

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Un'iniezione di fiducia, ma ancora per pochi.** La morsa della pandemia sull'economia mondiale inizia ad allentarsi, anche per merito delle campagne vaccinali. Il recupero del 2021 sarà trainato da Asia e Stati Uniti. Il rimbalzo dell'inflazione è amplificato da fattori transitori: i picchi del 2021 non saranno replicati nel 2022. Le politiche monetarie resteranno molto accomodanti, ma nel 2022 si dovrebbe verificare un primo rallentamento degli acquisti di titoli. Resta il problema che la diffusione dei vaccini è limitata a pochi paesi avanzati: oltre a precludere una piena normalizzazione, tale situazione ci espone al rischio che nuove varianti riducano gli effetti dei vaccini, frenandola.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana vedrà il completamento della tornata di indagini di fiducia di marzo: saranno diffusi l'indice composito della Commissione Europea, la seconda lettura del PMI manifatturiero e la fiducia dei consumatori in Francia. Sarà confermato il netto rimbalzo dei principali indicatori a marzo, sulla scia delle buone notizie sull'offerta di vaccini e della ripresa del commercio internazionale; il trend di recupero dovrebbe continuare nei prossimi mesi. La stima flash sui prezzi al consumo di marzo dovrebbe vedere una risalita su base mensile, trainata dall'energia, con una variazione annua in crescita rispetto al mese scorso sia nell'eurozona che in molti dei principali Paesi. Nello stesso mese, la disoccupazione è attesa stabile in Germania. Infine, i consumi di febbraio dovrebbero aver registrato un miglioramento sia in Francia, che in Germania.

L'agenda dei dati negli **Stati Uniti** sarà fitta la prossima settimana, con le principali informazioni macroeconomiche di marzo. L'*employment report* dovrebbe registrare un ulteriore rafforzamento, con una crescita di occupati vicina a 600 mila, un calo del tasso di disoccupazione al 6,1% e un aumento della partecipazione. L'ISM manifatturiero dovrebbe essere in miglioramento da livelli già storicamente elevati, e la fiducia dei consumatori dovrebbe confermare l'apertura di una fase di trend in rialzo. La spesa in costruzioni di febbraio è prevista in calo, in parte sulla scia del maltempo del mese scorso.

26 marzo 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

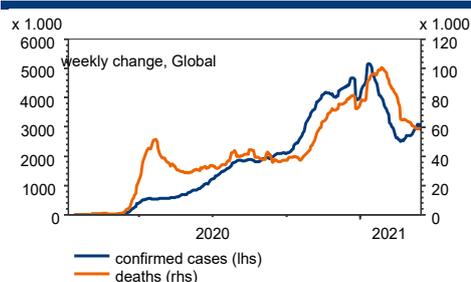
**Luca Mezzomo**  
Economista

**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

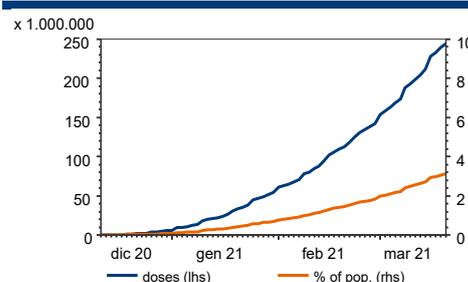
**Aniello Dell'Anno**  
Economista - Area euro

COVID-19: nuovi casi in crescita da un mese



Fonte: Our World In Data, OMS, Refinitiv

Vaccini contro COVID-19: dosi somministrate



Fonte: Our World In Data, Refinitiv

## Il punto

**Un'iniezione di fiducia, ma ancora per pochi.** La morsa della pandemia sull'economia mondiale inizia ad allentarsi, anche per merito delle campagne vaccinali. Il recupero del 2021 sarà trainato da Asia e Stati Uniti. Il rimbalzo dell'inflazione è amplificato da fattori transitori: i picchi del 2021 non saranno replicati nel 2022. Le politiche monetarie resteranno molto accomodanti, ma nel 2022 si dovrebbe verificare un primo rallentamento degli acquisti di titoli. Resta il problema che la diffusione dei vaccini è limitata a pochi paesi avanzati: oltre a precludere una piena normalizzazione, tale situazione ci espone al rischio che nuove varianti riducano gli effetti dei vaccini, frenandola.

L'impatto della pandemia sull'attività economica globale sta diventando sempre più diversificato geograficamente. La differenziazione dipende da fattori demografici, livello di sviluppo, efficacia delle strategie di contenimento e delle campagne di vaccinazione, intensità delle misure fiscali compensative, diffusione di nuove varianti. **Il continente europeo è quello che ha osservato il mix peggiore** di mortalità complessiva collegata a COVID-19 e contrazione del PIL: nell'ondata autunnale neppure la Germania è riuscita a distinguersi positivamente. In generale, però, nella seconda ondata anche in Europa le misure di contenimento sono state più selettive e meglio contrastate da misure fiscali compensative, sicché la contrazione del PIL è stata molto più contenuta rispetto alla primavera 2020. Attualmente l'incidenza dei nuovi casi sta risalendo di nuovo dopo il rallentamento di gennaio e inizio febbraio; in Europa, dove alcuni paesi sono già stati costretti a reintrodurre misure restrittive di contenimento, la pandemia potrebbe rallentare la ripresa primaverile.

Dove è più avanti, la **campagna vaccinale** sta dimostrando di poter incidere sulla resilienza del sistema sanitario, configurandosi come un **fattore determinante di ripresa**. Tuttavia, gran parte dei paesi emergenti restano al margine del processo e, fra quelli avanzati, l'Europa (eccezion fatta per il Regno Unito) e il Giappone hanno un divario da recuperare rispetto agli Stati Uniti, pari ad almeno un trimestre nel caso dell'Unione Europea, e almeno a tre trimestri nel caso del Giappone (che però può contare su un sistema di contenimento molto più efficace di quello europeo). Le dosi somministrate rappresentano poco più del 3% della popolazione mondiale. Nei prossimi mesi la disponibilità di vaccini si amplierà con l'ingresso di nuovi prodotti, e si attende un'intensificazione del flusso di somministrazioni giornaliere. Negli Stati Uniti, l'immunità di gregge potrebbe essere conseguita entro luglio. L'Unione Europea ha come obiettivo ufficiale il mese di settembre; tale obiettivo però non sarà conseguibile senza una radicale accelerazione delle somministrazioni. Per riportare l'impatto su mortalità e sistema sanitario entro livelli gestibili senza particolari limitazioni potrebbe essere sufficiente immunizzare soggetti fragili e la popolazione sopra i 60 anni di età, oltre a introdurre un controllo rigoroso degli spostamenti transfrontalieri per prevenire l'ingresso di varianti in grado di aggirare la risposta immunitaria creata dai vaccini. In effetti, un significativo rischio per lo scenario è proprio costituito dalla possibilità che i paesi ove la circolazione del virus è vivace facciano da incubatori di varianti che rendano inefficaci i vaccini disponibili. Per ridurre tale rischio, in futuro sarà necessario estendere la campagna vaccinale anche ai paesi emergenti.

### La previsione economica nello scenario principale

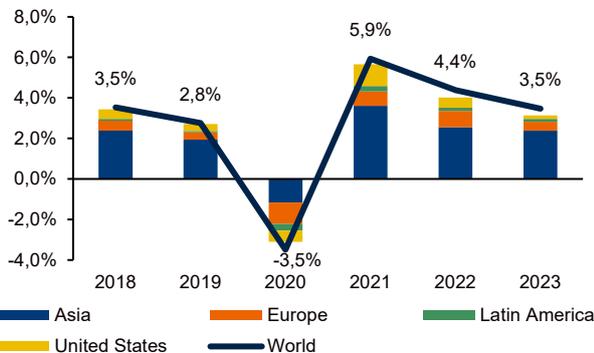
Lo scenario principale mantiene l'ipotesi di tre mesi fa riguardo all'ondata di contagi, ma accentuando i suoi effetti negativi sull'economia europea nel primo semestre 2021. Lo scenario mantiene anche l'ipotesi che successivamente si avvii un graduale processo di normalizzazione nei settori soggetti alle maggiori restrizioni (turismo, viaggi, ristorazione), che però arriverebbe a compimento soltanto nel 2023. **Le politiche fiscali continuano a essere orientate al sostegno della domanda**, anche se i deficit pubblici calano grazie al rientro di molte misure emergenziali non più necessarie e agli effetti della ripresa economica su entrate tributarie e spesa sociale. Rispetto a tre mesi fa, lo scenario incorpora gli effetti del notevole stimolo fiscale approvato negli Stati Uniti, mentre rivede al rialzo le stime sui saldi di finanza pubblica nell'area dell'euro.

**Gli effetti della pandemia stanno diventando più localizzati**

**I vaccini funzionano, ma pochi paesi possono sperare nella piena copertura della popolazione entro fine anno**

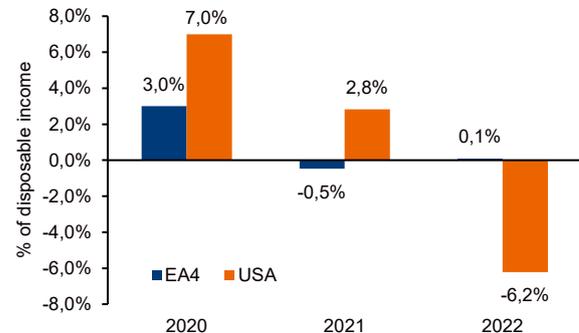
**Lo scenario di base ipotizza uno sviluppo relativamente benigno della pandemia e incorpora un maggiore sostegno delle politiche fiscali**

### L'Asia guida il rimbalzo dell'economia mondiale, assieme agli Stati Uniti



Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo. L'aggregato è in US\$, a cambi e prezzi fissi. Lo scarto fra crescita e somma degli istogrammi è il contributo di regioni qui non rappresentate

### Gli Stati Uniti hanno compensato una cattiva gestione della pandemia con massicci trasferimenti alle famiglie, oltre che con una rapida campagna vaccinale



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo. Nota: EA4=Germania, Francia, Italia e Spagna

I contributi alla crescita del PIL mondiale evidenziano il contributo predominante dell'Asia al rimbalzo 2021, seguito da quello degli Stati Uniti, aumentato significativamente rispetto alla stima di dicembre. L'Europa recupera la caduta del 2020 soltanto nell'arco di un biennio. Il **ritardo della ripresa europea** rispetto a quella statunitense non riflette una peggiore gestione della crisi pandemica (la mortalità relativa è stata elevata, come negli Stati Uniti), ma piuttosto l'attivazione più aggressiva di compensazioni fiscali che ha caratterizzato la risposta degli Stati Uniti, e l'impatto del più rapido programma di vaccinazioni sulla ripresa nel terziario. L'incremento dei trasferimenti pubblici alle famiglie è stato più che doppio in percentuale del reddito disponibile delle famiglie, e ha portato alla più forte crescita dei redditi dal 2000. Dal 2021 (area euro) o dal 2022 (Stati Uniti) tale sostegno pubblico sarà ritirato, ma i rischi per i consumi sono limitati: innanzi tutto, esso sarà largamente rimpiazzato dalla crescita endogena del reddito; inoltre, la crisi ha lasciato in eredità un eccesso di risparmio che sarà riassorbito nei prossimi anni. Lo scenario include un ritorno della propensione media al risparmio ai livelli pre-crisi nel 2022 negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre il livello resta più elevato rispetto al 2019 nell'area euro, in Canada e in Giappone. L'area dell'euro ha quindi un potenziale di recupero che potrebbe dispiegarsi a partire dal prossimo anno, derivante sia dalla maggior quota di valore aggiunto ancora bloccata a causa della pandemia, sia dalla possibilità che la ripresa della propensione al risparmio si riveli più rapida di quanto oggi ipotizzato.

**Le proiezioni di inflazione per il 2021 sono state riviste al rialzo** e, in effetti, l'anno è iniziato con notevoli sorprese, nell'Eurozona in particolare. L'aumento dell'inflazione è *indirettamente* legato alla revisione delle aspettative di crescita, ma non perché si tratti di inflazione "da domanda". In effetti, **riflette in larga misura l'aumento delle quotazioni petrolifere**, rimbalzate grazie alle aspettative di una più robusta ripresa economica e alla riduzione dell'incertezza. La sola revisione al rialzo delle quotazioni petrolifere aumenta l'inflazione media del 2021 di 1,1 punti percentuali negli Stati Uniti e 1,0 punti nell'Eurozona, mentre riduce di 2-3 decimi le proiezioni per il 2022. L'inflazione è sostenuta da **altri fattori transitori**: scarsità di semiconduttori, aumenti dei noli marittimi e, in Europa, il ritorno dell'IVA a livelli normali in Germania e il cambiamento del paniere di riferimento. Tuttavia, **le nostre proiezioni sull'inflazione sottostante non sono mutate significativamente**. Nel medio termine, la revisione al rialzo delle stime di crescita ha migliorato le prospettive, accorciando i tempi per il riassorbimento dell'*output gap*. Però perfino negli Stati Uniti non si prevede il recupero dei livelli pre-crisi di disoccupazione prima del 2023, e si può dubitare che il costo del lavoro possa registrare una dinamica molto sostenuta in tali condizioni. D'altronde, anche nel 2019 i bassi livelli di disoccupazione non erano stati associati a tensioni sui salari e sui costi di produzione. Inoltre, una parte significativa della crescita 2021-22 deriverà dal ritorno di settori con elevato eccesso di offerta a condizioni normali di utilizzo della capacità, ed

**Il rimbalzo del PIL mondiale nel 2021 è trainato da Asia e Stati Uniti...**

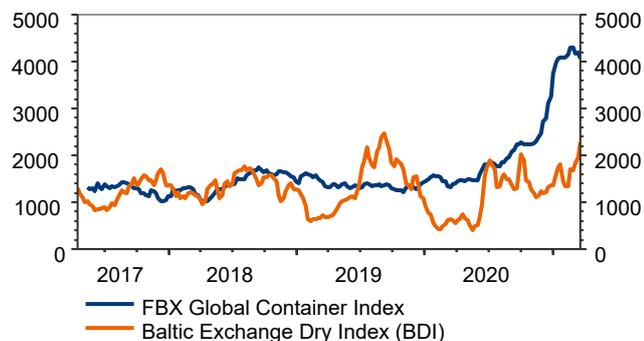
**...l'area dell'euro potrebbe recuperare parte del ritardo con gli Stati Uniti dal 2022**

**Inflazione: il rincaro delle materie prime e altri fattori transitori gonfiano la dinamica 2021...**

**...ma non ci attendiamo tensioni nel medio termine**

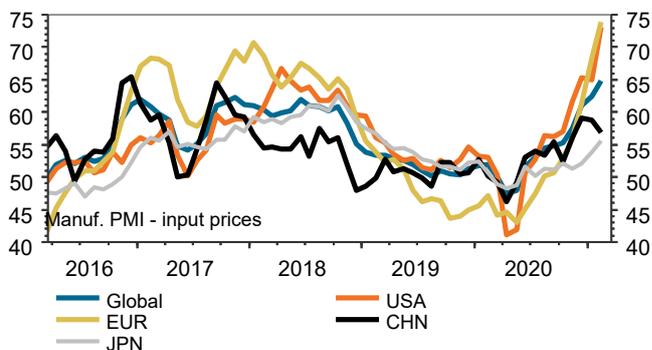
è improbabile che ciò sia associato a pressioni inflazionistiche. La situazione cambierebbe se lo stimolo fiscale divenisse più duraturo, portando a una situazione di persistente eccesso di domanda.

#### Forte rincaro dei noli tra fine 2020 e inizio 2021



Fonte: Freightos, Refinitiv

#### Pressioni di breve termine sui costi non da lavoro, più diffuse in Europa e Stati Uniti che in Asia



Fonte: IHS Markit

**Le politiche monetarie restano molto accomodanti.** Con l'avvio della ripresa post-pandemica e la drastica revisione al rialzo delle proiezioni di crescita, non ci aspettiamo nuovi stimoli né nell'Eurozona, né negli Stati Uniti. L'orientamento di politica monetaria potrebbe subire una prima correzione nel 2022, con l'avvio della riduzione degli acquisti negli Stati Uniti e la cessazione degli acquisti netti nell'ambito del PEPP nell'area dell'euro a partire dal mese di aprile. A causa dei diversi tempi della ripresa, i primi segnali di svolta dovrebbero arrivare dagli Stati Uniti. Nel medio termine, la politica monetaria resterà fortemente condizionata dagli elevati livelli di debito pubblico e privato accumulati dal 2008 in poi, fattore che imporrà grande cautela nel ridurre i reinvestimenti delle scadenze e nell'avviare il rialzo dei tassi. In effetti, non ci attendiamo rialzi dei tassi ufficiali prima dello scorcio finale del 2023.

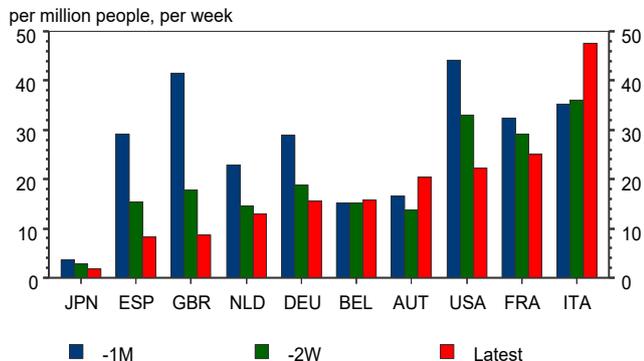
**Politiche monetarie: riduzione degli acquisti netti dal 2022, ma l'atteggiamento resterà molto cauto**

#### I rischi

In questo momento, nei paesi avanzati, **gli scenari di rischio connessi alla pandemia sono di tre tipi:** (1) distribuzione dei vaccini più lenta delle previsioni (più rilevante in Europa o Giappone), (2) riduzione della loro efficacia per la diffusione di varianti resistenti (rischio globale, ma più significativo ove i programmi sono in pieno sviluppo); (3) nuove ondate di contagio che impongano restrizioni economiche significative (Eurozona nel breve termine, diversi paesi emergenti, potenzialmente Giappone). La gamma di scenari alternativi possibili è molto ampia. Ipotezzando problemi diffusi che ritardino la normalizzazione di circa un anno, **la crescita mondiale sarebbe più bassa di 0,4 punti percentuali nel 2021 e di 0,2 punti nel 2022.** Lo scenario più pericoloso per il clima di fiducia e con le maggiori implicazioni per i mercati finanziari è quello di inefficacia dei vaccini, che potrebbe essere associato a un nuovo aumento dell'avversione al rischio e a un rinvio di parecchi mesi della svolta sul fronte della politica monetaria.

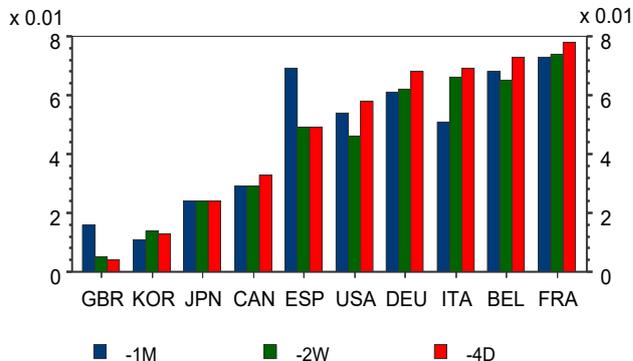
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



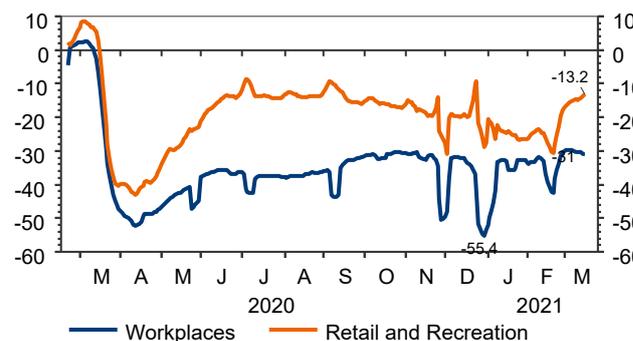
Fonte: OurWorldInData

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



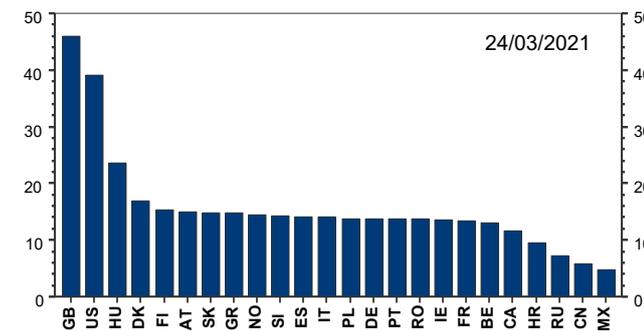
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



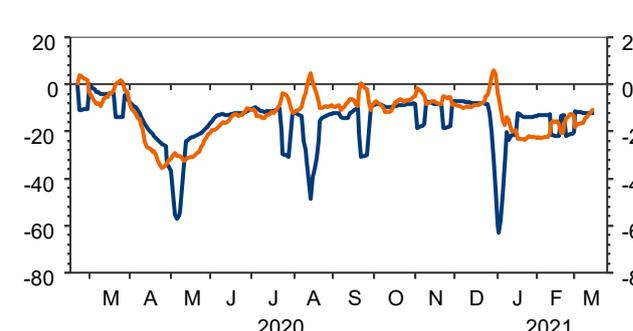
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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 vedrà il completamento della tornata di indagini di fiducia di marzo: saranno diffusi l'indice composito della Commissione Europea, la seconda lettura del PMI manifatturiero e la fiducia dei consumatori in Francia. Sarà confermato il netto rimbalzo dei principali indicatori a marzo, sulla scia delle buone notizie sull'offerta di vaccini e della ripresa del commercio internazionale; il trend di recupero dovrebbe continuare nei prossimi mesi. La stima flash sui prezzi al consumo di marzo dovrebbe vedere una risalita su base mensile, trainata dall'energia, con una variazione annua in crescita rispetto al mese scorso sia nell'eurozona che in molti dei principali Paesi. Nello stesso mese, la disoccupazione è attesa stabile in Germania. Infine, i consumi di febbraio dovrebbero aver registrato un miglioramento sia in Francia, che in Germania.

L'agenda dei dati negli **Stati Uniti** sarà fitta la prossima settimana, con le principali informazioni macroeconomiche di marzo. L'*employment report* dovrebbe registrare un ulteriore rafforzamento, con una crescita di occupati vicina a 600 mila, un calo del tasso di disoccupazione al 6,1% e un aumento della partecipazione. L'ISM manifatturiero dovrebbe essere in miglioramento da livelli già storicamente elevati, e la fiducia dei consumatori dovrebbe confermare l'apertura di una fase di trend in rialzo. La spesa in costruzioni di febbraio è prevista in calo, in parte sulla scia del maltempo del mese scorso.

### Lunedì 29 marzo

- Nessun dato rilevante in uscita.

### Martedì 30 marzo

#### Area euro

- **Area euro.** L'**indice ESI** di fiducia economica elaborato dalla **Commissione Europea** è atteso nuovamente in crescita a marzo, a 95,0 punti da 93,4 precedente. Anche l'indice per l'industria è atteso in miglioramento, a -1,8 punti, mentre i servizi dovrebbero registrare un recupero solamente marginale (-16,5 da -17,1 precedente). Ad ogni modo, l'indagine congiunturale di marzo continuerebbe a risentire dell'incertezza legata alla risalita della curva dei contagi. Il dato finale dell'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare la stima preliminare a -10,8 punti.
- **Germania.** La stima flash dai *Länder* dovrebbe indicare che a marzo i **prezzi al consumo** sono cresciuti di cinque decimi sia sull'indice domestico, che sull'armonizzato. Di riflesso l'inflazione è attesa accelerare all'1,7% a/a sull'indice nazionale e al 2,0% a/a su quello armonizzato. I prezzi dovrebbero risalire nei prossimi mesi.
- **Francia.** A marzo, l'indice di **fiducia dei consumatori** è atteso in aumento a 92 da 91 precedente. Sulla ripresa del morale peserebbe l'incertezza legata all'aumento dei contagi.

#### Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a marzo è prevista in rialzo a 98 da 91,3, con un miglioramento in linea con le indicazioni di altre indagini (TIPP Economic Optimism, Morning Consult, Michigan) che puntano a un chiaro trend verso l'alto dopo un periodo di stabilizzazione fra la primavera e l'autunno 2020. La combinazione di diffusione dei vaccini, eliminazione delle restrizioni per i servizi aggregativi e doppia dose di stimolo fiscale dovrebbe determinare una ripresa della fiducia anche nella componente rimasta più pessimista, cioè gli individui che si definiscono repubblicani.

## Mercoledì 31 marzo

### Area euro

- **Francia.** La stima flash dell'**inflazione** di marzo è attesa in crescita all'1,0% da 0,6% sull'indice nazionale e all'1,1% da 0,8% sull'indice armonizzato. I prezzi al consumo dovrebbero essere saliti di cinque decimi sul mese su entrambe le misure. I mesi primaverili potrebbe segnare il punto di massimo per l'inflazione nel 2021.
- **Francia.** La **spesa per consumi** è attesa in leggero aumento (+0,9% m/m) a febbraio, dopo il calo registrato a gennaio (-4,6% m/m). La variazione annua passerebbe a +2,3% da +1,2%. Prevediamo un andamento altalenante dei consumi nei mesi primaverili.
- **Germania.** Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere rimasto stabile al 6,0% in marzo, a fronte di un aumento dei disoccupati di 22 mila unità.
- **Italia.** L'**inflazione** sull'indice domestico è attesa stabile a marzo, a 0,6% a/a (i prezzi sono visti in crescita di due decimi nel mese). Sulla misura armonizzata Ue, l'inflazione è vista rallentare a 0,2% a/a da 1% precedente, per via dell'effetto temporaneo del rinvio dei saldi invernali (che farà sì che i listini nel mese crescano di 1,3% su base congiunturale, meno della stagionalità usuale di marzo). Come già negli ultimi mesi, le pressioni al rialzo verranno soprattutto dall'energia, visti i cospicui rincari dei carburanti. In prospettiva, l'inflazione è attesa poco variata nei prossimi mesi; solo a partire da fine estate, si potrebbe vedere un'accelerazione sopra l'1%.
- **Area euro.** La **stima flash** di marzo dovrebbe indicare un'**inflazione** a +1,1% a/a, dopo il +0,9% a/a registrato a febbraio. L'indice core BCE (al netto di alimentari ed energia) è visto stabile all'1,2% a/a. Sul mese, i prezzi sono attesi in aumento di +0,7% m/m, per via del rincaro dei listini energetici (+2,5% m/m). L'inflazione è attesa risalire all'1,4% quest'anno dopo lo 0,3% del 2020, ma sulla previsione insistono rischi al rialzo.

### Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** a marzo è prevista dal consenso a 403 mila, dopo 117 mila di febbraio.

## Giovedì 1 aprile

### Area euro

- **Area euro.** La **stima finale del PMI manifatturiero** è attesa confermare l'accelerazione a 62,4 (massimo storico) da 57,9 di febbraio. Gli indici per la produzione e per i nuovi ordini esteri dovrebbero confermare la forte crescita iniziata nei mesi estivi; la ripresa della domanda e i problemi legati alla catena di distribuzione dovrebbero aver contribuito ad un allungamento dei tempi medi di consegna e ad un forte aumento dei prezzi pagati, che si rifletterebbe sui prezzi ricevuti. Lo spaccato per Paese dovrebbe vedere la Francia confermare il dato della stima preliminare (58,8), mentre il PMI manifatturiero tedesco potrebbe essere rivisto al rialzo di due decimi (66,8). La prima lettura del PMI manifatturiero per l'Italia dovrebbe mostrare un miglioramento a 59,5 da 56,9 di febbraio.
- **Germania.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero rimbalzare in febbraio di 2,0% m/m dopo due mesi di tracollo (-14% complessivo rispetto a novembre), spiegato dalla combinazione fatale di ritorno dell'IVA al livello normale e di chiusura dei negozi non essenziali per il controllo della pandemia. Rispetto a un anno prima, le vendite saranno più basse di -4,7%. L'allentamento delle restrizioni dovrebbe portare a un rimbalzo molto più marcato in marzo.

### Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a marzo è atteso in aumento a 61,2 da 60,8 di febbraio (già sul massimo dal 2004), alla luce delle indicazioni espansive delle indagini regionali e del PMI flash di marzo. I dati dovrebbero mostrare un rialzo delle principali componenti, produzione, ordini, occupazione, con persistenti segnali di crescenti ordini inevasi. Anche la componente prezzi

dovrebbe essere in ulteriore aumento. Nell'indagine, le imprese dovrebbero riportare segnali di ottimismo sulle prospettive della domanda, pur in presenza di continui problemi di approvvigionamento di input dal lato dell'offerta.

- La **spesa in costruzioni** a febbraio dovrebbe correggere di -1% m/m da +1,7% m/m di gennaio. I dati di febbraio nelle costruzioni sono stati influenzati pesantemente dal clima avverso, come evidente dalla correzione degli occupati e delle ore lavorate nel settore, con un calo di occupazione di -61 mila, in prevalenza nel comparto non residenziale (-37 mila). Pertanto, la flessione prevista per la spesa totale dovrebbe essere diffusa sia al segmento residenziale sia a quello non residenziale, ma dovrebbe essere temporanea. Nei prossimi mesi, a fronte di una crescita in via di moderazione per il comparto residenziale, si dovrebbe assistere a un rafforzamento della svolta in territorio positivo vista nelle strutture non residenziali a fine 2020.

## Venerdì 2 aprile

### Stati Uniti

- Mercati chiusi per festività.
- L'**employment report** di marzo dovrebbe registrare un netto miglioramento con un rialzo degli occupati non agricoli di 620 mila, dopo 379 mila di febbraio. Anche a marzo, come a febbraio, la componente principale della variazione positiva dovrebbe essere concentrata nei servizi aggregativi (variazione a febbraio: 355 mila), sulla scia della diffusione dei vaccini e della riapertura delle attività in gran parte degli stati, oltre che in seguito all'espansione della domanda creata dal nuovo stimolo fiscale. Ma anche costruzioni e manifatturiero dovrebbero essere in netto rialzo, dopo la frenata di febbraio in parte attribuibile al maltempo e in parte alla scarsità di input. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe correggere, scendendo a 6,1% da 6,2%. Un elemento importante del rapporto sarà il tasso di partecipazione, considerato cruciale dalla Fed per valutare la chiusura del deficit di occupazione rispetto ai livelli pre-pandemia. I **salari orari** dovrebbero mantenersi su un sentiero moderato, frenato rispetto a fine 2020 dal rientro sul mercato degli occupati nel settore dei servizi, con salari inferiori alla media. Il mercato del lavoro dovrebbe registrare un'accelerazione sostenuta dalla primavera grazie alla spinta dello stimolo fiscale e alla riapertura delle attività sostenuta dalla diffusione dei vaccini.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (29 marzo – 2 aprile) ...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	29/3	GB	Credito al consumo		feb	-2.392	Mld £	
Mar	30/3	GIA	Tasso di disoccupazione		feb	2.9	%	3.0
		GIA	Job to applicant ratio		feb	1.1		1.1
		GIA	Vendite al dettaglio a/a		feb	-2.4	%	-2.8
		GER	Prezzi import a/a		feb	-1.2	%	1.0
		FRA	Fiducia consumatori		mar	91		92
		SPA	IPCA a/a prelim		mar	-0.1	%	
		ITA	PPI a/a		feb	-0.3	%	
		ITA	PPI m/m		feb	1.4	%	
		EUR	Fiducia industria		mar	-3.3		-1.8
		EUR	Indice di fiducia economica	**	mar	93.4	95.0	95.0
		EUR	Fiducia servizi		mar	-17.1		-16.5
		EUR	Fiducia consumatori finale		mar	prel -10.8		-10.8
		GER	IPCA a/a prelim	*	mar	1.6	%	2.0
		GER	IPCA m/m prelim	**	mar	0.6	%	0.5
		GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	mar	1.3	%	1.7
		GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	mar	0.7	%	0.5
		USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		gen	10.1	%	
		USA	Indice dei prezzi delle case m/m		gen	1.1	%	
		USA	Fiducia consumatori (CB)	*	mar	91.3	96.0	98.0
Mer	31/3	GIA	Produzione industriale m/m prelim		feb	4.3	%	-1.2
		CN	PMI non manifatturiero - NBS		mar	51.4		
		CN	PMI manifatturiero - NBS	*	mar	50.6	51.0	
		CN	PMI composito - Caixin		mar	51.6		
		GB	PIL t/f finale		T4	prel 1.0	%	1.0
		FRA	Spese per consumi m/m	**	feb	-4.6	%	0.9
		FRA	IPCA a/a prelim	*	mar	0.8	%	1.1
		GER	Variazione n° disoccupati	*	mar	9.0	x1000	22.0
		GER	Tasso di disoccupazione		mar	6.0	%	6.0
		EUR	CPI a/a stima flash	**	mar	0.9	%	1.2
		EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	mar	1.2	%	1.2
		ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	mar	0.6	%	0.6
		ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	mar	0.1	%	0.2
		ITA	IPCA a/a prelim	*	mar	1.0	%	0.2
		ITA	IPCA m/m prelim	**	mar	-0.2	%	1.3
		USA	Nuovi occupati: stima ADP		mar	117	x1000	403
		USA	PMI (Chicago)	*	mar	59.5	60.1	
Gio	1/4	GIA	Tankan, grandi imprese non manif.	**	T1	-5.0		-5.0
		GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T1	-10.0		0.0
		GIA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 52.0		
		CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	mar	50.9	51.0	
		GER	Vendite al dettaglio m/m	*	feb	-4.5	%	2.0
		GER	Vendite al dettaglio a/a		feb	-8.7	%	-4.7
		ITA	PMI manifatturiero	*	mar	56.9		59.5
		FRA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 58.8		58.8
		GER	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 66.6		66.8
		EUR	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 62.4	62.4	62.4
		GB	PMI manifatturiero finale	*	mar	57.9		
		USA	Richieste di sussidio	*	settim	684	x1000	
		USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.870	Mln	
		USA	Markit PMI Manif. finale		mar	59.0		
		USA	Indice ISM manifatturiero	**	mar	60.8	61.0	61.2
		USA	Spesa in costruzioni		feb	1.7	%	-1.0

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 dei dati macroeconomici (29 marzo – 2 aprile)**

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Ven 2/4	10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T4	9.4	%	
	14:30	USA	Salari orari m/m		Mar	0.2	%	0.2
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	Mar	6.2	%	6.1
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	Mar	379	x1000	500
								620

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 (27 marzo – 2 aprile)**

Data	Ora	Paese	* Evento
Sab 27/3	10:30	EUR	Discorso di Lane (BCE)
Lun 29/3	01:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di marzo
	17:00	USA	Discorso di Waller (Fed)
Mar 30/3	15:00	USA	Discorso di Quarles (Fed)
	20:30	USA	Discorso di Williams (Fed)
Mer 31/3	15:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Gio 1/4	19:00	USA	Discorso di Harker (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

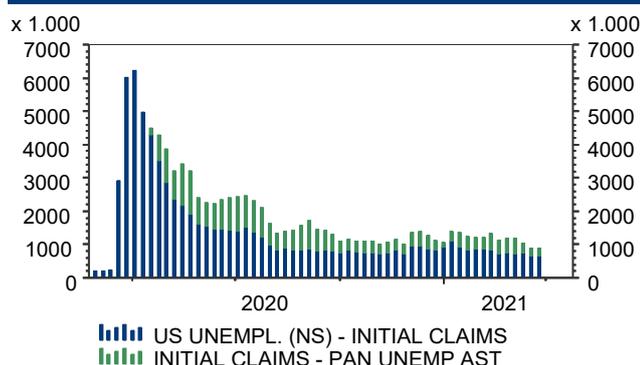
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Vendite di case esistenti (mln ann.)	feb	6.66 (6.69)	Mln	6.50 6.22
Saldo partite correnti	T4	-180.9 (-178.5)	Mld \$	-189.9 -188.5
Vendite di nuove case (mln ann.)	feb	0.948 (0.923)	Mln	0.875 0.775
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	feb	3.5 (3.4)	%	0.8 -1.1
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	feb	1.6 (1.3)	%	0.6 -0.9
Markit PMI Composito prelim.	mar	59.5		59.1
Markit PMI Manif. prelim.	mar	58.6	59.3	59.0
Markit PMI Servizi prelim.	mar	59.8	60.0	60.0
Richieste di sussidio	settim	781 (770)	x1000	730 684
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	4.134 (4.124)	Mln	4.043 3.870
PIL t/t ann. finale	T4	4.1	%	4.1 4.3
Deflatore consumi core t/t finale	T4	1.4	%	1.4 1.3
PIL, deflatore t/t ann. finale	T4	2.0	%	2.0 1.9
Bilancia commerciale prelim	feb	-84.58	Mld \$	
Deflatore consumi (core) a/a	feb	1.5	%	1.5
Deflatore consumi a/a	feb	1.5	%	
Spesa per consumi (nominale) m/m	feb	2.4	%	-0.7
Redditi delle famiglie m/m	feb	10.0	%	-7.3
Deflatore consumi (core) m/m	feb	0.3	%	0.1
Fiducia famiglie (Michigan) finale	mar	83.0		83.6

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

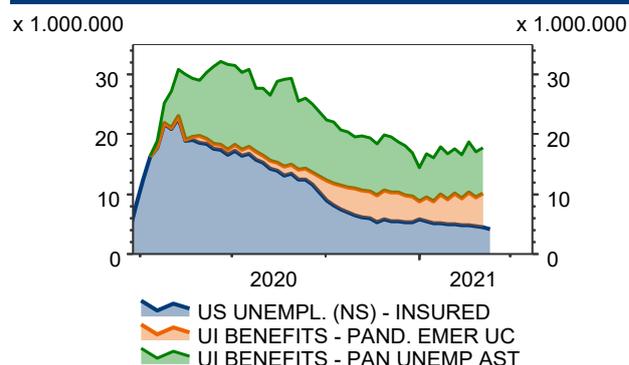
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 20 marzo calano a 684 mila (-97 mila) da 781 mila della settimana precedente. I sussidi statali esistenti nella settimana del 13 marzo sono pari a 3,870 mln, in calo di 264 mila da 4,258 mln. I dati non destagionalizzati mostrano le nuove richieste a 656.789 e i nuovi sussidi con il programma federale Pandemic Unemployment Assistance a 241.745. I sussidi statali esistenti non destagionalizzati nella settimana del 13 marzo sono pari a 4,217 mln, in calo di 278.573. Al 6 marzo i sussidi in essere con tutti i programmi si attestano a 18,952 mln, in aumento di 733 mila da fine febbraio, spinti dal programma federale PEUC. I nuovi sussidi sono in calo in tutti gli stati, con indicazioni di prosecuzione e rafforzamento della ripresa delle assunzioni vista a febbraio in seguito alla riapertura delle attività nei servizi aggregativi.

### Nuovi sussidi in calo a fine marzo...



Fonte: Refinitiv-Datastream

### ...in attesa di conferme dai dati dei sussidi federali esistenti, ritardati di due settimane



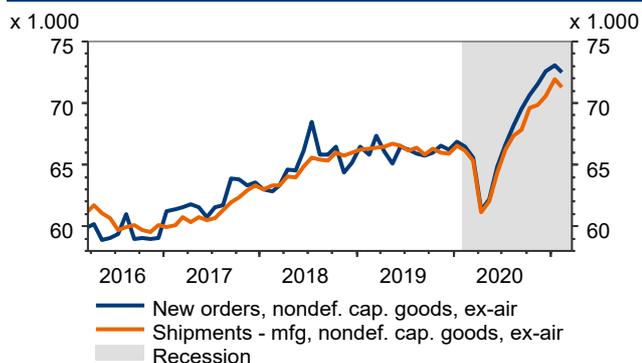
Fonte: Refinitiv-Datastream

La terza stima del **PIL del 4° trimestre** riporta una revisione verso l'alto a 4,3% t/t ann., da 4,1% della seconda stima. I consumi sono in rialzo di 2,3% t/t ann., dopo 41% del 3° trimestre, gli investimenti fissi non residenziali confermano una solida espansione (13,1% t/t ann.) e quelli residenziali concludono l'anno con una crescita straordinaria di 36,6% t/t ann. I contributi di

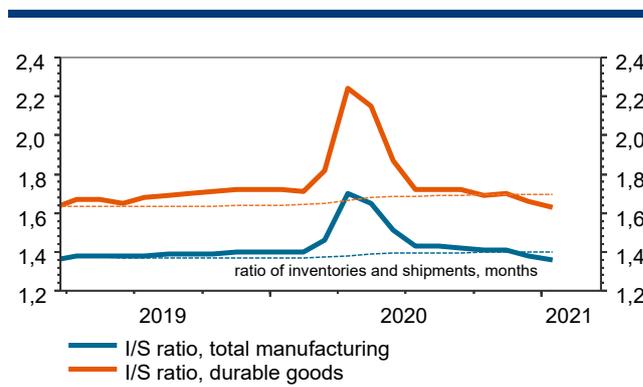
scorte e canale estero si elidono circa a vicenda, con +1,37pp e -1,53pp, rispettivamente. La disaggregazione per settore del valore aggiunto mostra un incremento del 6,1% nei beni privati, del 4,9% nei servizi privati e un calo di -1,1% nel settore pubblico.

Gli **ordini di beni durevoli** a febbraio calano di -1,1% m/m, dopo +3,5% m/m di gennaio, segnando la prima correzione dopo nove mesi consecutivi di rialzi. Il forte calo degli ordini è in ampia misura legato agli effetti del clima avverso del mese scorso. In parte ha pesato anche il calo nel comparto auto, -8,7% m/m, dovuto alla chiusura degli stabilimenti di molti produttori in seguito alla carenza di semiconduttori, che ha più che compensato il nuovo balzo degli ordini nell'aeronautica civile, spinti dalla ripresa delle vendite di Boeing. **Al netto dei trasporti**, gli ordini risultano in calo di -0,9% m/m. Gli **ordini di beni capitali al netto della difesa** sono in rialzo di 5,6% m/m, mentre le consegne per lo stesso aggregato correggono di -2,9% m/m. Le consegne di beni durevoli sono in flessione di 3,5% m/m, dopo cinque mesi di aumenti. Gli ordini inevasi sono in crescita di 0,8% m/m, dopo +0,2% m/m di gennaio. Con la normalizzazione del clima e il supporto del nuovo stimolo fiscale, gli ordini dovrebbero tornare sulla traiettoria solida dei trimestri passati.

#### A febbraio, il clima avverso causa la prima flessione di ordini e fatturato da aprile 2020

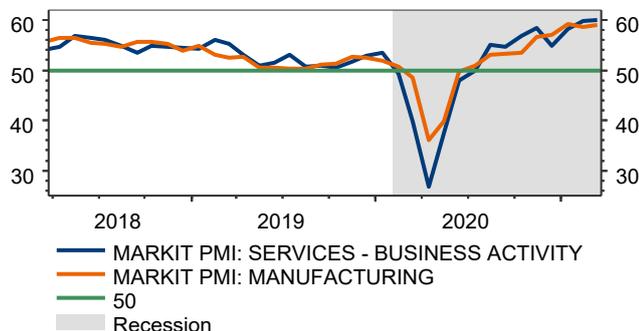


#### Rapporto scorte/fatturato in calo



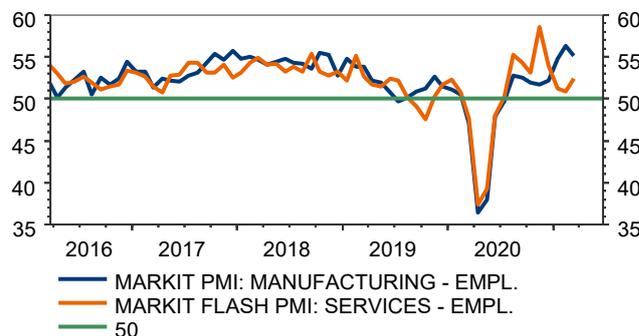
Il **PMI manifatturiero** flash a marzo aumenta a 59 da 58,5 di febbraio. Lo spaccato dell'indagine è positivo e in linea con una continua espansione del settore: nuovi ordini a 60,8 da 57,4, ordini inevasi a 62 da 54,8. Per output e occupazione gli indici restano in territorio espansivo, ma su livelli inferiori a febbraio, a 54,5 da 57,7 e a 55,1 da 55,6, rispettivamente, in connessione con gli effetti dei persistenti blocchi produttivi nel settore auto dovuti alla mancanza di semiconduttori. Nei **servizi** si registra un incremento a 60 da 58,9, grazie alla fine delle misure di contenimento in gran parte degli stati e agli effetti della diffusione dei vaccini. Occupazione e attività aumentano a 52,4 da 50,8 e 58,3 da 57,7, rispettivamente. I dati danno supporto alle aspettative di riaccelerazione dell'attività nei servizi a fronte di una crescita nel manifatturiero rallentata temporaneamente dai problemi di colli di bottiglia dal lato dell'offerta nel manifatturiero.

**PMI servizi e manifatturiero migliorano a marzo**



Fonte: Refinitiv-Datastream

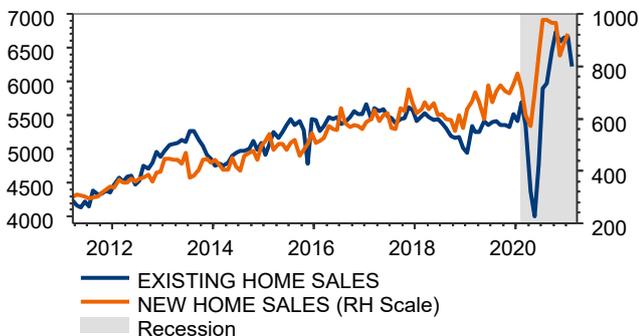
**Occupazione in ripresa nei servizi a marzo**



Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **vendite di case esistenti** a febbraio calano di -6,6% m/m (+9,1% a/a), a 6,22 mln. Le vendite sono in aumento mensile in una sola area, ma in rialzo su base annua dappertutto. Il prezzo mediano aumenta a 313 mila dollari, +15,8% a/a, con incrementi a due cifre in tutte le aree. Le **scorte di case invendute** calano a 1,03 mln, in calo di -29,5% a/a con tempi di vendita in media pari a 20 giorni sul mercato. L. Yun, chief economist della National Association of Realtors, che raccoglie i dati, ha dichiarato che il calo delle vendite a febbraio è da attribuire principalmente alla scarsità di scorte, con il mercato in una situazione migliore rispetto ai livelli pre-pandemia. Yun prevede che le vendite restino su un trend in rialzo anche nel 2021, nonostante livelli crescenti di tassi sui mutui e riduzione di accessibilità delle case dovuta a continui aumenti dei prezzi.

**Vendite di case esistenti in flessione a febbraio, ma su livelli significativamente più elevati rispetto a febbraio 2020**



Fonte: Refinitiv-Datastream

**La scarsità di scorte sul mercato frena le vendite di case**

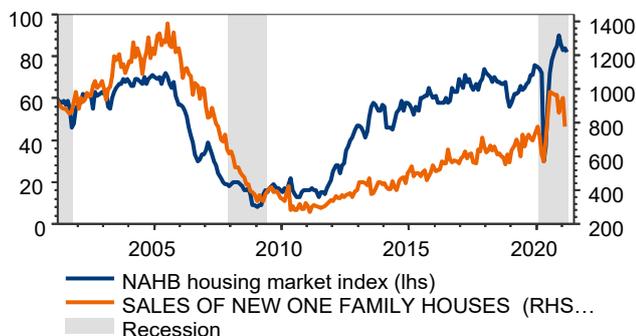


Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **vendite di case nuove** a febbraio calano a 775 mila (-18,2% m/m) da 948 mila di gennaio, ma restano nettamente al di sopra dei livelli di un anno fa (+8,2% a/a). Il calo mensile a due cifre è diffuso a tutte le aree geografiche, ma è particolarmente marcato nel Midwest. Le scorte di case invendute aumentano a 4,8 mesi, da 3,8 di gennaio. La debolezza delle vendite a febbraio è in gran parte attribuibile all'ondata di eccezionale maltempo del mese scorso, ma va notato che anche gli stati dell'ovest registrano una significativa correzione, pur senza avere sofferto in misura significativa di condizioni climatiche avverse. La previsione è che a marzo le vendite recuperino anche più velocemente rispetto alle vendite di case esistenti, dato che le per le case nuove la vendita si registra all'apertura del contratto, mentre per quelle esistenti la registrazione avviene alla chiusura. Le informazioni sull'attività di costruzione mostrano livelli elevati di case in costruzione non ancora iniziate, mentre registrano le correzioni più ampie su quelle in costruzione ma non completate, con segnale positivo per gli investimenti residenziali nel trimestre. Il nuovo

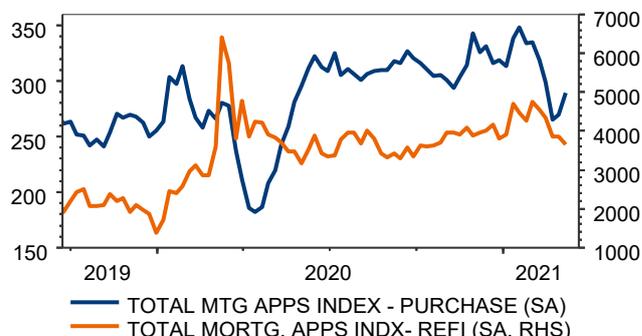
stimolo fiscale e il rialzo dei tassi sui mutui eserciteranno spinte opposte sulle vendite di case, ma la previsione rimane di moderata crescita dell'attività nel settore.

#### Vendite di nuove case in calo a febbraio, ma la fiducia dei costruttori rimane elevata



Fonte: Refinitiv-Datastream

#### Il rialzo dei tassi pesa sulle domande di nuovi mutui, ma i livelli restano elevati



Fonte: Refinitiv-Datastream

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	mar	51.4		52.0

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **PMI manifatturiero flash** di marzo sale a 52 da 51,4, sui massimi da dicembre 2018, con indicazioni espansive per produzione (52), ordini (52,2), ordini all'estero (50,9) e ordini inevasi, a fronte di un nuovo calo della componente occupazione (a 49,3 da 49,7). Gli indici di prezzo proseguono sul sentiero di rialzi. I dati restano in linea con la previsione di espansione del manifatturiero e di ripresa della crescita nel 2° trimestre, quando saranno terminati gli effetti dello stato di emergenza del 1° trimestre.

#### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	mar	-4.4	-3.1	-1.0
EUR	PMI servizi prelim	mar	45.7	46.0	48.8
EUR	PMI manifatturiero prelim	mar	57.9	57.7	62.4
EUR	PMI composito prelim	mar	48.8	49.1	52.5
EUR	Fiducia consumatori flash	mar	-14.8	-14.5	-10.8
EUR	M3 dest. a/a	feb	12.5	%	12.5
FRA	PMI servizi prelim	mar	45.6	45.5	47.8
FRA	PMI manifatturiero prelim	mar	56.1	56.5	58.8
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	mar	98 (97)	98	98
GER	PMI servizi prelim	mar	45.7	46.2	50.8
GER	PMI manifatturiero prelim	mar	60.7	60.8	66.6
GER	Fiducia consumatori	apr	-12.7 (-12.9)	-11.9	-6.2
GER	IFO	mar	92.7 (92.4)	93.2	96.6
GER	IFO (sit. corrente)	mar	90.6	91.3	93.0
GER	IFO (attese)	mar	95.0 (94.2)	95.0	100.4
ITA	Fatturato industriale a/a	gen	-0.5	%	-1.6
ITA	Fatturato industriale m/m	gen	1.1 (1.0)	%	2.5
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	feb	1.71	Mld €	4.11
ITA	Fiducia consumatori	mar	101.4	100.7	100.9
ITA	Indice di fiducia delle imprese	mar	99.5 (99.0)	99.4	101.2
SPA	PIL t/t finale	T4	0.4	%	0.4

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

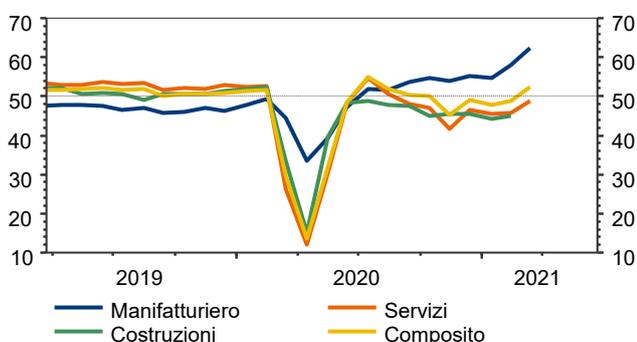
**Area euro.** La **stima flash del PMI manifatturiero** ha segnato un nuovo **miglioramento a 62,4 da 57,9 di febbraio**, toccando il massimo storico. Gli indici per la produzione e per i nuovi ordini esteri confermano la forte crescita iniziata nei mesi estivi (rispettivamente a 63,0 e 62,4); l'occupazione rimane su valori superiori alla soglia di non cambiamento (54,7). La ripresa della domanda e i problemi legati alla catena di distribuzione hanno contribuito a un allungamento dei tempi medi di consegna e a un forte aumento dei prezzi pagati (79,5 punti, massimo da 10 anni), che si riflette sui prezzi ricevuti (60,8).

A marzo cala il ritmo di contrazione dei servizi, che rimane il settore maggiormente colpito dalle misure restrittive: l'indice è salito **a 48,8 da 45,7**. Nel terziario, migliorano i nuovi affari, mentre le aspettative rimangono su valori alti (66,0). L'indagine di questo mese segnala la presenza di pressioni inflattive. L'indice dei prezzi degli input ha toccato 79,5 nel manifatturiero (più sensibile al rincaro delle materie prime e dei trasporti) e 55,9 nei servizi: aggregando manifatturiero e servizi emerge una crescita moderata dei prezzi dell'*output* (53,4) e più marcata per gli input (62,1, massimo dal 2011), associata a **problemi di approvvigionamento** (l'indice dei tempi di consegna è calato a 21,6, minimo storico). Il sistema dei trasporti marittimi è entrato in crisi durante la veloce ripresa seguita alla prima ondata pandemica, che aveva causato una dislocazione nella distribuzione globale dei container. Ciò ha causato problemi nei trasporti dall'Asia a Europa e Stati Uniti, associati a un vertiginoso aumento dei costi di spedizione (4 volte la norma sulle rotte verso l'Europa, secondo Freightos). La situazione non si normalizzerà prima del 2° o 3° trimestre di quest'anno. Inoltre, un **incidente** ha causato ieri il **blocco del canale di Suez**.

Il **PMI composito** si colloca sopra la soglia di non cambiamento (a 52,5 da 48,8 precedente), indicando un'espansione dell'attività economica nell'Eurozona che non si vedeva dallo scorso settembre. I settori continuano ad evidenziare dinamiche divergenti: se, da un lato, la crescita della produzione manifatturiera ha toccato il massimo storico, dall'altro prosegue la contrazione nel terziario.

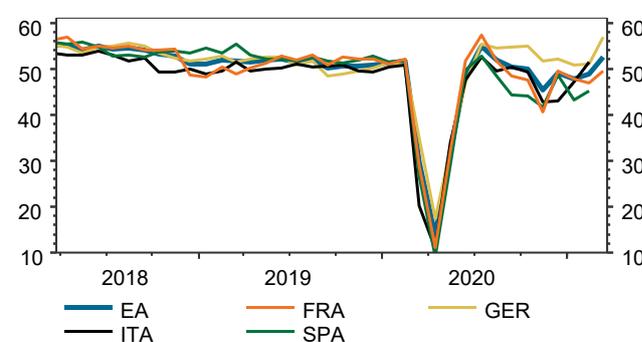
Lo **spaccato per Paese** ha visto un forte miglioramento del PMI manifatturiero della **Francia** (a 58,8 da 56,1) e un calo del ritmo di contrazione nei servizi (a 47,8 da 45,6). L'indice composito, a 49,5 da 47,0 precedente, è stabile in territorio recessivo: le indicazioni riflettono l'incertezza legata all'andamento della curva dei contagi. In **Germania**, il PMI manifatturiero registra l'aumento più ampio tra i Paesi dell'area (a 66,6 da 60,7 precedente). Rimangono su valori alti sia l'indice dei nuovi ordini totali (70,7), che della produzione (68,5); l'occupazione passa su valori superiori alla soglia di non cambiamento (54,1). Anche nei servizi la Germania ha fatto meglio degli altri Paesi, registrando la prima, seppur modesta, espansione dell'attività in sei mesi (a 50,8 da 45,7 precedente). L'indice composito è passato a 56,8, mostrando una solida crescita dell'economia.

PMI – Eurozona: indici per settore



Fonte: IHS Markit

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



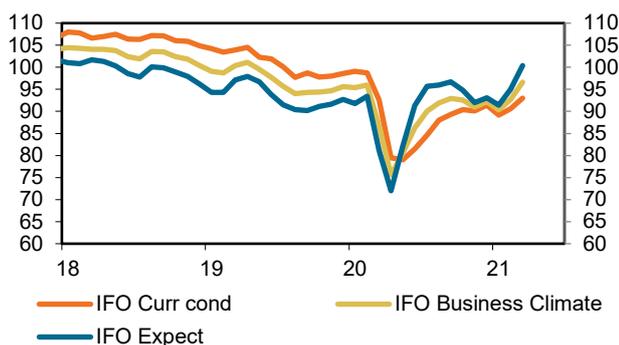
Fonte: IHS Markit

**Area euro.** A marzo, la stima flash dell'**indice di fiducia dei consumatori** elaborato dalla **Commissione Europea** ha visto una crescita a -10,8 punti da -14,8 di febbraio, collocandosi solo pochi decimi sotto la media storica. Forte balzo della fiducia in Germania. Ci aspettiamo nuovi aumenti nei prossimi mesi, sulla scia di un miglioramento della situazione epidemica.

**Area euro.** La crescita di **M3** in febbraio è stata di **12,3% a/a**. Fra le contropartite, cresce il contributo del credito al settore pubblico, riflesso dei programmi di acquisto, mentre cala marginalmente quello del credito al settore privato.

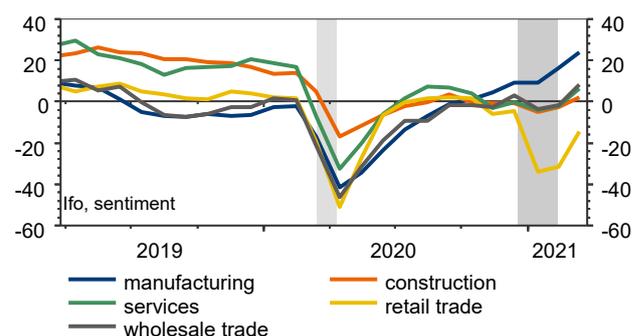
**Germania.** L'**indice IFO** ha confermato le aspettative di rimbalzo dell'economia tedesca in marzo, salendo da 92,7 a **96,6**. Il progresso riflette un drastico miglioramento delle aspettative (+5,4 punti a 100,4) e uno meno ampio ma ugualmente notevole del giudizio sulla situazione corrente (+2,4 punti a 93,0). **Il clima di fiducia è migliorato in tutti i settori:** nel manifatturiero (24,1) è largamente superiore alla media storica, così come nelle costruzioni (2,3) e nel commercio all'ingrosso (8,1); nel commercio al dettaglio l'indice è salito di ben 17,2 punti, ma a -14,3 resta depresso; nei servizi, il balzo a 6,5 avvicina l'indice di fiducia ai livelli di agosto/settembre 2020, ancora indicativi di una situazione nell'aggregato inferiore alla norma. L'indagine conferma le pressioni al rialzo sui prezzi nell'industria manifatturiera, conseguenza dei rincari delle materie prime e degli aumenti dei costi di trasporto.

#### Migliora il clima di fiducia fra le imprese tedesche in marzo...



Fonte: Ifo Institut

#### ...ma il contenimento della pandemia penalizza il commercio



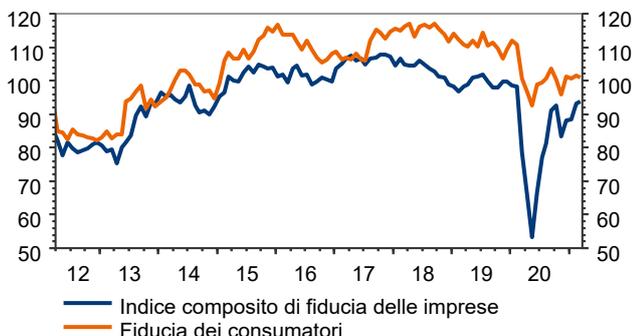
Fonte: Ifo Institut

**Francia.** L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere diffuso dall'**INSEE** resta fermo su 98 punti a marzo, sotto la media storica (100). Ad influire sul morale è un miglioramento delle attese sull'attività generale (a 6 da -7 precedente), nonché dell'opinione sulla produzione negli ultimi tre mesi (a 10 da 4 di febbraio); al contrario, gli intervistati mostrano pessimismo per quanto riguarda le attese sull'attività delle singole imprese (a 5 da 12 precedente) e gli ordinativi totali (-26 da -23 precedente). Lo spaccato per settori vede un aumento generalizzato, in particolare per la produzione di cibo e bevande (a 101 da 95 precedente), ad eccezione della produzione di mezzi di trasporto, che ha sperimentato una forte contrazione (a 84 da 91 precedente). In ogni caso, l'indice dovrebbe risalire gradualmente verso i livelli pre-pandemici nei prossimi mesi.

**Italia. I dati sulla fiducia di famiglie e imprese comunicati dall'Istat e relativi al mese di marzo sono stati misti:** è diminuito il morale dei consumatori, è salita la fiducia delle aziende (quest'ultima, con un andamento divergente tra manifatturiero e costruzioni da un lato, e servizi e commercio dall'altro). **La fiducia delle famiglie è scesa a 100,9 da 101,4 il mese scorso, tornando a livelli in linea con la media registrata tra dicembre e gennaio.** Tutte le principali componenti dell'indagine hanno registrato un peggioramento, che è stato più marcato per il clima economico nazionale e la condizione corrente, che non per la situazione personale degli intervistati e le aspettative per il futuro. Le preoccupazioni delle famiglie sulla situazione occupazionale sono rimaste invariate su livelli elevati. Tuttavia, **si registra qualche segnale di**

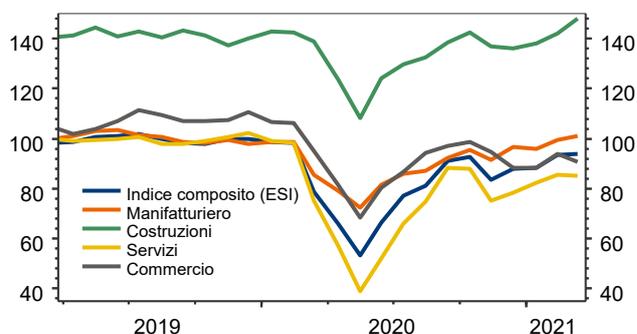
**ottimismo** in merito alla situazione economica corrente delle famiglie, alle possibilità future di risparmio e alle opportunità di acquisto di beni durevoli.

**La fiducia dei consumatori e delle imprese mantiene un trend di recupero, tutto sommato poco intaccato dalla "seconda ondata" di COVID-19**



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

**I servizi restano di gran lunga il settore più colpito, mentre le costruzioni manifestano la maggiore forza relativa**



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

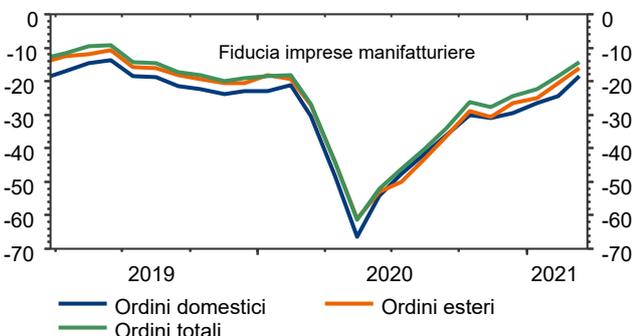
**L'indice composito Istat sulla fiducia delle imprese (IESI) è aumentato per il quarto mese consecutivo**, a 93,9 dal 93,3 precedente: si tratta di un massimo dallo scoppio del COVID-19.

Tuttavia, si nota una chiara **divergenza fra il terziario**, che risente dell'inasprimento delle restrizioni anti-COVID (la fiducia nei servizi è scesa a 85,3 da 85,7 precedente, quella nel commercio a 90,9 da 93,7), **e l'industria** in senso lato, che fa segnare viceversa un miglioramento del morale. In particolare, **nelle costruzioni la fiducia è salita da 141,9 a 147,9, il livello più alto da quasi 18 anni.**

**Nel settore manifatturiero, il morale delle aziende è aumentato** più del previsto a 101,2 da 99,5 precedente (rivisto al rialzo, da 99 della prima stima): **si tratta di un massimo da luglio 2019.** Tutte le principali componenti dell'indagine hanno mostrato un miglioramento, particolarmente forte per le aspettative sugli ordini (ai massimi da gennaio dello scorso anno). Le scorte sono rimaste stabili su uno dei livelli più bassi dal 2014 (si tratta di un segnale positivo per la produzione futura).

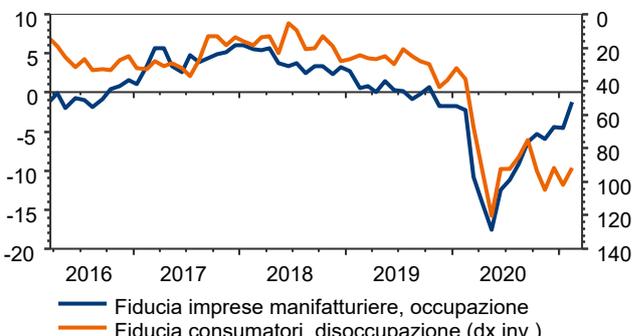
**Le intenzioni di assunzione sono salite ai massimi da ottobre 2019.** L'unico settore a registrare un calo del morale nel mese è stato quello dei produttori di beni di consumo. Da notare anche un **forte aumento delle attese a tre mesi sul livello dei prezzi di vendita, balzate ai massimi da più di due anni**, il che segnala la crescente tentazione per le imprese industriali di trasferire a valle una quota maggiore degli aumenti dei costi (registrati in particolare, negli ultimi mesi, sulla componente materie prime).

**Le aziende manifatturiere segnalano una ulteriore ripresa degli ordini correnti, soprattutto dall'estero**



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

**Le imprese industriali sono decisamente più ottimiste delle famiglie circa l'evoluzione attesa del mercato del lavoro**

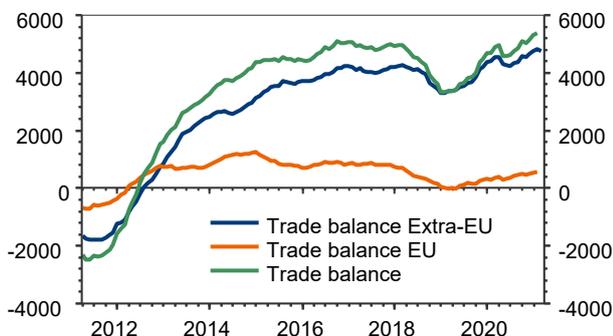


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Istat, Refinitiv-Datstream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, le indagini di marzo evidenziano un ampliamento della divergenza tra manifatturiero ed edilizia, da un lato, che proseguono nel loro trend di recupero, e servizi e commercio al dettaglio dall'altro, penalizzati dal giro di vite sulle restrizioni anti-COVID registrato questo mese. Sfortunatamente, **la resilienza del settore industriale non dovrebbe essere sufficiente a compensare la debolezza dei servizi nel 1° trimestre, con il risultato di un PIL ancora negativo** a inizio 2021 (ma verosimilmente la contrazione sarà meno marcata rispetto al -1,9% t/t visto a fine 2020). Un moderato rimbalzo è possibile nel 2° trimestre, ma, data la possibilità di un'estensione, almeno in forma parziale, delle attuali restrizioni oltre la scadenza oggi prevista (6 aprile), i rischi ci appaiono chiaramente al ribasso.

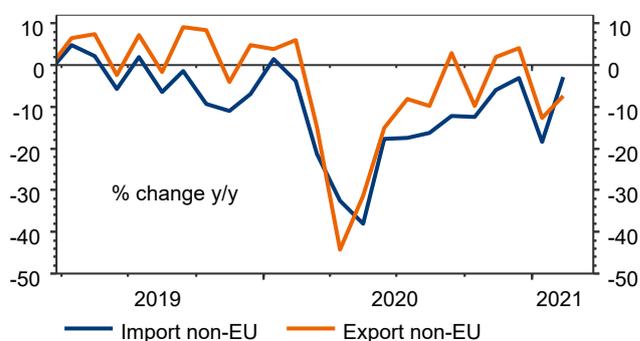
**Italia. A febbraio, si è registrato un lieve calo per le esportazioni verso i Paesi extra-UE** (-0,7% m/m), **a fronte di un netto aumento delle importazioni** (+4,2% m/m). La flessione dell'export è dovuta soprattutto all'energia (-14,4% m/m), mentre il balzo dell'import è trainato dai beni strumentali (+11,2% m/m). **Su base annua, entrambi i flussi restano in territorio negativo, ma mostrano un sensibile miglioramento rispetto al mese precedente** (export -7,3% da -12,7% di gennaio, import -3% da -18,3% a/a); peraltro, la dinamica annua dell'export è influenzata da movimentazioni occasionali di elevato impatto (cantieristica navale verso gli Stati Uniti), al netto delle quali la flessione risulta meno ampia (-3,9%). Proprio gli USA, assieme ai Paesi OPEC, registrano una caduta delle vendite superiore al 20% su base annua; viceversa, l'export verso la Cina risulta in forte crescita (+54,2%). Le flessioni più accentuate dal lato dell'import si registrano per Regno Unito (-25,5%), India (-23,5%) e Russia (-20,6%). Nel complesso, **il commercio coi Paesi extra-UE mantiene un trend di recupero**, tutto sommato poco intaccato dalla seconda ondata pandemica.

#### Resta in prossimità dei massimi l'avanzo commerciale degli ultimi 12 mesi verso i Paesi extra-UE



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

#### Entrambi i flussi mantengono un trend di recupero



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream

**Italia. Il fatturato industriale** è cresciuto per il secondo mese di fila su base congiunturale a gennaio, di **+2,5%** (da +1,1% precedente); il dato è trainato dal mercato estero (+5% m/m, dopo il -0,8% m/m di dicembre). Tutti i principali macro-gruppi registrano un progresso nel mese, particolarmente ampio per energia, beni di consumo durevoli e beni intermedi. Su base tendenziale corretta per gli effetti di calendario, tuttavia, il fatturato è tornato a calare, a -1,6% a/a, dopo che a dicembre era stato toccato, a -0,5%, un massimo post-COVID. Il dettaglio per settore mostra un crollo su base annua dell'ordine del 30% per attività estrattive e raffinazione, mentre spicca il balzo in avanti per le apparecchiature elettriche (+15,4% a/a). Nel complesso, il dato conferma che il settore industriale dovrebbe essere tornato a dare un contributo positivo al PIL nel 1° trimestre (che tuttavia, a nostro avviso, sarà più che compensato da un'ulteriore flessione nei servizi). A partire dal comunicato stampa di ieri, l'Istat ha interrotto la rilevazione e la diffusione degli indici dei nuovi ordinativi industriali.

**Spagna.** La seconda lettura del **PIL** del 4° trimestre ha visto una revisione al ribasso di quattro decimi, a 0,0% t/t da +17,1% t/t (rivisto al rialzo di sette decimi) nel trimestre estivo, per una variazione tendenziale di -8,9% a/a, dopo il -8,6% a/a del 3° trimestre 2020. Il contributo principale è arrivato dalla domanda interna (+0,5 pp): i consumi privati hanno registrato una stagnazione, mentre gli investimenti sono saliti di +1,0% t/t. Un contributo negativo alla crescita è arrivato dal commercio estero (-0,3 pp), che ha visto un aumento dell'*export* (4,6% t/t) spiazzato da un'espansione più ampia delle importazioni (+6,2% t/t). Lo spaccato per settori ha evidenziato un inaspettato recupero nei servizi (+0,3% t/t), un'industria manifatturiera in moderata ripresa (+2,2% t/t) e un calo delle costruzioni (-2,8% t/t). Il 2020 si chiude con un crollo del PIL di -10,8% (rivisto al rialzo di due decimi). La crescita su base congiunturale potrebbe ritornare in territorio lievemente negativo nel trimestre invernale; una ripresa apprezzabile è prevista solamente a partire dal 2° semestre: il nostro scenario centrale prevede al momento **un balzo dell'attività economica del +6,0% nel 2021** ma restano rischi verso il basso.

**Paesi Bassi.** La **seconda lettura** conferma che nel 4° trimestre il **PIL** è calato marginalmente, registrando un -0,1% t/t (-3,0% a/a) da +7,7% t/t (-2,4% a/a) precedente. Lo spaccato indica un contributo della domanda interna di -0,4 pp da +7,1 pp; i consumi privati sono diminuiti del -1,4% t/t, mentre gli investimenti fissi sono aumentati del +1,7% t/t. L'*export* ha contribuito positivamente alla crescita per +0,2 pp da +1,8 pp precedente, con le esportazioni a +1,0% t/t da +8,0% t/t e le importazioni a +0,9% t/t da +6,7% t/t. Il 2020 si chiude con una contrazione di -3,7% (rivisto al rialzo di un decimo) rispetto al 2019, meglio delle attese.

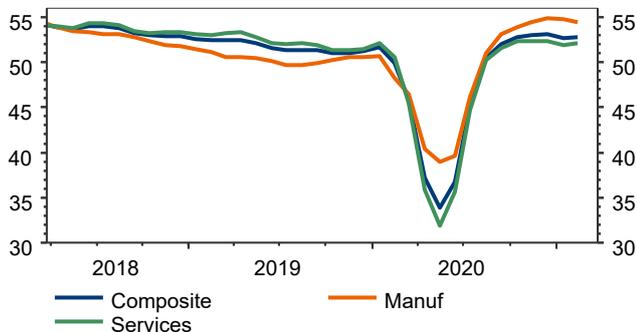
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	mar	3.85	%	3.85
Tasso prime rate a 5 anni	mar	4.65	%	4.65

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

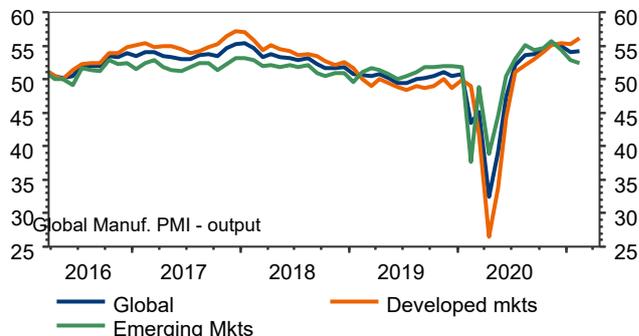
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



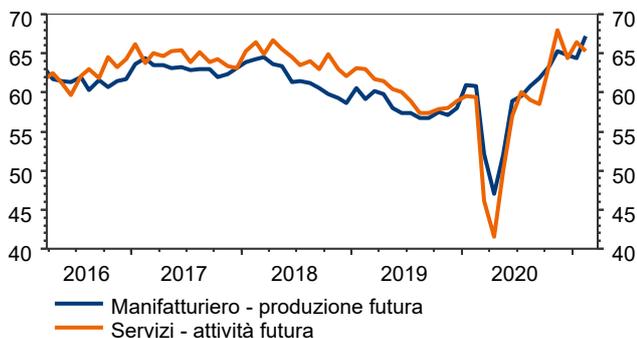
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



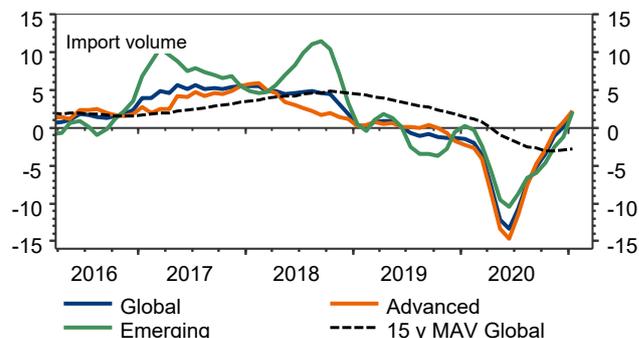
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



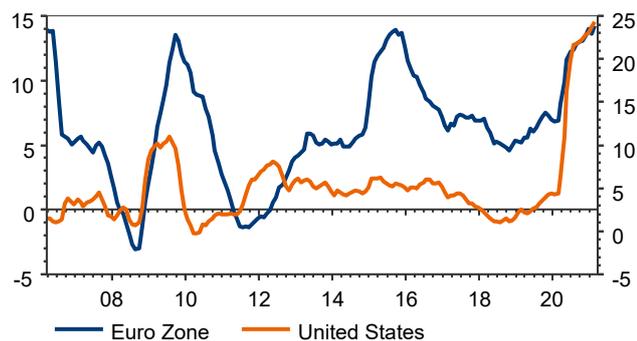
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



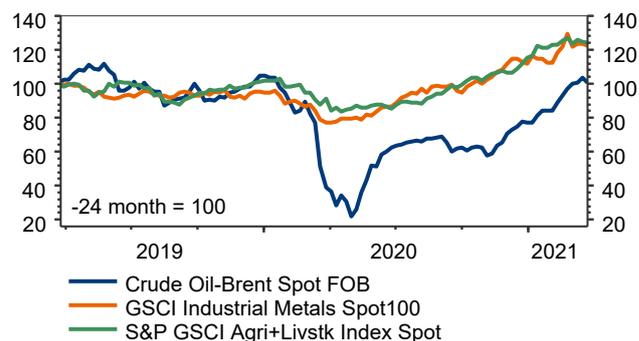
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

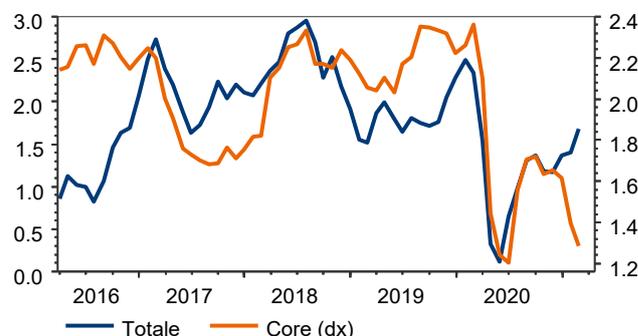
## Stati Uniti

## Indagini ISM



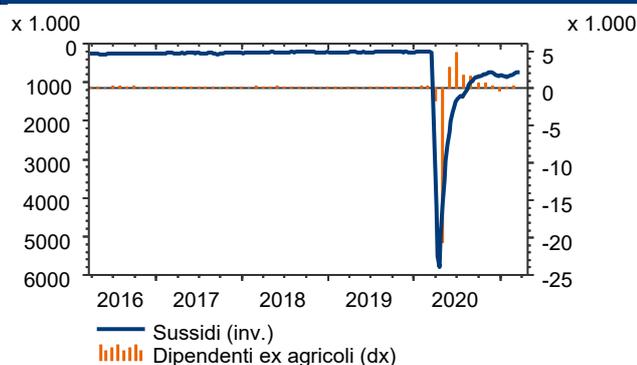
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



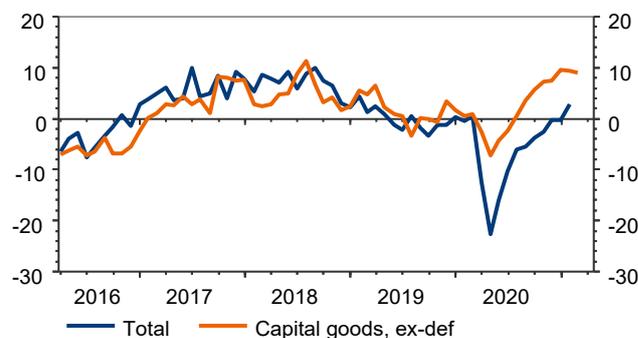
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

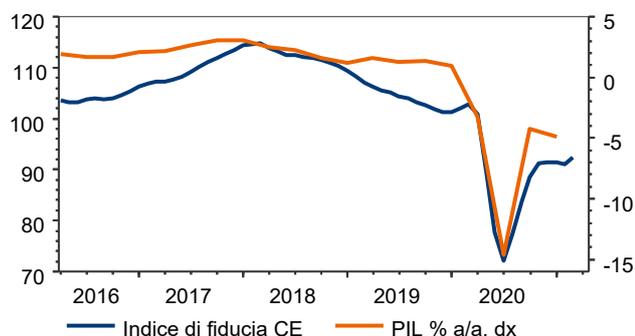
## Previsioni

	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	0.5	13.3	7.3	6.8		
- trim./trim. annualizzato				-5.0	-31.4	33.4	4.3	6.6	10.8	7.6	2.4		
Consumi privati	-3.9	7.5	4.7	-6.9	-33.2	41.0	2.3	5.1	12.5	12.1	3.7		
IFL - privati non residenziali	-4.0	8.1	1.7	-6.7	-27.2	22.9	13.1	14.3	5.5	4.0	2.2		
IFL - privati residenziali	6.1	12.1	0.6	19.0	-35.6	63.0	36.6	11.1	-1.5	0.3	0.8		
Consumi e inv. pubblici	1.1	1.2	-2.0	1.3	2.5	-4.8	-0.8	7.6	6.2	-7.6	-2.1		
Esportazioni	-12.9	6.6	6.4	-9.5	-64.4	59.6	22.3	3.6	7.5	8.2	6.5		
Importazioni	-9.3	13.1	4.1	-15.0	-54.1	93.1	29.8	7.9	7.2	8.6	3.7		
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	1.1	0.0	-1.7	-4.3	6.5	1.4	0.1	1.0	1.0	-0.2		
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.5	-3.0										
Deficit Pubblico (% PIL)	-16.1	-12.5	-6.1										
Debito pubblico (% PIL)	161.7	159.9	157.9										
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.

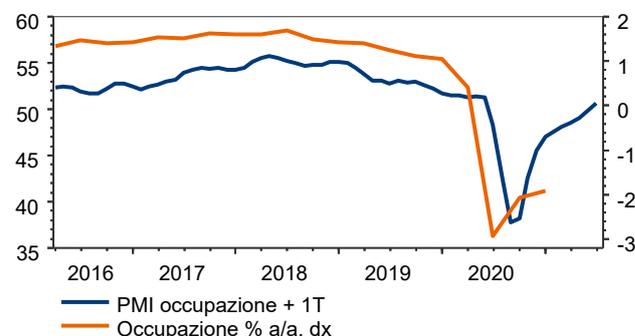
## Area euro

## PIL



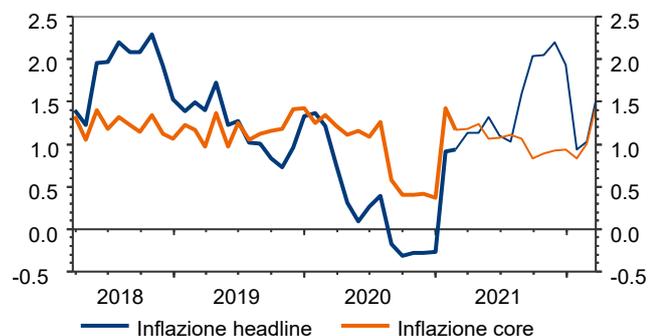
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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

	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
- t/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	2.6	2.7												
Deficit pubblico (% PIL)	-8.3	-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	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	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	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	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53

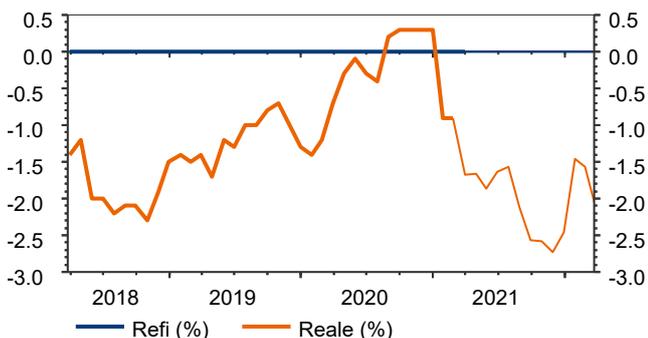
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	giu	set	dic	25/3	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.51	-0.53	-0.55	<b>-0.55</b>	-0.56	-0.54	-0.54	-0.53
Euribor 3m	-0.42	-0.50	-0.55	<b>-0.54</b>	-0.54	-0.53	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

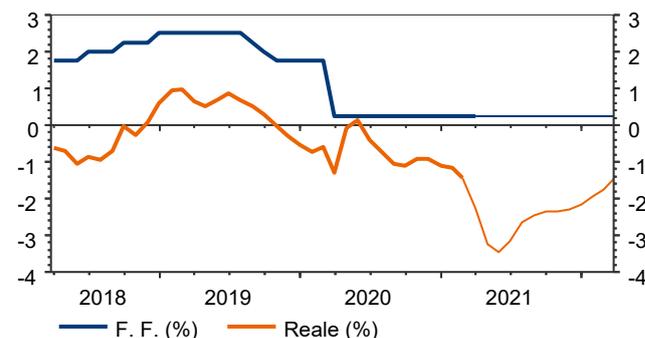


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	25/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.30	0.23	0.24	<b>0.20</b>	0.18	0.19	0.20	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

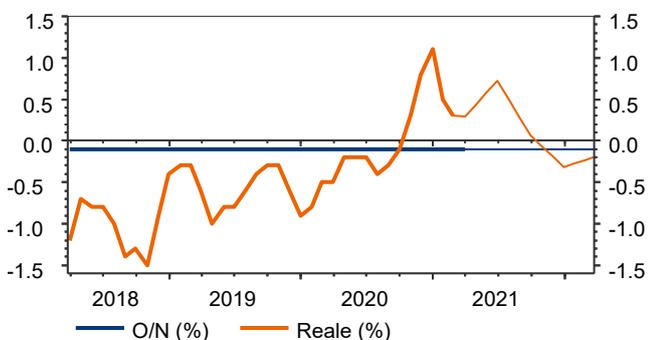


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	giu	set	dic	25/3	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.10	-0.08	<b>-0.07</b>	-0.04	-0.06	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

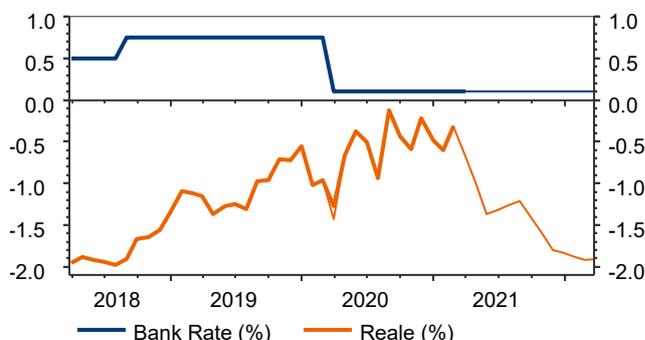


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	25/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.14	0.06	0.03	<b>0.09</b>	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	26/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.10	1.16	1.22	1.21	<b>1.1789</b>	1.17	1.16	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	110	109	106	104	107	<b>109.42</b>	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.32	1.21	1.27	1.35	1.40	<b>1.3768</b>	1.37	1.36	1.37	1.42	1.44
EUR/CHF	1.12	1.06	1.08	1.09	1.10	<b>1.1077</b>	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16
EUR/JPY	125	120	123	126	129	<b>129.01</b>	127	128	130	133	138
EUR/GBP	0.85	0.91	0.91	0.90	0.87	<b>0.8562</b>	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
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com