

Weekly Economic Monitor

Il punto

**Area euro - L'aumento dell'inflazione dipende per ora tutto da fattori transitori**, fra i quali il rincaro del petrolio gioca un ruolo cruciale. La dinamica potrebbe restare abbastanza stabile nei prossimi mesi, salvo accelerare bruscamente fra il terzo e il quarto trimestre e quindi precipitare di nuovo. La ripresa diventerà più solida con le riaperture post-pandemia.

**Italia - Il mercato del lavoro è vicino a un punto di svolta:** il venir meno del blocco ai licenziamenti (previsto dal 1° luglio) potrebbe causare tra i 170 mila e i 460 mila nuovi disoccupati. L'effetto potrebbe essere amplificato in caso di riduzione della copertura CIG e di "normalizzazione" del tasso di attività.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, i dati sulla produzione industriale di febbraio in Germania e Francia dovrebbero mostrare una moderata espansione, in linea con i segnali positivi giunti dalle indagini di fiducia nel manifatturiero. La seconda lettura del PMI servizi relativa al mese di marzo dovrebbe confermare viceversa che il settore resta in territorio recessivo (per il decimo degli ultimi dodici mesi). Infine, la disoccupazione potrebbe mostrare un aumento a febbraio sia nell'eurozona che in Italia (dove l'Istat procederà a una revisione della serie per recepire le indicazioni del nuovo regolamento europeo).

La settimana ha pochi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sui verbali della riunione del FOMC di marzo, che potrebbero dare maggiori informazioni sulla divergenza di opinioni nel Comitato riguardo ai tempi della svolta sui tassi e sulla valutazione del progresso richiesto per discutere il futuro tapering. Fra i dati di marzo, l'ISM dei servizi dovrebbe registrare un rialzo in linea con le altre indagini, e il PPI dovrebbe proseguire su un trend di accelerazione. A febbraio, il deficit della bilancia commerciale è atteso in ulteriore allargamento.

1 aprile 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

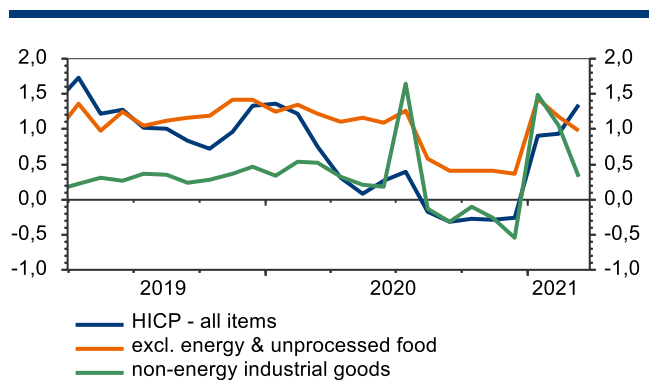
**Luca Mezzomo**  
Economista

**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

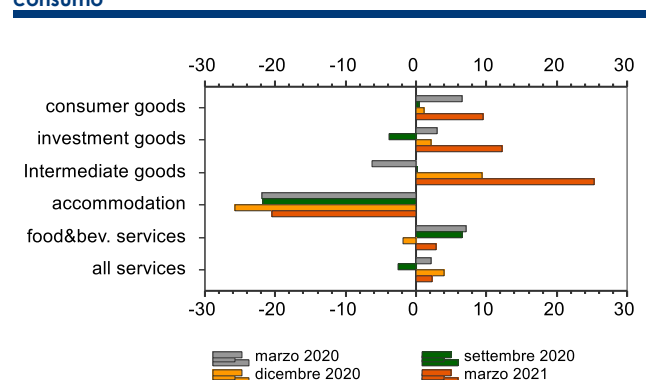
**Aniello Dell'Anno**  
Economista - Area euro

Eurozona: l'inflazione accelera in marzo, ma soltanto per il rincaro dell'energia



Fonte: Eurostat

L'indagine della Commissione Europea evidenzia una maggiore propensione delle imprese ad aumentare i prezzi dei beni di consumo



Fonte: Commissione Europea

## Il punto

**Area euro - L'aumento dell'inflazione dipende per ora tutto da fattori transitori**, fra i quali il rincaro del petrolio gioca un ruolo cruciale. La dinamica potrebbe restare abbastanza stabile nei prossimi mesi, salvo accelerare bruscamente fra il terzo e il quarto trimestre e quindi precipitare di nuovo. La ripresa diventerà più solida con le riaperture post-pandemia.

- In marzo, la **stima flash dell'inflazione** ha mostrato una nuova accelerazione da 0,9% a **1,3% a/a**. La variazione mensile è stata di **0,9% m/m**.
- L'aumento non dipende affatto da pressioni diffuse sui prezzi. Sulla variazione tendenziale, **l'aumento della componente energetica spiega direttamente circa un terzo dell'inflazione osservata**. Dell'incremento di 1,3% dell'indice dei prezzi osservato fra ottobre e marzo, ben 0,9 punti percentuali dipendono dall'energia.
- I dati per i beni industriali al netto dell'energia confermano che **una parte della sorpresa al rialzo di gennaio era dovuta alle misure di contenimento sanitario**, e quindi a una distorsione della abituale stagionalità dei prezzi: il gruppo dei beni manufatti esclusa l'energia registra un incremento tendenziale di 0,3% a/a, contro l'1,5% di gennaio e lo 0,5% di un anno fa. Il contributo alla variazione mensile è stato inferiore rispetto al solito di circa due decimi (0,6% contro 0,8%), così come a febbraio. In gennaio, al contrario, la sottrazione alla variazione mensile dell'IPCA era stata di appena 0,4 punti contro una media di 0,9: i conti sono ora circa pareggiati.
- Qualche sorpresa al rialzo sui beni manufatti non è da escludere nel prossimo futuro: l'indagine della Commissione Europea ha rilevato una **maggiore propensione all'aumento dei prezzi anche fra i produttori di beni di consumo**, oltre che fra quelli di beni intermedi e beni di investimento. Il rincaro dei costi energetici e dei trasporti internazionali potrebbe essere parzialmente traslato ai consumatori con la ripresa della domanda. I prezzi del trasporto dei container dall'Asia all'Europa restano vicini ai massimi, e forse caleranno soltanto fra il secondo e il terzo trimestre. Però i livelli degli indici di diffusione dei prezzi che le imprese si attendono di praticare in futuro sono simili a quelli di un anno fa e potremmo osservare per ora soltanto un **ritorno alla dinamica positiva ma modesta del periodo precedente la pandemia**. Invece, non ci sono ancora segnali di pressione al rialzo nel comparto dei servizi: le tendenze positive di alcune branche dovrebbero all'incirca compensare quelle negative di altre, come l'accoglienza.
- Nei **prossimi mesi**, l'inflazione sottostante dovrebbe restare stabile all'1% circa, per poi accelerare nel terzo trimestre fino a 1,6% a/a. Sull'indice generale, il picco sarà più alto – nell'ordine del 2,5% circa. Poi ci sarà una nuova discesa legata alle distorsioni osservate nei mesi scorsi, e quindi una nuova salita in scia alla ripresa economica. Un percorso confuso e volatile, ma con una tendenza ancora moderata. Servirà lo sblocco dei settori penalizzati dalla pandemia per osservare una ripresa più diffusa e persistente.

**Italia - Il mercato del lavoro è vicino a un punto di svolta**: il venir meno del blocco ai licenziamenti (previsto dal 1° luglio) potrebbe causare tra i 170 mila e i 460 mila nuovi disoccupati. L'effetto potrebbe essere amplificato in caso di riduzione della copertura CIG e di "normalizzazione" del tasso di attività.

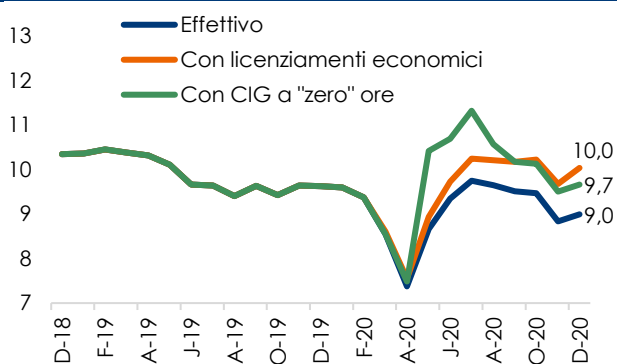
Uno dei fattori cruciali per la ripartenza post-COVID, in Italia come in altri Paesi dell'Eurozona, è la **tenuta del mercato del lavoro** una volta che verranno meno i fattori temporanei che hanno consentito sinora di limitare l'impatto della crisi sulla disoccupazione. In tal senso, il mercato del lavoro italiano appare a un bivio, in quanto, **in base a quanto previsto dal "Decreto Sostegni", da luglio dovrebbero venir meno** (o almeno essere rimodulati con condizioni decisamente più restrittive) **il blocco dei licenziamenti e l'estensione "universale" della cassa-integrazione guadagni**. Si tratta di due dei tre fattori che hanno sinora contenuto gli effetti della crisi sul tasso di disoccupazione, assieme all'aumento del tasso di inattività. In tal senso, abbiamo ricostruito

una serie di "tasso di disoccupazione aumentato" nel caso del venir meno di ciascuno di questi tre fattori:

- **blocco dei licenziamenti:** se i licenziamenti di natura economica (sui contratti a tempo indeterminato) nell'ultimo anno fossero stati in linea con i 12 mesi pre-COVID, il tasso di disoccupazione risulterebbe più alto di un punto (al 10% a dicembre, anziché 9% come da dati Istat); in pratica, nei mesi da marzo a dicembre, si sarebbero accumulati circa 300 mila licenziamenti "sospesi" (circa 25 mila al mese), che, a questo ritmo, potrebbero salire a 460 mila a giugno (ultimo mese in cui dovrebbe essere in vigore il blocco ai licenziamenti); applicando questo calo degli occupati al livello di dicembre del tasso di disoccupazione, esso risulterebbe pari a 10,6%;
- **cassa-integrazione:** un altro modo per stimare gli effetti del possibile venir meno del blocco ai licenziamenti è quello di ipotizzare che, al venir meno della possibilità (virtualmente per tutte le imprese) di far ricorso alla CIG, siano licenziati tutti i cassintegrati a zero ore (più estensivamente, con un numero di ore lavorate da zero al 20%) per tutto il periodo post-COVID: l'ultima stima nota è quella di settembre ed è pari a 167 mila persone; anche in questo caso, abbiamo costruito una serie di "tasso di disoccupazione aumentato", che sarebbe pari a 9,7% a fine dicembre 2020;
- **aumento inattività:** nei mesi di marzo e aprile dell'anno scorso, il lockdown ha causato un balzo del tasso di inattività, che è stato solo in parte riassorbito nei mesi successivi: in pratica, confrontando la situazione di fine 2020 con quella pre-COVID (di febbraio), il risultato è che il calo degli occupati (-425 mila unità) non si è riflesso in un aumento dei disoccupati (anzi in calo) ma, all'incirca nella stessa entità (+493 mila unità), degli inattivi. Se questi inattivi in più fossero conteggiati come disoccupati, il tasso dei senza-lavoro sarebbe al 10,7%; se a questo effetto si aggiungono i due di cui sopra (il venir meno del blocco sui licenziamenti e del ricorso alla CIG), la disoccupazione salirebbe rispettivamente all'11,4% e all'11,8% (avendo toccato un picco, in quest'ultimo scenario, sopra il 13% la scorsa primavera).

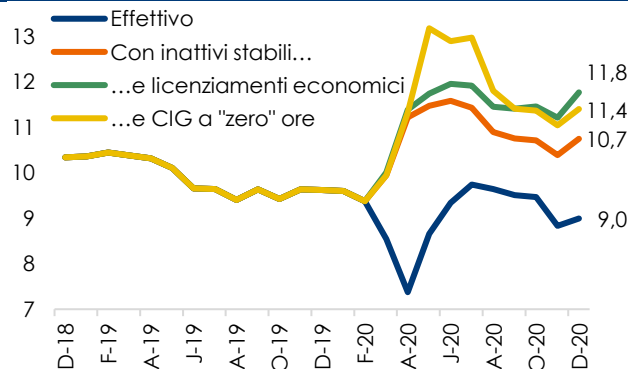
Queste elaborazioni segnalano l'estrema **fragilità del mercato del lavoro, sinora "mascherata" da effetti statistici<sup>1</sup> e interventi legislativi, ma che è destinata ad accentuarsi** nel corso del 2021. Nel nostro scenario centrale, il tasso di disoccupazione potrebbe toccare un picco in media d'anno non nel 2021 ma nel 2022 (su livelli vicini all'11%).

**Fig. 1 – Il tasso di disoccupazione sarebbe più elevato senza il blocco dei licenziamenti**



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 2 – L'effetto sarebbe ancora più ampio se tutti gli inattivi in più fossero considerati disoccupati**



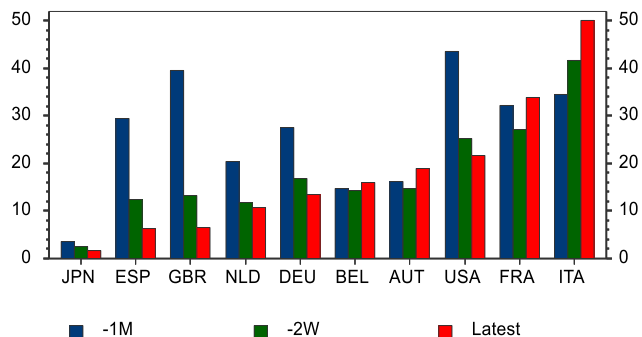
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Istat

<sup>1</sup> La settimana prossima, l'Istat diffonderà i risultati dell'adeguamento della rilevazione sulle forze di lavoro al nuovo regolamento europeo (vedi sezione "I market mover della settimana"). Poiché i lavoratori in cassa-integrazione e i lavoratori autonomi non saranno più considerati occupati in caso di assenza dal lavoro superiore ai 3 mesi, la revisione potrebbe ridurre la "distorsione statistica" del tasso di disoccupazione nell'attuale fase.

## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19

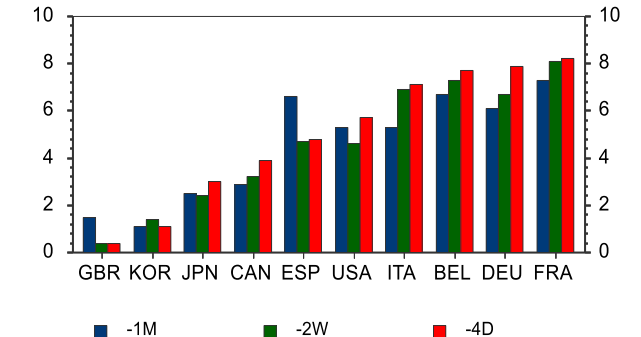
per million people, per week



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi

x 0,01



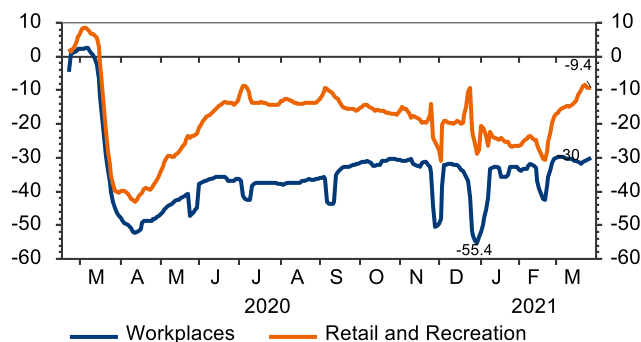
Fonte: OurWorldInData

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



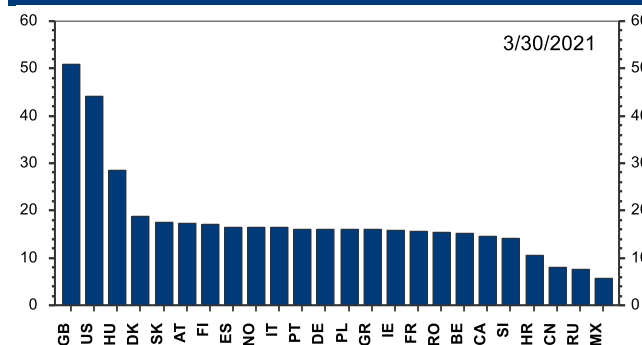
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



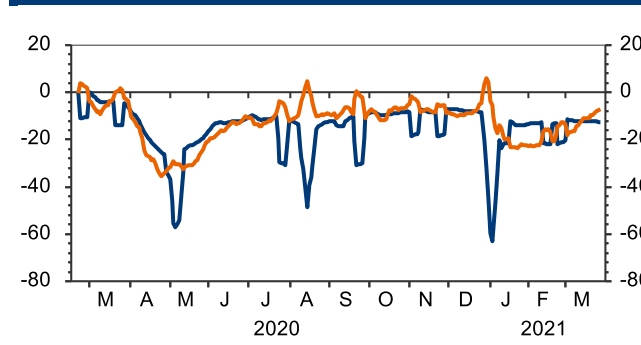
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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**, i dati sulla produzione industriale di febbraio in Germania e Francia dovrebbero mostrare una moderata espansione, in linea con i segnali positivi giunti dalle indagini di fiducia nel manifatturiero. La seconda lettura del PMI servizi relativa al mese di marzo dovrebbe confermare viceversa che il settore resta in territorio recessivo (per il decimo degli ultimi dodici mesi). Infine, la disoccupazione potrebbe mostrare un aumento a febbraio sia nell'eurozona che in Italia (dove l'Istat procederà a una revisione della serie per recepire le indicazioni del nuovo regolamento europeo).

La settimana ha pochi dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sui verbali della riunione del FOMC di marzo, che potrebbero dare maggiori informazioni sulla divergenza di opinioni nel Comitato riguardo ai tempi della svolta sui tassi e sulla valutazione del progresso richiesto per discutere il futuro tapering. Fra i dati di marzo, l'ISM dei servizi dovrebbe registrare un rialzo in linea con le altre indagini, e il PPI dovrebbe proseguire su un trend di accelerazione. A febbraio, il deficit della bilancia commerciale è atteso in ulteriore allargamento.

### Lunedì 5 aprile

#### Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a marzo è previsto in aumento a 57,8 da 55,3 di febbraio, in linea con le indicazioni delle altre indagini del mese. La riapertura delle attività aggregative, la diffusione dei vaccini e la normalizzazione del clima dopo il maltempo di febbraio dovrebbero spingere verso l'alto i principali sotto-indici dell'indagine, con segnali favorevoli per attività e occupazione.

### Martedì 6 aprile

#### Area euro

- **Area euro.** La **disoccupazione** è prevista in crescita di un decimo a febbraio, all'8,2%. L'effetto della crisi è ancora ritardato dalle misure di sostegno mirate a preservare i contratti di lavoro esistenti e dal calo del tasso di partecipazione, sicché il picco della disoccupazione sarà ritardato rispetto al punto di minimo del ciclo.
- **Italia.** L'Istat diffonde con ritardo i dati provvisori sugli **occupati** relativi ai mesi di gennaio e febbraio. La rilevazione riceverà le indicazioni del Regolamento (UE) 2019/1700 del Parlamento europeo e del Consiglio, in vigore dal 1° gennaio. Le novità più importanti riguardano il fatto che i lavoratori in cassa-integrazione e i lavoratori autonomi non saranno più considerati occupati in caso di assenza dal lavoro superiore ai 3 mesi; ciò potrebbe causare una revisione al rialzo delle stime sul tasso di disoccupazione, potenzialmente significativa ma ad oggi di difficile quantificazione.

### Mercoledì 7 aprile

#### Area euro

- **Area euro.** Il **dato finale del PMI servizi** potrebbe mostrare una marginale revisione al ribasso rispetto alla stima flash, a 48,7 da 48,8, comunque in recupero rispetto al 45,7 di febbraio. I nuovi affari dovrebbero essere confermati in miglioramento, con le aspettative di business ancora su valori elevati. L'indice tedesco confermerebbe il valore della stima preliminare (50,8), mentre non escludiamo una revisione al ribasso di due decimi sull'indice francese (a 47,6) sulla scia delle nuove restrizioni scattate dal 20 marzo. La prima lettura del PMI servizi per l'Italia dovrebbe mostrare un modesto recupero (a 49,1 da 48,8 precedente), con l'indice in territorio recessivo per l'undicesimo degli ultimi dodici mesi. Il **PMI composito** per l'area euro è atteso confermare il dato preliminare di 52,5 punti.

## Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** a febbraio dovrebbe registrare un ampliamento del deficit a -70,3 mld, da -68,2 mld di gennaio, in linea con le indicazioni del saldo per i beni. Le esportazioni di beni dovrebbero confermare la contrazione di -3,8% m/m, dopo +1,5% m/m di gennaio, con flessioni diffuse a tutte le categorie, particolarmente marcate per le forniture industriali, le auto e i beni di consumo. Dal lato delle importazioni, si dovrebbe registrare un calo di -1,4% m/m, concentrato negli alimentari, nelle auto e nei beni di consumo, a fronte di un aumento solido delle forniture industriali. Il canale estero dovrebbe contribuire negativamente alla crescita nella parte centrale dell'anno, sulla scia della crescente divergenza fra i tassi di crescita degli USA e quelli dei principali partner commerciali.
- La Fed pubblica i **verbali della riunione del FOMC** di marzo. Il documento darà informazioni su alcuni punti di rilievo. Prima di tutto, alla luce dello spostamento verso l'alto di alcuni dei punti nel grafico delle proiezioni dei tassi, sarà importante vedere quanto ferme sono le previsioni di tassi stabili fino al 2024 fra i partecipanti che non hanno spostato i loro punti a marzo, e come vengano qualificate le condizioni per un anticipo dei rialzi almeno al 2023. In secondo luogo, sarà rilevante capire se il Comitato vuole dare qualche indicazione riguardo all'"ulteriore sostanziale progresso" verso gli obiettivi richiesti per iniziare a discutere di tapering. È probabile che il messaggio generale resti *dovish*, con l'impegno a fare tutto il possibile per supportare la ripresa, anche se comincerà a esserci la presenza esplicita di probabili futuri dissensi, a partire dal 2022.

## Giovedì 8 aprile

### Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti ancora in crescita a febbraio, ma su ritmi inferiori a quelli visti in gennaio (+1% da +1,4% m/m). Le indagini congiunturali indicano una possibile riaccelerazione a marzo.

## Venerdì 9 aprile

### Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** dovrebbe registrare un recupero di +0,9% m/m a febbraio, dopo il calo visto a gennaio (-2,5% m/m). L'industria dovrebbe aver beneficiato di una domanda estera in ripresa. Le indagini congiunturali e i dati sul traffico autostradale di merci anticipano un'attività industriale in salita anche a marzo. L'industria dovrebbe dare un contributo marginalmente positivo al PIL nel 1° trimestre, che tuttavia non sarà sufficiente a compensare la contrazione nei servizi.
- **Francia.** Le indagini congiunturali segnalano che la **produzione industriale** potrebbe mostrare una crescita anche a febbraio, stimata di +0,5% m/m (-1,2% a/a), dopo il +3,3% m/m (-0,2% a/a) visto a gennaio. Le imprese francesi continuerebbero a beneficiare di una domanda estera vivace. L'indice PMI manifatturiero ha evidenziato un'accelerazione a marzo (a 59,3 da 56,1 di febbraio): nel 1° trimestre l'industria dovrebbe fornire un contributo positivo alla crescita del PIL.

## Stati Uniti

- Il **PPI** a marzo è previsto in rialzo di 0,5% m/m, come a febbraio sulla scia degli aumenti nel comparto energetico, dei costi dei noli e della scarsità di componenti produttivi che genera maggiore pricing power dei produttori. Al netto di alimentari ed energia, l'indice dovrebbe segnare una variazione di 0,3% m/m, dopo 0,2% m/m di febbraio.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (5-9 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 5/4	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		mar	59.1		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		mar	60.0		
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	mar	55.3	57.4	57.8
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		feb	2.6	%	-0.5
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	feb	prel -1.1	%	
Mar 6/4	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	feb	prel -0.9	%	
	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	feb	-6.1	%	
	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	mar	51.5		
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	gen-feb	9.0	%	
Mer 7/4	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	feb	8.1	%	8.2
	09:45	ITA	PMI servizi	*	mar	48.8		49.1
	09:50	FRA	PMI servizi finale		mar	prel 47.8		47.6
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	mar	prel 50.8		50.8
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	mar	prel 52.5		52.5
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	mar	prel 48.8		48.7
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	mar	56.8		
	16:30	USA	Bilancia commerciale		feb	-68.2	Mld \$	-70.2
Gio 8/4	00:00	CN	Riserve in valuta estera		mar	3.205	1000Mld \$	
	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		mar	33.8		
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	feb	1.4	%	1.0
	11:00	EUR	PPI a/a		feb	0.0	%	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim		x1000	
Ven 9/4	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim		Mln	
	03:30	CN	CPI a/a	*	mar	-0.2	%	
	03:30	CN	CPI m/m		mar	0.6	%	
	03:30	CN	PPI a/a	*	mar	1.7	%	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	feb	-2.5	%	0.9
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		feb	22.2	Mld €	
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	feb	3.3	%	0.5
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		feb	-2.2	%	
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		feb	-6.8	%	
	14:30	USA	PPI m/m		mar	0.5	%	0.5
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	mar	0.2	%	0.2

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 (2-9 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento
Ven 2/4	17:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Mer 7/4	15:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
	17:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)
	18:00	USA	Discorso di Barkin (Fed)
	20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio 8/4	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di marzo
	17:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
	18:00	USA	* Discorso di Powell (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

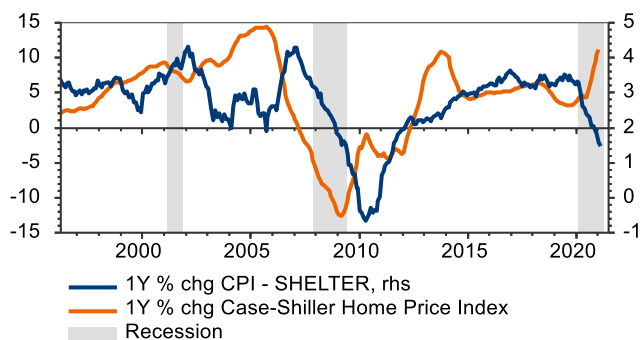
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	gen	10.2 (10.1)	%	11.0	11.1
Indice dei prezzi delle case m/m	gen	1.2 (1.1)	%		1.0
Fiducia consumatori (CB)	mar	90.4 (91.3)		96.9	109.7
Nuovi occupati: stima ADP	mar	176 (117)	x1000	550	517
PMI (Chicago)	mar	59.5		60.7	66.3
Richieste di sussidio	settim	684	x1000	680	
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.870	Mln	3.775	
Markit PMI Manif. finale	mar	59.0			
Spesa in costruzioni	feb	1.7	%	-1.0	
Indice ISM manifatturiero	mar	60.8		61.3	
Tasso di disoccupazione	mar	6.2	%	6.0	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mar	379	x1000	647	
Salari orari m/m	mar	0.2	%	0.1	

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

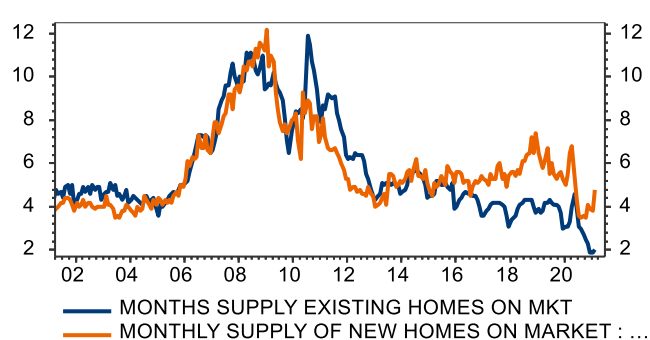
I **prezzi delle case** misurati a livello nazionale con l'indice S&P Corelogic Case-Shiller a gennaio salgono di 11,4% a/a, da 10,4% a/a di dicembre, e toccano i massimi da 15 anni, sulla scia dell'aumento della domanda e della persistente scarsità di offerta. Le scorte di case esistenti sul mercato sono sui minimi dal 1982, e anche nel comparto delle case nuove la disponibilità per la vendita suggerisce eccesso di domanda. L'accelerazione dei prezzi delle case è diffusa a tutte le regioni e a ogni grande area metropolitana. La costante crescita dei prezzi delle case prelude a un aumento della componente abitazione negli indici dei prezzi al consumo, dopo un periodo di relativa debolezza durante il 2020.

#### Prezzi delle case in continua accelerazione, rischi verso l'alto per la componente abitazione degli indici dei prezzi



Fonte: Refinitiv Datastream

#### Le scorte di case in vendita puntano a un persistente eccesso di domanda

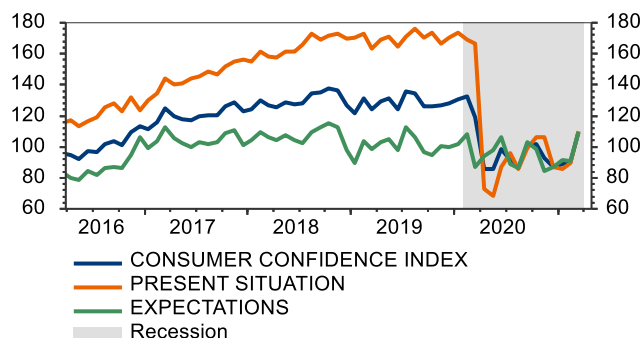


Fonte: Refinitiv Datastream

La **fiducia dei consumatori** a marzo balza a 109,7, da 90,4 di febbraio, sui massimi da aprile 2020. Le condizioni correnti sono in rialzo a 110 da 89,6 e le aspettative passano da 90,9 di febbraio a 109,6. La fiducia torna su un sentiero verso l'alto, dopo dieci mesi di quasi-stabilità, grazie al significativo miglioramento della valutazione dello stato e delle prospettive dell'economia e del mercato del lavoro. Al contempo, però, sono in aumento anche le aspettative di inflazione nel breve termine, in gran parte per via del rialzo dei prezzi della benzina. Il nuovo livello della fiducia dei consumatori conferma l'aspettativa di un imminente rimbalzo dei consumi, grazie al cambiamento avvenuto nell'ultimo mese sul fronte del controllo della pandemia e alla nuova iniezione di trasferimenti federali.

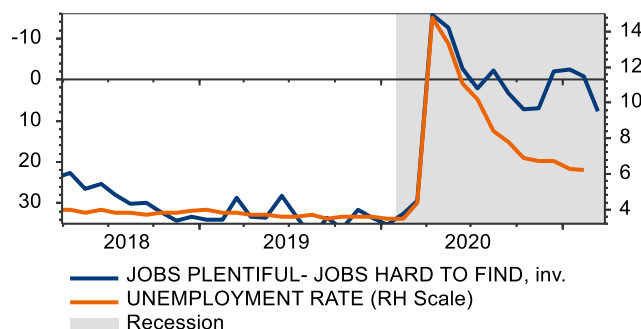


**La fiducia dei consumatori torna su un sentiero verso l'alto a marzo...**



Fonte: Refinitiv Datastream

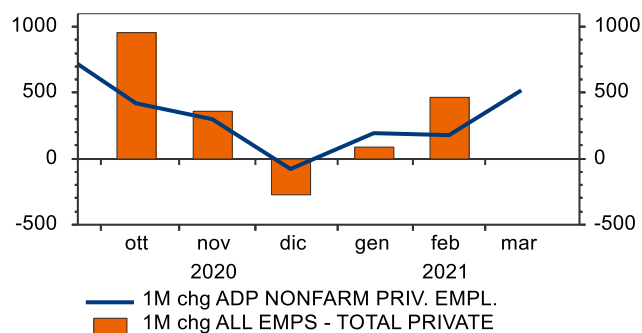
**...mentre torna ad aumentare l'ottimismo sulle prospettive del mercato del lavoro**



Fonte: Refinitiv Datastream

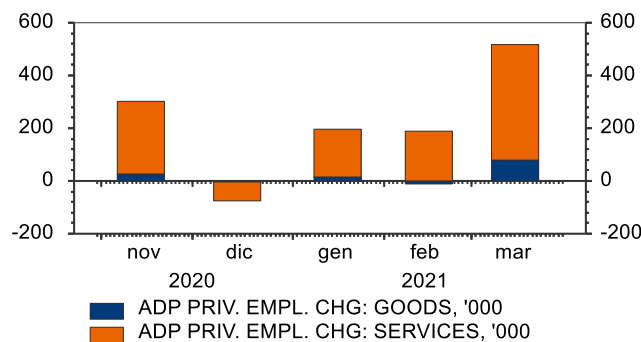
La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** a marzo registra una variazione di 517 mila, dopo 176 mila di febbraio, con variazioni ampie per tutte le dimensioni di impresa (174 mila, 188 mila, 155 mila per piccole, medie e grandi imprese, rispettivamente). Nell'industria l'aumento complessivo è di 80 mila (-1000 nell'estrattivo, +32 mila nelle costruzioni e +49 mila nel manifatturiero). I servizi creano 437 mila posti, diffusi non solo a tempo libero e ospitalità (169 mila), ma anche a istruzione e sanità (68 mila), servizi alle imprese (83 mila) e commercio e trasporti (92 mila). Mentre l'aumento di costruzioni e manifatturiero in parte riflette un recupero dopo il calo di febbraio dovuto al maltempo, la ripresa occupazionale nei servizi segue la riapertura delle attività aggregative conseguente alla diffusione dei vaccini.

**Stima ADP dei nuovi occupati non agricoli privati in ulteriore ripresa a marzo**



Fonte: Refinitiv Datastream

**La dinamica occupazionale dei servizi accelera**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	feb	1.10	1.10	1.09
Tasso di disoccupazione	feb	2.9	%	2.9
Vendite al dettaglio a/a	feb	-2.4	%	-1.5
Produzione industriale m/m prelim	feb	4.3	%	-2.1
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T1	-10	0	5
Tankan, grandi imprese non manifat.	T1	-5	-5	-1
PMI manifatturiero finale	mar	52.0		52.7

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

Il **tasso di disoccupazione** a febbraio è stabile a 2,9%, come a gennaio, in calo dal picco di 3,1% di ottobre. Il tasso di partecipazione aumenta a 61,9% da 61,8%, marginalmente al di sopra del livello di un anno fa (61,8%). Le misure di protezione dell'occupazione attuate dal Governo hanno contenuto le ricadute della recessione sul mercato del lavoro. Il rapporto fra posizioni aperte e occupati cala a 1,09 a febbraio da 1,10, ma rimane al di sopra dei livelli del secondo semestre del 2020, intorno a 1,05. Il PIL dovrebbe registrare una nuova contrazione nel 1° trimestre, per via del peggioramento del quadro sanitario di inizio anno e dell'introduzione dello stato di emergenza, ma dal 2° trimestre in poi ci dovrebbe essere una riaccelerazione. La campagna vaccinale è partita tardi e procede a un ritmo straordinariamente lento, anche per la mancanza di siringhe necessarie per le vaccinazioni. Ai ritmi attuali, con l'inoculazione di solo 46500 dosi dall'inizio della campagna vaccinale circa un mese fa, secondo Reuters, ci vorrebbero 126 anni per vaccinare la popolazione di 126 milioni.

Le **vendite al dettaglio** a febbraio calano di -1,5% a/a, dopo -2,4% a/a di gennaio. Su base mensile le vendite sono in rialzo di 3,1% m/m, dopo la correzione di -1,7% m/m di gennaio, con indicazioni solide in gran parte dei comparti (con l'eccezione di auto, benzina e alimentari), nonostante lo stato di emergenza in vigore il mese scorso. In termini reali la variazione è stimata a 3,3% m/m. Nonostante il risultato positivo per le vendite di febbraio, i consumi nel 1° trimestre dovrebbero essere in calo sulla scia degli effetti negativi dello stato di emergenza sul segmento dei servizi, anche a causa della sospensione dei programmi pubblici di supporto alle attività aggregative.

La **produzione industriale** a febbraio cala di -2,1% m/m (-2,6% a/a), frenata dalle correzioni nei settori auto, macchinari elettrici ed elettronici. Sono invece in rialzo i macchinari produttivi, i trasporti ex-auto e la componentistica elettronica. Le consegne sono in calo di -1,5% m/m, mentre il rapporto scorte fatturato è in rialzo di 1% m/m. Le proiezioni vedono un ulteriore calo a marzo (-1,9% m/m), seguito da un rimbalzo di 9,3% m/m ad aprile. Il 1° trimestre dovrebbe registrare una contrazione del PIL causata dal peggioramento dei contagi e dallo stato di emergenza nazionale, ma dal 2° trimestre in poi la crescita dovrebbe tornare in territorio positivo.

L'indagine **Tankan** a marzo riporta un risultato migliore delle attese per le grandi imprese manifatturiere, con un aumento a 5 (consenso: 0), da -10 di dicembre, confermando la resilienza del settore anche durante lo stato di emergenza nazionale. L'indice di previsione, a 4, segnala però una stabilizzazione del miglioramento dell'attività. Anche per le grandi imprese non manifatturiere si registra un miglioramento da dicembre e un dato migliore delle attese, con l'indice a -1 (consenso: -5), pur in presenza di un netto deterioramento per le imprese operanti nei servizi agli individui, grazie a ripresa dell'attività in quasi tutti gli altri settori. Le previsioni delle imprese per il prossimo trimestre sono di stabilizzazione sui livelli attuali (-1). Le imprese hanno aspettative per il cambio dollaro/yen a 106,1. L'eccesso di offerta è in via di riduzione (-26 da -35) per le grandi imprese manifatturiere ma rimane ampio. Le indicazioni dell'indagine sono solo modestamente positive perché, al di là del miglioramento superiore alle attese a inizio 2021, non si evidenzia ulteriore recupero dell'attività, anche a causa della lentezza della campagna vaccinale, che lascia l'economia soggetta a possibili future ondate pandemiche.

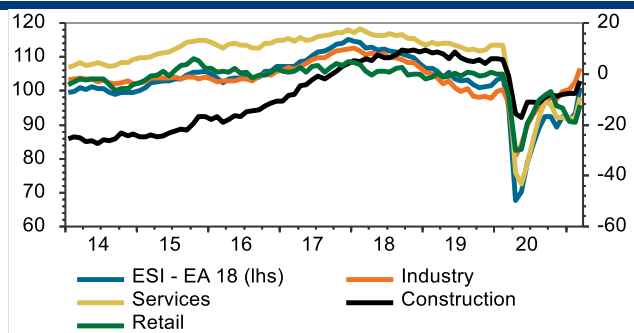
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Fiducia consumatori finale	mar	-10.8	-10.8	-10.8
EUR	Fiducia servizi	mar	-17.0 (-17.1)	-14.4	-9.3
EUR	Fiducia industria	mar	-3.1 (-3.3)	0.0	2.0
EUR	Indice di fiducia economica	mar	93.4	96.0	101.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	mar	1.2	%	1.2
EUR	CPI a/a stima flash	mar	0.9	%	1.3
EUR	PMI manifatturiero finale	mar	prel 62.4	62.4	62.5
FRA	Fiducia consumatori	mar	91	91	94
FRA	Spese per consumi m/m	feb	-4.9 (-4.6)	%	2.0
FRA	IPCA a/a prelim	mar	0.8	%	1.3
FRA	PMI manifatturiero finale	mar	prel 58.8	58.8	59.3
GER	Prezzi import a/a	feb	-1.2	%	1.1
GER	IPCA m/m prelim	mar	0.6	%	0.5
GER	CPI (Lander) m/m prelim	mar	0.7	%	0.5
GER	IPCA a/a prelim	mar	1.6	%	2.0
GER	CPI (Lander) a/a prelim	mar	1.3	%	1.7
GER	Tasso di disoccupazione	mar	6.0	%	6.0
GER	Variazione n° disoccupati	feb	-36 (-41) x1000		-13
GER	Vendite al dettaglio m/m	feb	-4.5	%	2.0
GER	Vendite al dettaglio a/a	feb	-8.7	%	-6.3
GER	PMI manifatturiero finale	mar	prel 66.6	66.6	66.6
ITA	PPI a/a	feb	-0.3	%	0.7
ITA	PPI m/m	feb	1.4	%	0.5
ITA	IPCA m/m prelim	mar	-0.2	%	2.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	mar	0.6	%	0.8
ITA	IPCA a/a prelim	mar	1.0	%	1.1
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	mar	0.1	%	0.3
ITA	PMI manifatturiero	mar	56.9	59.6	59.8
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T4	9.4	%	
SPA	IPCA a/a prelim	mar	-0.1	%	0.9

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

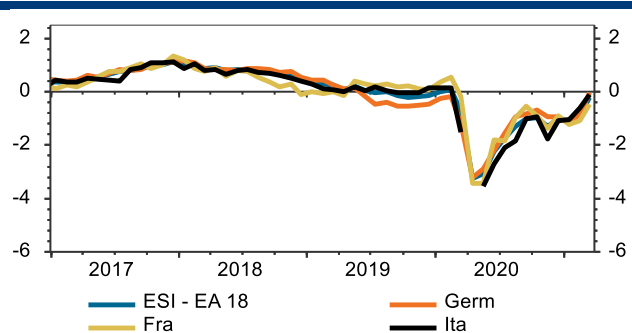
**Area euro.** L'indice composito di **fiducia economica** della Commissione UE (ESI) è cresciuto ben oltre le attese a marzo, passando a **101** punti da 93,4 di febbraio. Sorprendentemente, l'aumento più ampio, dal lato delle imprese, si registra per i settori direttamente colpiti dalle misure restrittive decise dai governi, ovvero i **servizi** (a -9,3 da -17,0 di febbraio) e il **commercio al dettaglio** (da -19,1 a -12,2, su valori ancora depressi). Il forte progresso del commercio, che interessa sia le aspettative sia l'attività corrente, riflette le riaperture parziali avvenute in alcuni paesi (Germania, Olanda, Portogallo). Nei servizi è stato dominante il miglioramento delle aspettative di domanda (+12,7 punti a +6,3), in particolare nella ristorazione e nell'accoglienza, mentre la situazione corrente riflette l'impatto molto diversificato delle restrizioni nei vari comparti. Più contenuto è stato il miglioramento nell'**industria** (a 2 da -3,1 precedente) e nelle **costruzioni** (a -2,7 da -7,5), con entrambi gli indici che permangono su valori superiori alla media storica. Risalgono anche le aspettative di inflazione, che restano però più basse rispetto ai livelli pre-COVID. Nell'industria, però, l'indice di diffusione è al livello più alto dal 2011 (17,6). Il **dato finale della fiducia dei consumatori** conferma il valore della stima flash a -10,8 da -14,8 a febbraio. Il dato delle indagini di marzo anticiperebbe un ritorno ai livelli pre-pandemia nei prossimi mesi, ma per ora tutto si poggia ancora sul miglioramento delle aspettative.

**Area euro – Cresce la fiducia in tutti i macro-settori...**



Fonte: Commissione Europea

**... e in tutti i principali paesi dell'Eurozona**

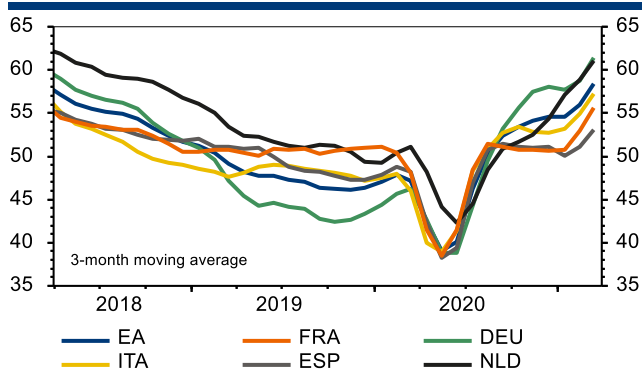


Fonte: Commissione Europea

**Area euro.** Il **PMI manifatturiero** di marzo è stato rivisto al rialzo di un decimo rispetto alla stima preliminare, a **62,5**; l'indice è salito da 57,9 punti 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 63,3 e 63,0); l'occupazione rimane su valori superiori alla soglia di invarianza (54,8). Dall'indagine di marzo emerge una crescita discreta dei prezzi degli output (60,9) e più marcata per gli input (79,7), **associata a problemi di approvvigionamento** (l'indice dei tempi di consegna è calato a 22,1, 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 determinato problemi nei trasporti dall'Asia a Europa e Stati Uniti, associati a un vertiginoso aumento dei costi di spedizione (4 volte superiore rispetto alla norma sulle rotte verso l'Europa, secondo Freightos). Inoltre, un incidente ha bloccato il canale di Suez per alcuni giorni. La situazione non si normalizzerà prima del 2° o 3° trimestre di quest'anno. Per quanto riguarda i sotto-settori, infine, la crescita dei beni di investimento e intermedi è stata particolarmente elevata, raggiungendo a marzo valori record.

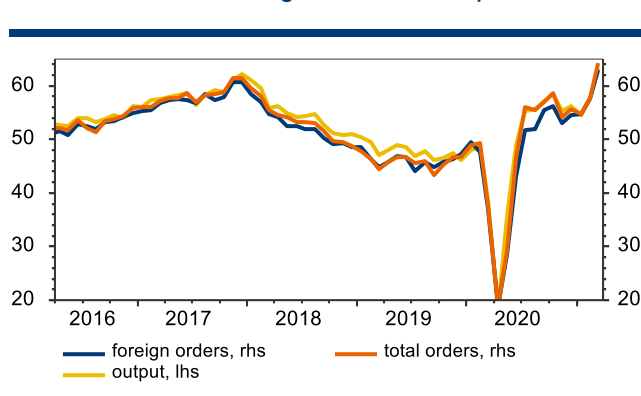
Lo **spaccato per Paese** ha visto una revisione al rialzo di cinque decimi del PMI manifatturiero **francese** (a 59,3 da 56,1 di febbraio). Migliorano gli indici della produzione (a 58,3 punti) e dell'export (56,4). I prezzi sono coerenti con una moderata accelerazione. In **Germania** il PMI manifatturiero ha confermato il dato preliminare, a 66,6 da 60,7 di febbraio. Rimangono su valori elevati gli indici dei nuovi ordini (70,9) e degli ordini esteri (69,1); l'occupazione supera la soglia di 50. I prezzi, infine, hanno registrato una forte crescita. Il PMI manifatturiero dell'**Italia** ha visto un'accelerazione nel ritmo di espansione, a 59,8 (massimo da più di 20 anni) da 56,9 di febbraio. Gli indici dei nuovi ordini e degli ordini esteri restano su valori elevati; la crescita della produzione (61,2 punti) si riflette in un ulteriore miglioramento del mercato del lavoro (55,3). L'indagine segnala per l'Italia una moderata pressione inflattiva. Anche in **Spagna**, il dato di marzo segna un miglioramento, a 56,9 da 52,0 precedente.

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



Fonte: IHS Markit

**... e accelera la crescita degli ordinativi e della produzione**



Fonte: IHS Markit

**Area euro.** La **stima flash dell'inflazione** nel mese di marzo mostra un'accelerazione da 0,9% a **1,3% a/a**, in linea con le attese. La variazione mensile è stata di **0,9% m/m**, di cui più di un quarto dovuta alla componente energetica (+2,6% m/m). Sulla variazione tendenziale, **l'aumento della componente energetica spiega direttamente circa un terzo dell'inflazione osservata**. I dati per i beni industriali al netto dell'energia confermano che una parte della sorpresa di gennaio era dovuta alla cancellazione dei saldi per effetto delle misure di contenimento sanitario, e quindi a una distorsione della abituale stagionalità dei prezzi: il gruppo dei beni manufatti, esclusa l'energia, registra un incremento tendenziale di 0,3% a/a, contro l'1,5% di gennaio e lo 0,5% di un anno fa. Nei prossimi mesi, l'inflazione sottostante dovrebbe restare stabile all'1% circa, per poi accelerare nel terzo trimestre fino a 1,6% a/a. Sull'indice generale, il picco sarà più alto – nell'ordine del 2,5% circa. Poi ci sarà una nuova discesa legata alle distorsioni osservate nei mesi scorsi, e quindi una nuova salita in scia alla ripresa economica. Qualche sorpresa al rialzo sui beni manufatti non è da escludere: l'indagine della Commissione Europea ha rilevato una maggiore propensione all'aumento dei prezzi anche fra i produttori di beni di consumo, oltre che fra quelli di beni intermedi e beni di investimento, anche se i livelli sono simili a quelli di un anno fa, e il rincaro dei trasporti potrebbe essere parzialmente traslato ai consumatori con la ripresa della domanda. Invece, non ci sono ancora segnali di pressione al rialzo nel comparto dei servizi.

**Germania.** Le **vendite al dettaglio** hanno mostrato un rimbalzo solo parziale a febbraio (+1,2% m/m) dopo il crollo dei due mesi precedenti (-6,5% m/m, rivisto al ribasso da -4,5% della prima stima, a gennaio). Le vendite risultano in calo di ben -9% rispetto a un anno prima (da -9,3% il mese precedente). A guidare il rimbalzo, con una crescita a due cifre, sono stati abbigliamento, informatica e mobili, ma in tutti questi settori il recupero rispetto al bimestre precedente è stato solo parziale. La caduta dei consumi accentua i rischi di significativa contrazione del PIL nel 1° trimestre dell'anno.

**Germania.** L'indice composito di attività **WAI** è stabile a -0,7 per la seconda settimana di fila. Tale livello corrisponde a una contrazione del PIL di circa -1%, decisamente meglio di quanto attualmente previsto per il primo trimestre (circa -2%).

**Germania.** Il **tasso di disoccupazione** a febbraio è rimasto invariato rispetto al mese precedente, al 4,6%. Secondo Destatis, il numero dei senza-lavoro è stato di circa 2,04 milioni, con un calo rispetto a gennaio di 3 mila unità. Rispetto a un anno fa il numero dei senza lavoro è cresciuto di 538 mila unità (+35,8%). La disoccupazione dovrebbe mantenersi circa stabile nella prima metà dell'anno, mentre il picco potrebbe manifestarsi solamente a partire dal trimestre estivo.

**Germania.** I dati flash dai Länder indicano che a marzo i **prezzi al consumo** sono saliti di cinque decimi sia sull'indice domestico, che sull'armonizzato. L'inflazione di riflesso è cresciuta da +1,3% a/a a **+1,7% a/a** sull'indice nazionale e a +2,0% a/a da +1,6% a/a su quello armonizzato. Il rialzo è guidato principalmente dall'aumento dei listini energetici, balzati a +4,8% a/a da -0,3% a/a precedente. Nel complesso i prezzi dei beni sono cresciuti dell'1,9% a/a, dopo l'1% a/a di febbraio: come indicato dalle indagini PMI di marzo, il miglioramento della domanda ha permesso ai produttori manifatturieri tedeschi di trasferire parte degli aumenti dei costi sui prezzi di vendita. I servizi, invece, passano all'1,6% a/a dall'1,4% a/a. Il valore di marzo risulta ancora influenzato da problemi nella raccolta dei dati, causati dalle misure restrittive. I prezzi sono attesi risalire nei prossimi mesi; il 2021 potrebbe chiudersi con un'inflazione media annua poco sotto il +3%.

**Francia.** L'indice **INSEE di fiducia** delle **famiglie** di marzo ha registrato un aumento a **94** punti da 91 precedente. L'indice rimane al di sotto della sua media storica di 100 punti: sulla ripresa del morale pesa l'incertezza legata all'aumento dei contagi. L'indagine di marzo mostra un miglioramento della condizione finanziaria delle famiglie sia futura (a -4 da -8 precedente), salita oltre la media storica, che passata (a -15 da -16 precedente); le aspettative di una ripresa

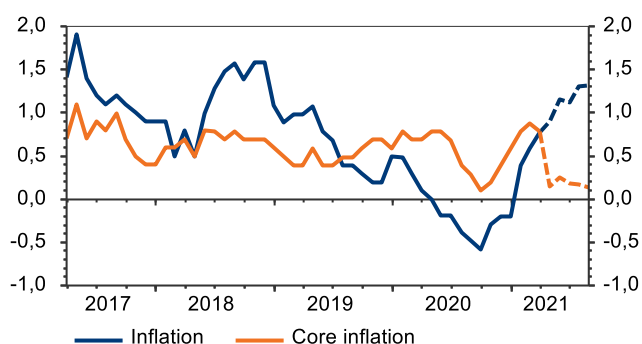
dell'inflazione rimangono sopra il livello storico. In ogni caso, l'indice dovrebbe risalire gradualmente verso i livelli pre-pandemici nei prossimi mesi.

**Francia.** La **spesa per consumi** ha visto una stagnazione a febbraio, dopo il -4,9% m/m (rivisto al ribasso di tre decimi) di gennaio. Il dettaglio mostra una crescita per il settore tessile (+15,8% m/m, dopo il crollo di -28,0% m/m in gennaio), per effetto anche dei saldi invernali, e per le spese per beni durevoli (+2,3% m/m). Il consumo di energia cala di -3,1% m/m, dopo il +4,9% m/m di gennaio, come anche il comparto alimentare (da +1,7% m/m a -2,2% m/m). La variazione annua dei consumi rimane in territorio negativo (-0,1% a/a). Prevediamo un andamento altalenante delle vendite nei prossimi mesi.

**Francia.** La stima flash indica che a marzo l'**inflazione** ha visto un'accelerazione sia sull'indice nazionale, a +1,1% a/a da +0,6% a/a di febbraio, sia sulla misura armonizzata, a +1,4% a/a da +0,8% a/a precedente. Il rialzo è spiegato dal balzo dei listini energetici (a +4,8% a/a da -1,6% a/a di febbraio) e dalla crescita dei prezzi dei servizi (a +1,1% a/a da 0,8% a/a precedente) e dei beni manifatturieri (-0,2% a/a da -0,4% precedente). Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di sei decimi sull'indice nazionale e di sette decimi su quello armonizzato. Ci attendiamo una graduale risalita dell'inflazione nei prossimi mesi.

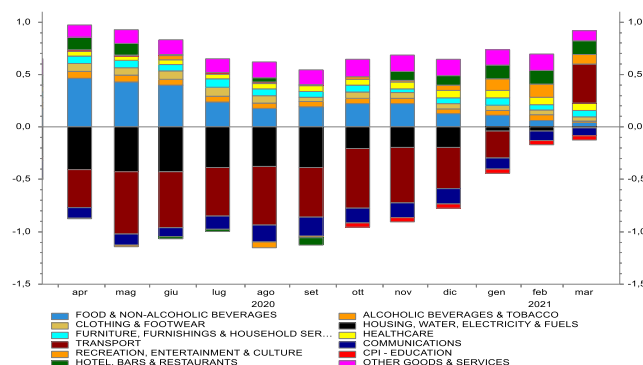
**Italia.** I dati di marzo sull'inflazione sono stati superiori alle previsioni sull'indice domestico e inferiori alle attese di consenso per quanto riguarda l'IPCA. **Sul NIC, l'inflazione annua è salita da 0,6% a 0,8% (massimo da quasi due anni)**, con listini in aumento di 0,3% m/m (rispetto allo 0,1% previsto, in linea con il dato di febbraio). **Le pressioni al rialzo sono venute principalmente dai trasporti** (+2% m/m), per via dei rincari sia dei carburanti (in aumento su base annua per la prima volta da febbraio dello scorso anno, a +1,7% a/a) che dei servizi di trasporto (in accelerazione da 1% a 2,2% a/a); i prezzi sono aumentati a sorpresa, sia pure in minor misura, anche per alimentari e spese per il tempo libero. **L'inflazione di fondo è scesa a 0,8% da 0,9% precedente.** L'inflazione sul cosiddetto "carrello della spesa" è scesa da 0,2% a zero, un minimo da febbraio 2018. **Sulla misura armonizzata UE, l'inflazione è scesa a 0,6% a/a da 1% precedente**, a causa del rinvio dei saldi invernali, che ha fatto salire i prezzi dell'1,8% nel mese, meno della stagionalità di marzo. Poiché gli esercizi commerciali non essenziali sono stati sospesi in circa la metà del territorio nazionale durante la seconda metà del mese, non si può escludere che nei settori più toccati dalle chiusure (abbigliamento e mobili) i dati inputati per il mese di marzo sovrastimino la dinamica dei prezzi.

#### L'inflazione headline potrebbe salire ulteriormente nei prossimi mesi



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

#### A marzo, le principali pressioni inflazionistiche vengono dai trasporti



Fonte: Istat, Refinitiv-Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In prospettiva, **l'inflazione potrebbe salire sopra l'1% prima del previsto**, probabilmente già a maggio; il picco in corso d'anno dovrebbe essere raggiunto a settembre, attorno all'1,5%; tuttavia i rischi su questa previsione appaiono oggi al rialzo. Il divario tra indice NIC e IPCA

dovrebbe chiudersi già il mese prossimo. In sintesi, si stanno manifestando già da qualche mese **pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva nell'industria**, condizionata dai colli di bottiglia in alcuni mercati delle materie prime a livello globale. Tuttavia, la ripresa della domanda domestica, in particolare nel settore dei servizi, sarà a nostro avviso assai graduale, e non di entità tale da innescare significative pressioni al rialzo sulla dinamica sottostante. In ogni caso, per via dei dati superiori alle attese registrati nei primi mesi dell'anno, **rivediamo al rialzo la nostra previsione sull'inflazione italiana nel 2021, a 1%** da un precedente 0,7%. L'inflazione italiana dovrebbe rimanere più contenuta rispetto alla media della zona euro.

**Italia.** I **prezzi alla produzione** sono tornati in positivo su base annua a febbraio, come non accadeva da giugno 2019. La variazione annua è passata da -0,3% a **+0,7%**. Nel mese, i prezzi sono saliti di mezzo punto, dopo il +1,4% m/m di gennaio (che rappresentava un massimo storico). Sul mercato interno i listini sono aumentati di mezzo punto rispetto a gennaio; al netto del comparto energetico, la crescita congiunturale è lievemente più contenuta (+0,4%), quella tendenziale più marcata (+1,2%). Fra le attività manifatturiere, gli aumenti tendenziali più elevati riguardano il settore metallurgico (+4,2% mercato interno, +5,8% area euro, +2,8% area non euro) e le altre industrie manifatturiere (+3,1% area non euro), mentre le flessioni più ampie si registrano per la raffinazione, il comparto farmaceutico e quello chimico. In sintesi, i dati sui prezzi alla produzione confermano l'insorgere di pressioni inflattive a monte della catena produttiva nell'industria.

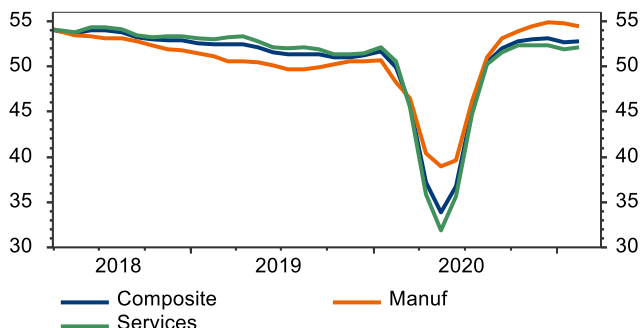
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	mar	51.6		55.3
PMI manifatturiero - NBS	mar	50.6	51.0	51.9
PMI non manifatturiero - NBS	mar	51.4		56.3
PMI manifatturiero - Caixin	mar	50.9	51.3	50.6

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

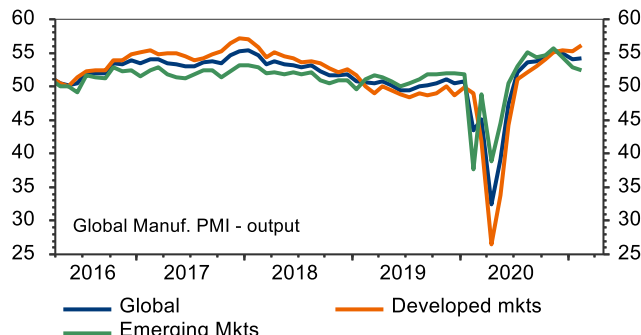
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



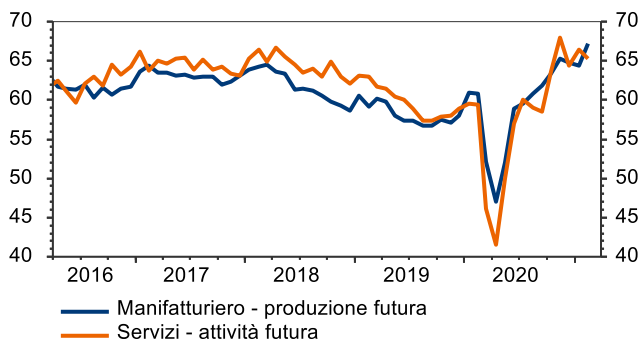
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



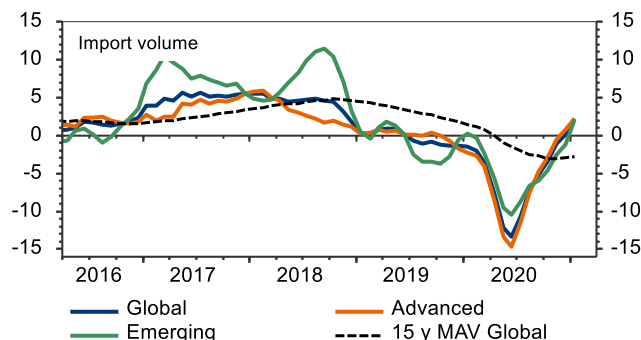
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



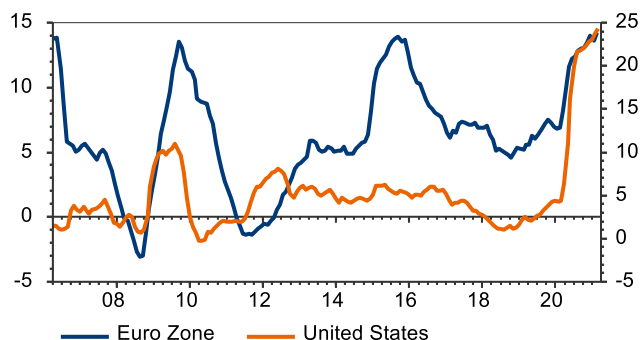
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



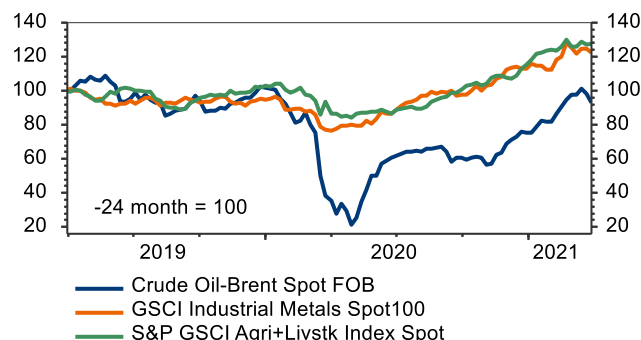
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

### Prezzi delle materie prime

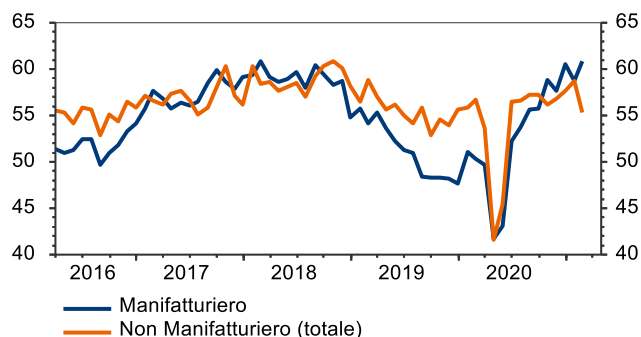


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



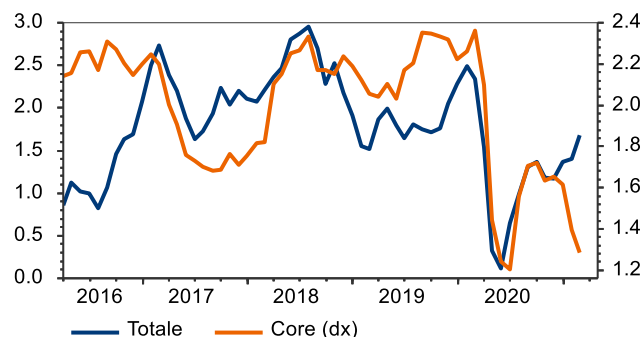
## Stati Uniti

## Indagini ISM



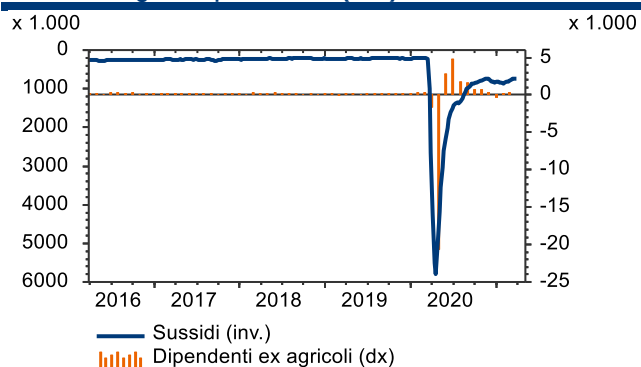
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



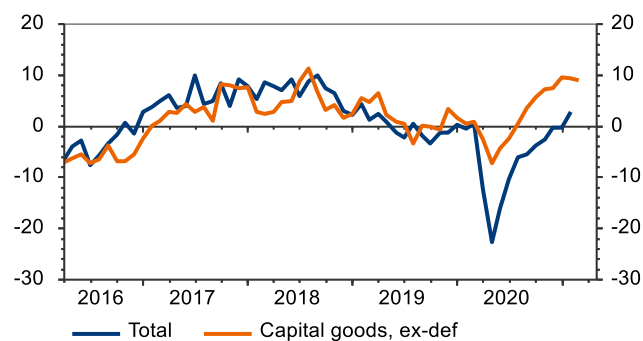
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

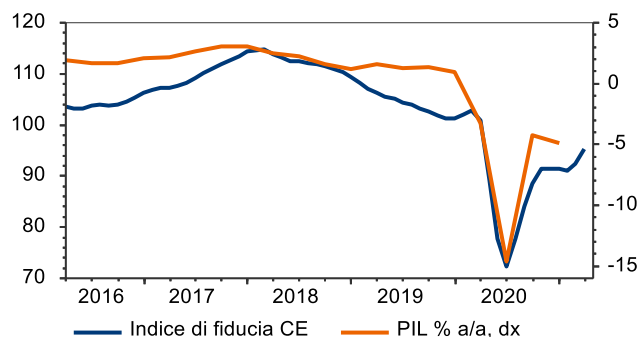
## Previsioni

	2020	2021p	2022p	2020	2021										
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PII (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.

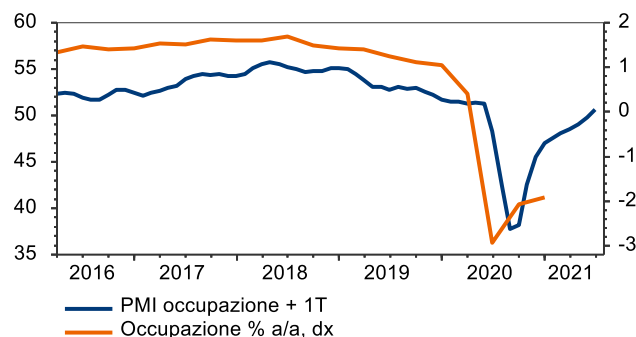
## Area euro

## PIL



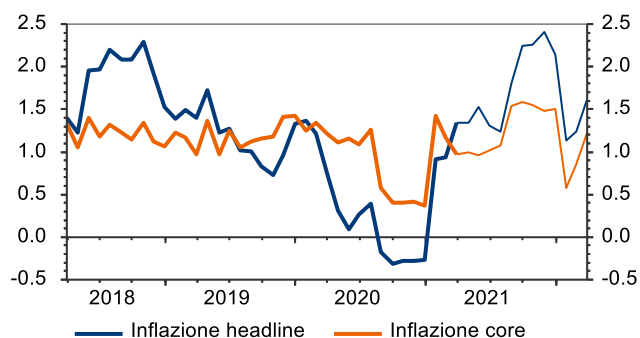
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	1.1
febbraio	1.2	0.9	1.2
marzo	0.7	1.3	1.6
aprile	0.3	1.3	1.9
maggio	0.1	1.5	1.9
giugno	0.3	1.3	1.8
luglio	0.4	1.2	1.5
agosto	-0.2	1.8	1.6
settembre	-0.3	2.2	1.9
ottobre	-0.3	2.3	1.8
novembre	-0.3	2.4	1.7
dicembre	-0.3	2.1	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)	-8.3	-5.2	-3.6												
Debito pubblico (% PIL)	101.7	102.0	100.4												
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	1.6	1.7	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.4	1.8	2.3				
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				

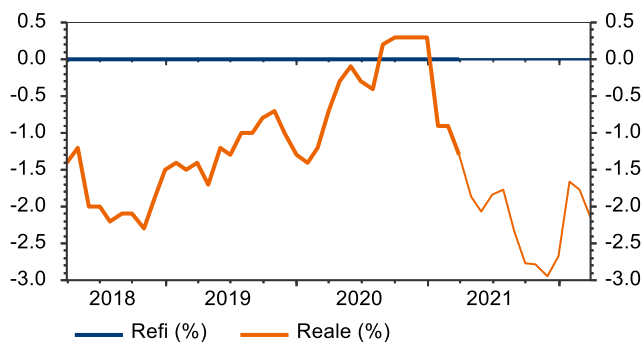
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.53	-0.55		<b>-0.55</b>	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53
Euribor 3m	-0.50	-0.55		<b>-0.54</b>	-0.53	-0.53	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

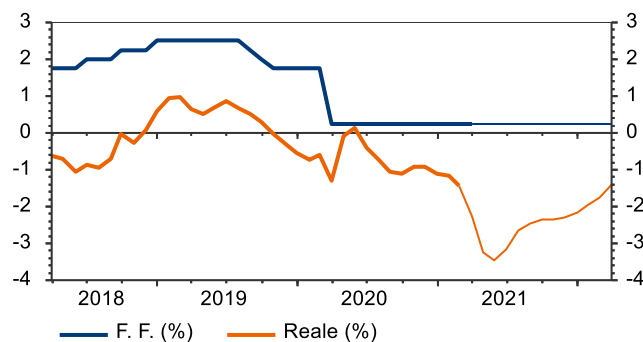


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	0.23	0.24	0.20	<b>0.20</b>	0.19	0.20	0.20	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

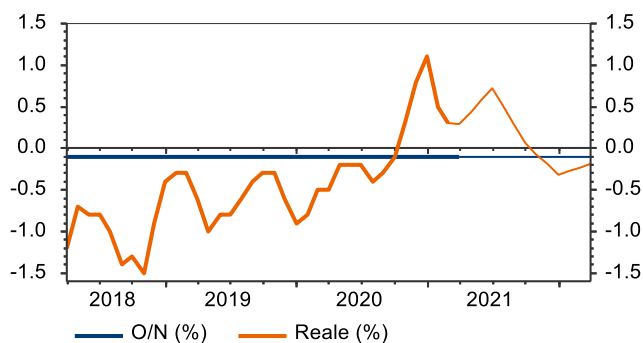


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.10	-0.08	-0.07	<b>-0.07</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

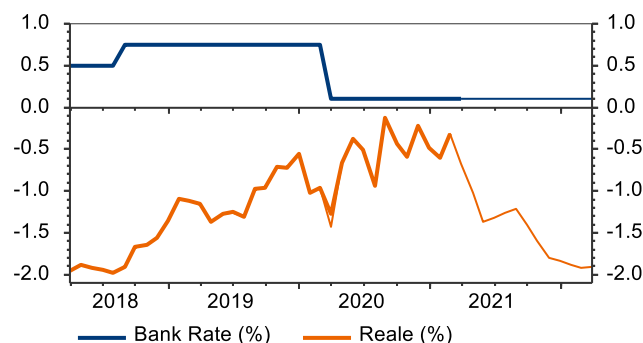


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.06	0.03	0.09	<b>0.09</b>	0.05	0.08	0.10	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	1/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.12	1.09	1.18	1.23	1.21	<b>1.1743</b>	1.17	1.16	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	111	107	106	103	107	<b>110.71</b>	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.31	1.24	1.29	1.37	1.39	<b>1.3776</b>	1.37	1.36	1.37	1.42	1.44
EUR/CHF	1.12	1.06	1.08	1.08	1.10	<b>1.1106</b>	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16
EUR/JPY	125	118	124	126	129	<b>130.01</b>	127	128	130	133	138
EUR/GBP	0.86	0.88	0.91	0.90	0.87	<b>0.8521</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