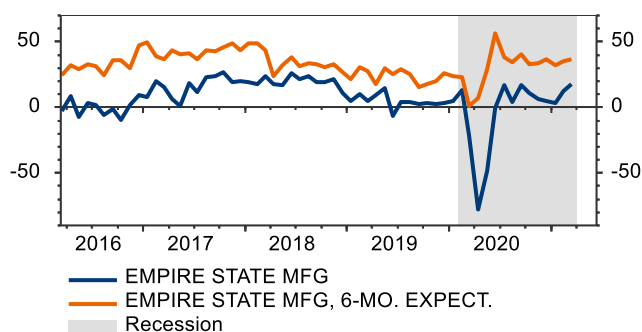
Anche gli indici di prezzo proseguono su trend verso l'alto



Fonte: Refinitiv Datastream

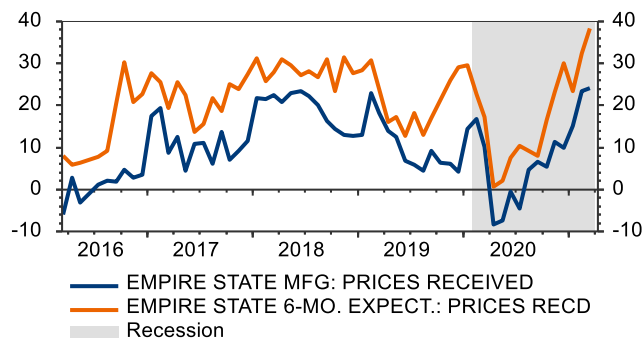
L'indice **Empire della NY Fed** è in risalita a marzo, a 17,4, sui massimi dall'estate scorsa, da 12,1 di febbraio, con indicazioni di ripresa in accelerazione. I nuovi ordini sono poco variati a 9,1, mentre le consegne balzano a 21,1(+17,1) sui massimi da prima della pandemia, e i tempi di consegna aumentano ulteriormente a 11,4 (massimo da un anno). Gli indici del mercato del lavoro sono misti (numero di occupati a 9,4 da 12,1 e settimana lavorativa a 10,9 da 9), ma sempre coerenti con l'espansione. I prezzi proseguono la marcia verso l'alto, con i prezzi pagati a 64,4 (+6,6) e i prezzi ricevuti a 24,2 (+0,8). Anche gli indici a 6 mesi sono positivi, con le condizioni generali a 36,4 (+1,5), gli ordini a 37,9 (+2,3), le consegne a 46,5 (+11,4), e un forte rialzo degli occupati a 31,4 (+14,8). I Prezzi ricevuti e pagati fra 6 mesi sono attesi a 38,3 e 64,4, rispettivamente. L'indagine segnala quindi ulteriore diffusione della crescita fra le imprese e miglioramento dello scenario, con accelerazione attesa dell'occupazione, in presenza di persistente aumento dei prezzi pagati e ricevuti.

Indici Empire in miglioramento a marzo



Fonte: Refinitiv Datastream

Indici dei prezzi ricevuti correnti e attesi in rialzo

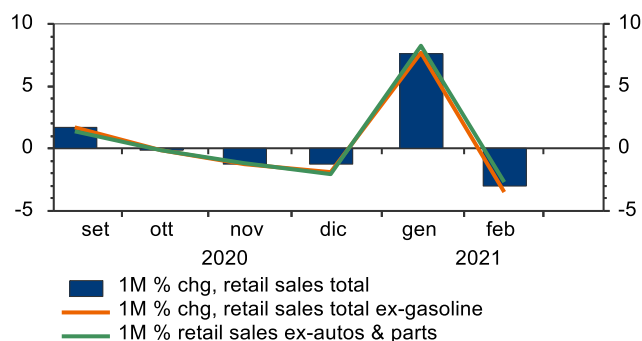


Fonte: Refinitiv Datastream

Le **vendite al dettaglio** di febbraio calano di -3% m/m, dopo 7,6% m/m di gennaio (rivisto da 5,3% m/m), nonostante la correzione di febbraio, nel bimestre gennaio-febbraio le vendite sono **in rialzo di 6% rispetto a dicembre 2020 e di 6,3% rispetto a febbraio 2020**. I dati mostrano una flessione di 3,1% m/m per il commercio al dettaglio (+9,5% a/a), di -4,2% m/m per le auto, -2,8% m/m per l'abbigliamento, -7,5% m/m per gli articoli sportivi, -2,5% m/m per i servizi di bar e ristorazione. Come mostrano i dati, le variazioni sono omogeneamente negative, a parte la

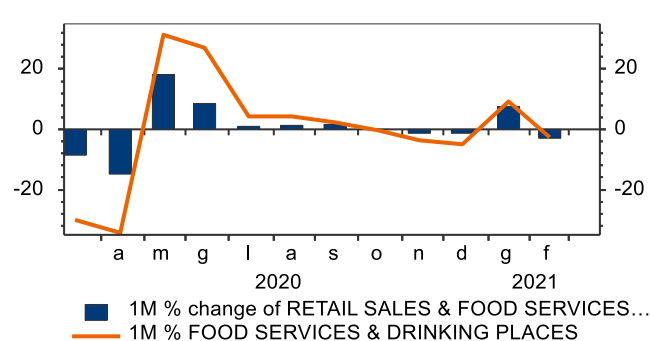
benzina (+3,6% m/m), e rappresentano **fisiologiche correzioni dopo i forti rialzi di gennaio** e reazioni al maltempo del mese scorso. Il trend è comunque in netto rialzo e rivela gli effetti delle due forze dominanti, al momento il sentiero dell'economia USA: miglioramento del quadro sanitario e arrivo dello stimolo fiscale. Un caso emblematico sono i servizi di bar e ristoranti che nel mese di gennaio hanno registrato un rialzo di 9,1% m/m e a febbraio sono in aumento di 7,3% rispetto a dicembre 2020, con indicazioni di normalizzazione di una parte dell'attività aggregativa. A marzo le vendite dovrebbero fare un nuovo balzo, sulla scia di ulteriore diffusione dei vaccini e dell'accredito di una parte consistente degli assegni da 1400 dollari erogati con l'American Rescue Plan.

Vendite al dettaglio in calo a febbraio, ma il bimestre gennaio-febbraio segna un aumento di 6% rispetto a dicembre 2020



Fonte: Refinitiv Datastream

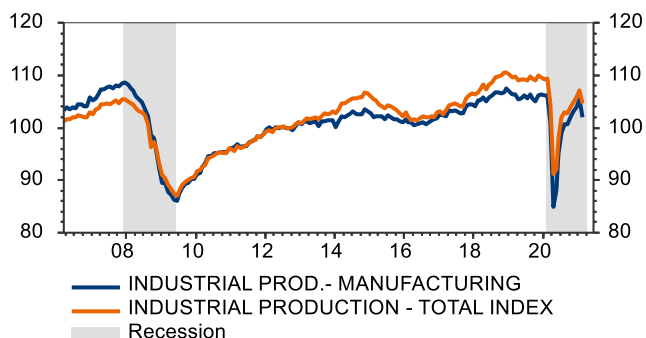
La normalizzazione del quadro sanitario emerge dalle vendite di servizi di bar e ristoranti, allineate alle vendite totali da gennaio



Fonte: Refinitiv Datastream

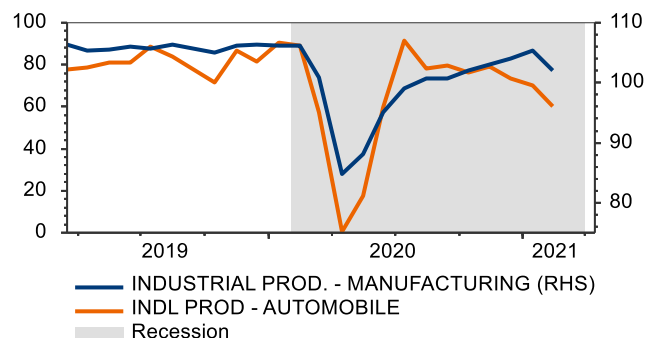
La **produzione industriale** a febbraio corregge di -2,2% m/m, spinta verso il basso dal manifatturiero (-3,1% m/m) e dall'estrattivo (-5,4% m/m), ma sostenuta dalle utility (+7,4% m/m). la performance di tutti i settori è stata pesantemente influenzata dal maltempo del mese scorso che ha colpito prevalentemente le aree centro-meridionali del paese. Al netto degli effetti climatici, secondo la Fed (che raccoglie e pubblica i dati), il manifatturiero avrebbe corretto di -0,5% m/m e l'estrattivo sarebbe salito di 0,5% m/m. Nel manifatturiero, molti settori hanno registrato correzioni comprese fra -1 e -3% m/m, e il calo più ampio si è registrato nel comparto auto e componenti, dove la variazione è stata di -8,3% m/m, dovuta non solo al maltempo ma anche alla carenza di semiconduttori. Con la normalizzazione del clima, la produzione industriale a marzo dovrebbe rimbalzare nella maggior parte dei settori anche sulla scia della domanda solida evidente dalle indagini di settore e dall'andamento degli ordini. Tuttavia, i colli di bottiglia all'offerta potrebbero rappresentare un fattore di freno all'espansione del manifatturiero in generale, e del settore auto in particolare, anche nei prossimi mesi, come evidenziato dal recupero molto graduale delle importazioni in tale segmento, ampiamente al di sotto della dinamica degli ordini. Honda ha annunciato ieri la chiusura per almeno una settimana della maggior parte dei suoi stabilimenti in USA, dopo che altri produttori americani avevano fermato la produzione a gennaio e febbraio per mancanza di semiconduttori.

Produzione industriale in calo a febbraio anche sulla scia del maltempo



Fonte: Refinitiv Datastream

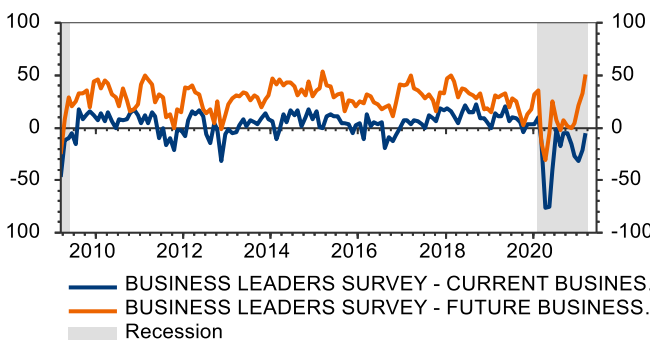
Il manifatturiero corregge spinto verso il basso dal settore auto



Fonte: Refinitiv Datastream

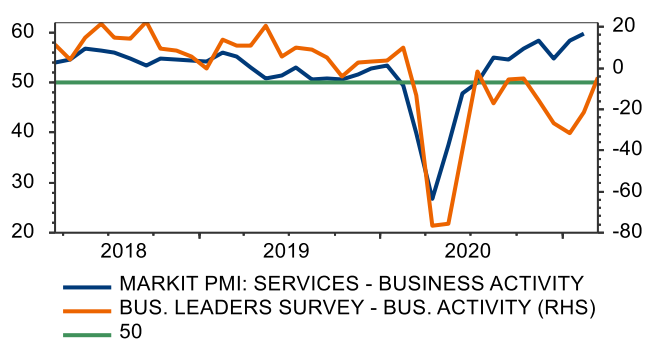
La **Business Leaders Survey** condotta dalla NY Fed presso le imprese nei servizi del distretto di NY a marzo registra un netto miglioramento delle condizioni correnti a -4,8, sui massimi da 5 mesi, e un ampio balzo delle aspettative a 6 mesi, che toccano 50,6, massimo da quando esiste la serie (2006). In generale, l'indagine continua a mostrare debolezza nel settore, con occupazione, ordini e spesa in conto capitale in flessione. A sei mesi, però, le imprese prevedono non soltanto un forte aumento dell'attività, ma anche un incremento dell'occupazione, sui massimi storici (a 44). Gli indici di prezzo sono in rialzo sia per il presente, sia per le aspettative a 6 mesi. L'indagine segnala che le imprese stanno incorporando nelle loro previsioni gli effetti della campagna vaccinale e dello stimolo fiscale.

Business Leaders Survey della NY Fed: aspettative di forte ripresa del settore dei servizi fra 6 mesi



Fonte: Refinitiv Datastream

La BLS indica un ritorno alla crescita dei servizi nell'area di NY a marzo



Fonte: Refinitiv Datastream

I nuovi **cantieri residenziali** a febbraio calano a 1,421 mln da 1,584 mln di gennaio, con una correzione di -10,8% m/m, ma un rialzo di 17% rispetto a febbraio 2020. Le **licenze** sono in calo di -10,3% m/m (-9,3% a/a), a 1,682 mln da 1,886 mln di gennaio. I dati di febbraio risentono pesantemente del maltempo, con neviccate e gelo inusuali soprattutto negli stati meridionali, come appare dalle correzioni particolarmente marcate di licenze e cantieri nel Sud. Al contrario, negli stati occidentali, unica area del paese non colpita da condizioni climatiche avverse il mese scorso, i cantieri sono in rialzo. La contrazione delle licenze potrebbe avere un impatto negativo sui cantieri a marzo, ma la normalizzazione del clima dovrebbe permettere un recupero dell'attività nel settore nei mesi successivi, pur in presenza del freno derivante dal trend verso l'alto dei tassi sui mutui.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Consumi delle famiglie a/a	gen	-0.6	%	-2.1	-6.1
PIL t/t, ann. finale	T4	12.7	%	12.8	11.7
PIL t/t finale	T4	3.0	%	3.0	2.8

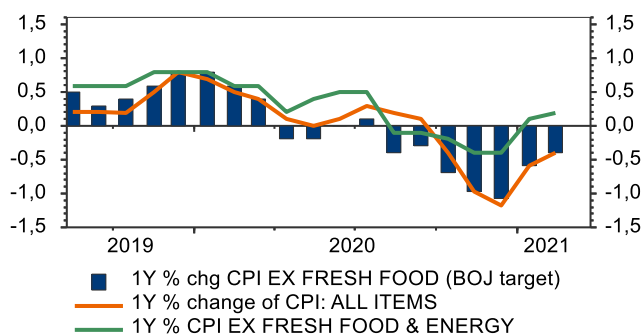
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **ordini di macchinari** a gennaio calano di -4,5% m/m, dopo 5,3% m/m di dicembre. Il risultato debole di gennaio probabilmente risente degli effetti dello stato di emergenza in vigore da inizio anno in particolare sugli ordini nel comparto non manifatturiero, ma anche il manifatturiero riporta una contrazione (-4,2% m/m dopo 10,3% m/m a dicembre). La variazione degli ordini per il 1° trimestre sulla base del dato di gennaio si attesta a -0,8% t/t, ma le aspettative sono per una ripresa nei prossimi mesi, con la revoca dello stato di emergenza in molte prefetture e sulla scia del trend sempre solido delle esportazioni. Gli **ordini dall'estero** sono infatti in rialzo a gennaio di 6,4% m/m (+10,3% t/t rispetto al 4° trimestre).

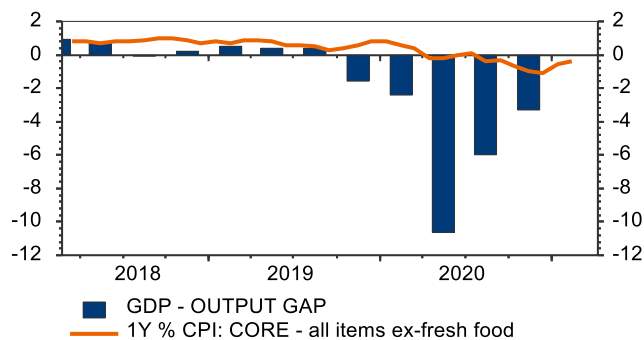
L'**inflazione** a febbraio risale, come atteso, a -0,4% a/a sia per l'indice *headline* sia per quello al netto degli alimentari freschi (*core*) da -0,6% a/a di gennaio. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia si mantiene in territorio positivo a 0,2% a/a da 0,1% a/a. Le variazioni mensili sono pari a 0,1% m/m per l'indice *headline* e per quello al netto degli alimentari freschi, mentre l'indice ex-energia e alimentari freschi è invariato. La variazione positiva dell'indice *core* è sostenuta da rialzi nell'abitazione (0,1% m/m), nei trasporti e comunicazione (0,2% m/m) e nell'abbigliamento, a fronte di correzioni per arredamento e ricreazione (-0,3% m/m). I beni registrano una flessione di -0,1% m/m, i servizi sono invariati. Il trend dell'inflazione nel resto dell'anno dovrebbe mantenersi modestamente verso l'alto, con un probabile ritorno in territorio positivo a partire da aprile, per via dell'effetto confronto con il 2020.

L'inflazione risale dopo il crollo del 2020



Fonte: Refinitiv Datastream

Output gap e inflazione



Fonte: Refinitiv Datastream. Stima output gap: Cabinet Office.

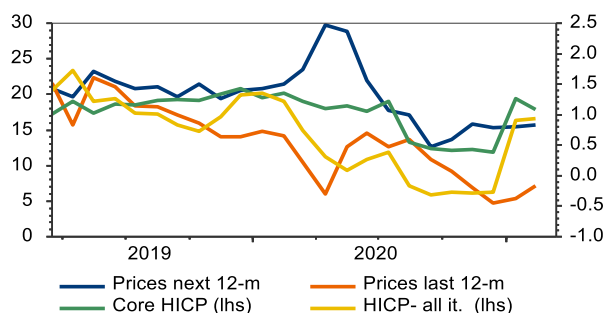
Area euro

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

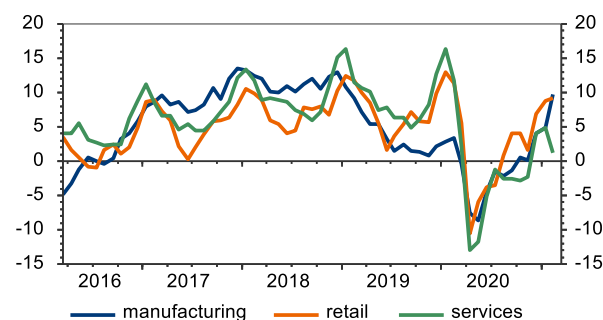
Area euro. La seconda lettura conferma un'inflazione stabile a +0,9% a/a. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è sceso a +1,2% a/a da +1,4% a/a precedente, in linea con la stima preliminare.

Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi ed inflazione percepita nei passati 12 mesi vs indice core e headline



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

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 degli alimentari freschi (+0,4% m/m); calano i prezzi dei beni manufatti (-0,2% m/m) per via dell'estensione dei saldi invernali in alcuni paesi. Sul dato di febbraio pesano ancora problemi di rilevazione dei prezzi. Nel 2021, l'indice dei prezzi è atteso all'1,4% in media annua ma sulla previsione insistono rischi al rialzo. L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere un primo picco tra aprile e maggio, e un secondo a settembre, entrambi su livelli attorno all'1,8%.

Area euro. In gennaio, la produzione nelle costruzioni è cresciuta di 0,8% m/m (+0,1% a/a). Il dato di dicembre è stato oggetto di una ampia revisione da -1,6% m/m a -0,1% m/m, a seguito della quale ora si prospetta nel primo trimestre 2021 una variazione positiva circa pari a quella del 4° trim. 2020 (ora indicata in +1,0% t/t).

Germania. L'indice ZEW di fiducia economica di marzo è cresciuto ben al di sopra delle attese, a 76,6 da 71,2 precedente. Anche la valutazione della situazione corrente ha mostrato un miglioramento, a -61,0 da -67,2 di febbraio. Il rialzo di questo mese è legato all'allentamento delle

misure restrittive sulle attività commerciali; l'indice dovrebbe risalire, soprattutto nella componente sulla situazione corrente, nei prossimi mesi.

Francia. Nella seconda lettura del dato di febbraio l'istituto INSEE ha rivisto al rialzo l'**inflazione**, di due decimi sull'indice nazionale (a +0,6% a/a, stabile rispetto al mese precedente), e di un decimo sulla misura armonizzata (a +0,8% a/a, stabile rispetto al mese precedente). Sul mese i prezzi al consumo hanno registrato una crescita zero su entrambi gli indici. Le pressioni al rialzo sono venute dall'energia (+2,5% m/m); si registra, invece, un contributo marginale dei servizi (+0,2% m/m) e negativo del manifatturiero (-0,9% m/m, per via dei saldi invernali) e degli alimentari freschi (-1,8% m/m). L'inflazione dovrebbe risalire nei prossimi mesi; il 2021 potrebbe chiudersi con un'inflazione media annua dell'1,0% sull'indice nazionale e dell'1,1% sull'armonizzato.

Italia. A gennaio, dopo il calo di dicembre, entrambi i **flussi commerciali con l'estero** sono tornati ad aumentare su base congiunturale (esportazioni +2,3%, importazioni +1,2% m/m). L'incremento dell'export è dovuto all'aumento delle vendite verso l'area UE. Tuttavia, su base annua, entrambi i flussi sono tornati a diminuire (l'export a -8,5% da +3,3% di dicembre, l'import a -11,6% da -1,7%). Numerosi settori mostrano un ampio calo delle vendite all'estero (abbigliamento -23,1%, raffinazione -36,5%, articoli in pelle -17,1%, farmaceutici -9% e alimentari -7,2%); viceversa, risultano in aumento le vendite di autoveicoli (+6,5%), gli apparecchi elettrici (+5,3%), i prodotti dell'agricoltura (+8,4%) e computer, apparecchi elettronici e ottici (+0,8%). Su base annua, i Paesi che contribuiscono in misura più ampia alla flessione dell'export sono Stati Uniti (-20,6%), Regno Unito (-37,4%), Francia (-7,0%) e paesi OPEC (-17,4%). Solo le vendite verso Cina (+29,2%), Polonia (+5,8%), Germania (+0,9%) e paesi MERCOSUR (+8,2%) risultano in crescita.

Italia. A gennaio, la **produzione nelle costruzioni** ha messo a segno un rimbalzo di +4,5% m/m, dopo il calo di -4,2% registrato a dicembre. Su base annua (corretta per gli effetti di calendario) l'output è rimasto in negativo, a -1,5% da -1,2% del mese precedente. Dopo la flessione di -3,2% nel 4° trimestre 2020, la produzione è in rotta per un aumento di 0,8% t/t nel 1° trimestre: il settore dovrebbe tornare pertanto a dare un contributo positivo al PIL.

Italia. La **seconda stima dei prezzi al consumo** di febbraio ha confermato la lettura preliminare, per un'inflazione in salita a +0,6% a/a da +0,4% di gennaio 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 soprattutto la componente energetica (+1% m/m), per via dei carburanti (che mostrano rincari superiori al 2% su base mensile). L'inflazione "di fondo" è stata rivista al ribasso di un decimo, a 0,9% a/a, comunque in salita dallo 0,8% di gennaio. 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

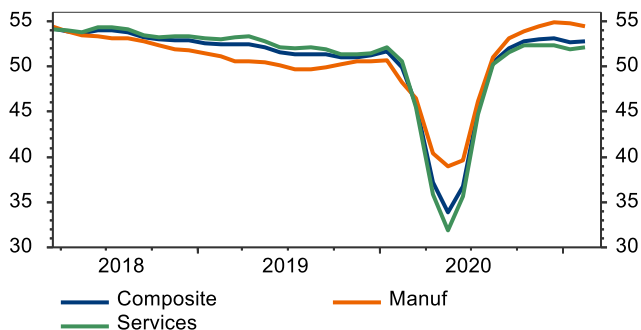
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
CPI m/m	feb	1.0	%	0.4
CPI a/a	feb	-0.3	%	-0.2
PPI a/a	feb	0.3	%	1.5
M2 a/a	feb	9.4	%	9.4
Nuovi prestiti bancari (flusso)	feb	3580.0	Mld ¥ CN	950.0
Finanza sociale aggregata (flusso)	feb	5170.00	Mld ¥ CN	950.00

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

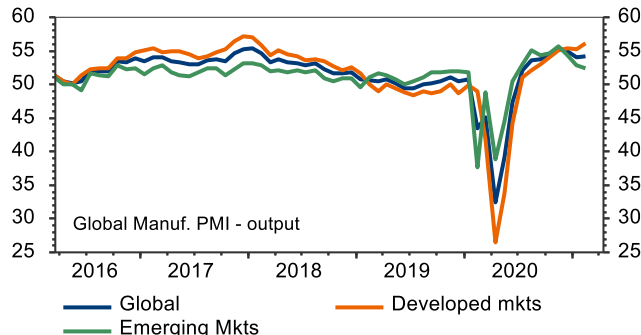
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



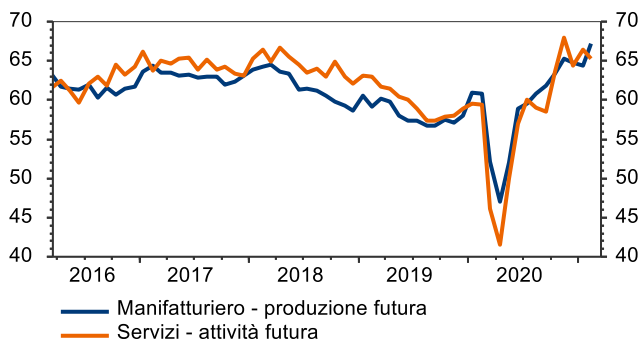
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



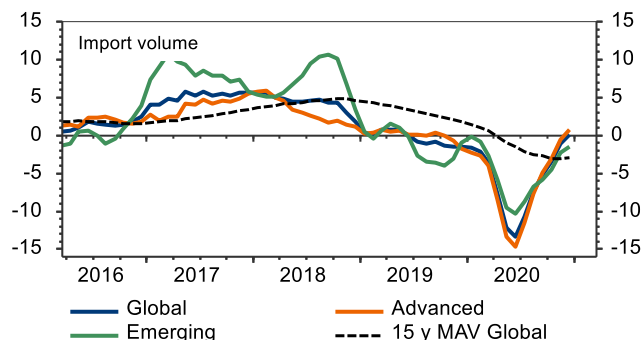
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



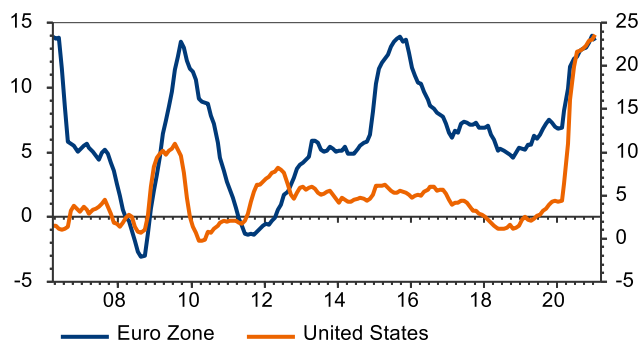
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



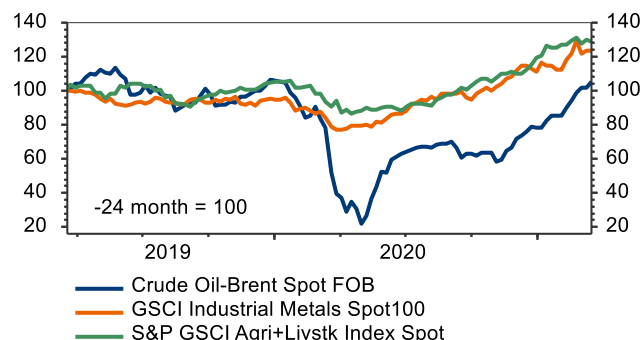
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

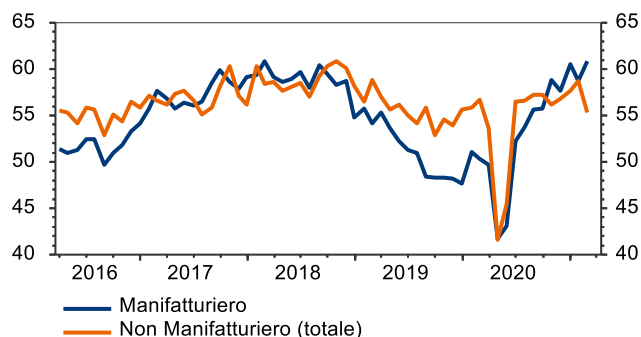
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

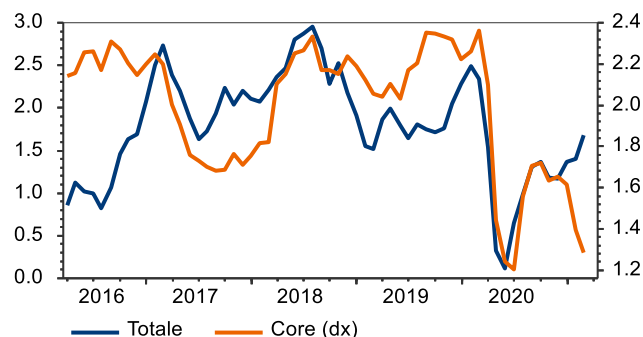
Stati Uniti

Indagini ISM



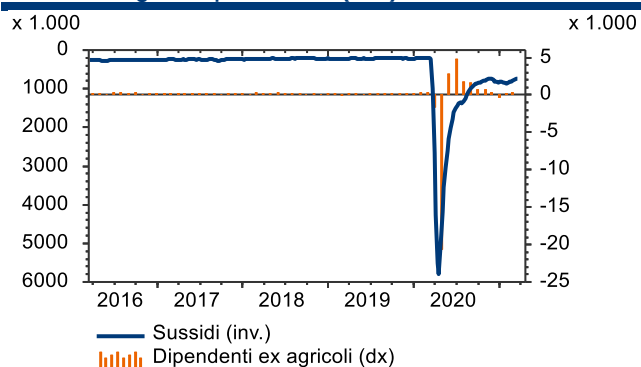
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



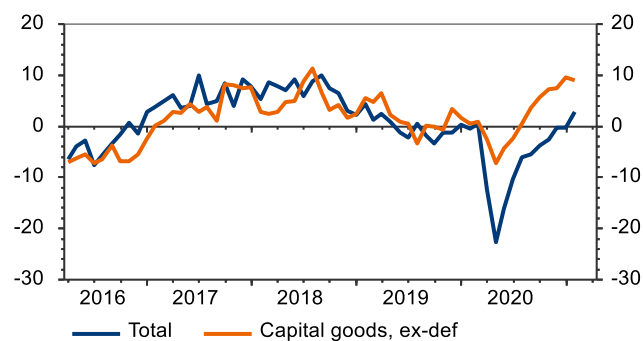
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

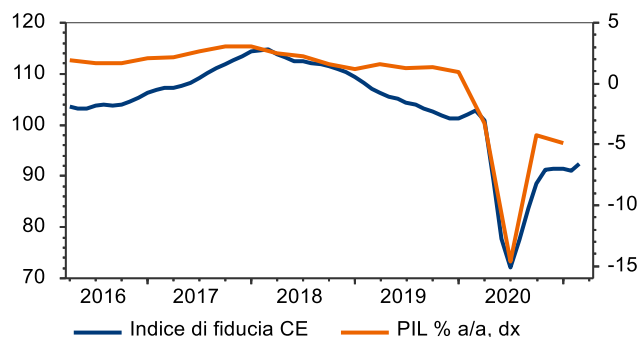
Previsioni

	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	-6.7	5.1	2.1	-1.7	-13.0	9.4	2.2	1.0	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.

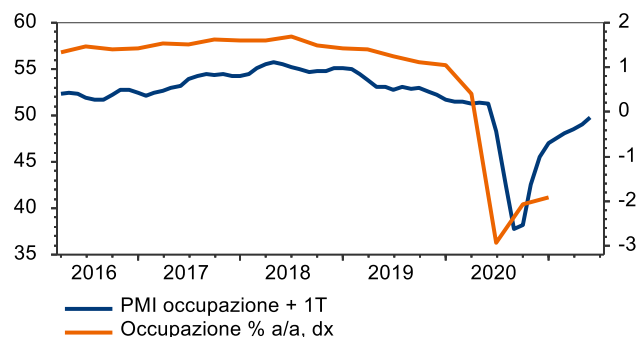
Area euro

PIL



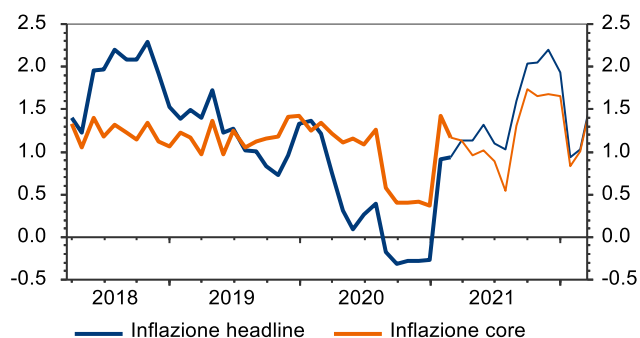
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	1.0
marzo	0.7	1.1	1.6
aprile	0.3	1.1	1.9
maggio	0.1	1.3	1.9
giugno	0.3	1.1	1.8
luglio	0.4	1.0	1.5
agosto	-0.2	1.6	1.6
settembre	-0.3	2.0	1.9
ottobre	-0.3	2.0	1.8
novembre	-0.3	2.2	1.7
dicembre	-0.3	1.9	1.8

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	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				
- t/t				-3.8	-11.6	12.5	-0.7	-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				
Investimenti fissi	-8.5	6.3	4.6	-5.9	-16.1	13.9	1.6	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				
Esportazioni	-9.8	9.5	5.2	-3.7	-18.8	16.7	3.5	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				
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				
Partite correnti (% PIL)	2.6	2.6	2.7												
Deficit pubblico (% PIL)	-8.8	-5.2	-3.6												
Debito pubblico (% PIL)	101.7	102.0	100.4												
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	1.4	1.6	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.0	1.2	1.6	2.1				
Produzione industriale (a/a)	-8.7	9.5	4.0	-6.1	-20.2	-6.9	-1.6	4.3	24.1	7.9	4.2				
Disoccupazione (%)	7.9	8.4	7.9	7.3	7.6	8.6	8.2	8.2	8.3	8.4	8.7				
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				

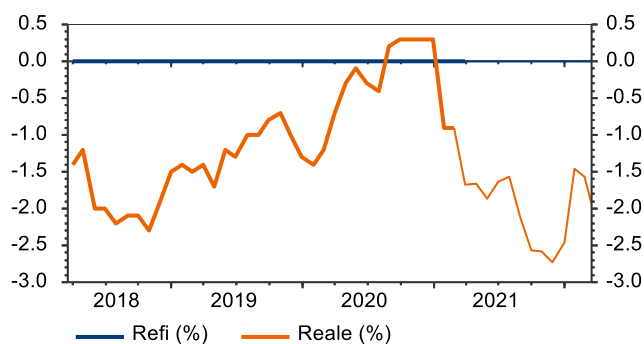
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	18/3	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	-0.56	-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

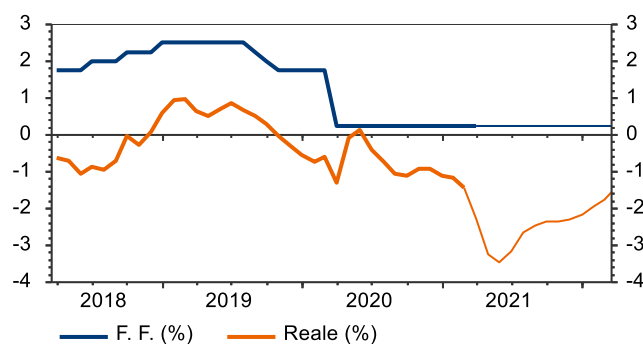


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	18/3	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	0.19	0.18	0.19	0.20	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

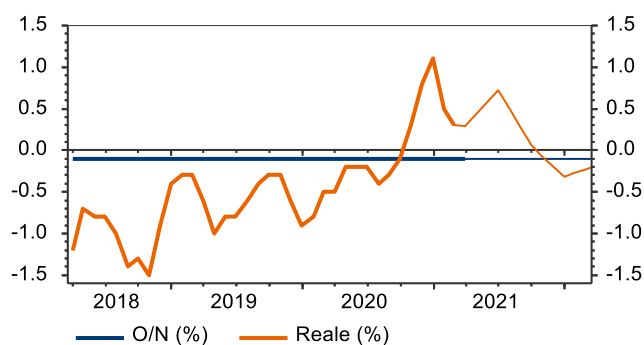


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	18/3	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	-0.08	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

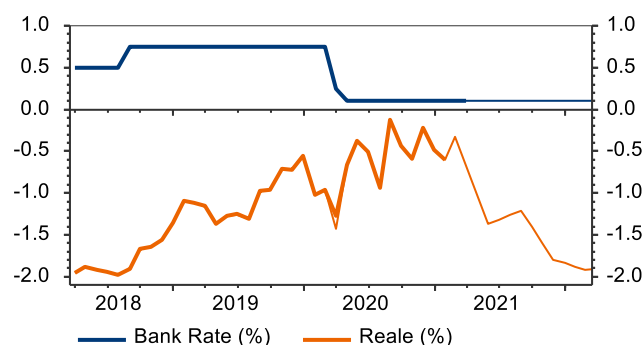


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	18/3	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	0.05	0.05	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	19/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.08	1.18	1.23	1.21	1.1908	1.17	1.16	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	111	110	104	103	106	108.73	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.33	1.17	1.30	1.35	1.40	1.3942	1.37	1.36	1.37	1.42	1.44
EUR/CHF	1.14	1.05	1.08	1.08	1.09	1.1050	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16
EUR/JPY	127	119	123	127	128	129.48	127	128	130	133	138
EUR/GBP	0.86	0.93	0.91	0.91	0.87	0.8540	0.86	0.85	0.84	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