

Weekly Economic Monitor

Il punto

**COVID-19 nell'area dell'euro:** le misure di contenimento, sempre meno tollerate dalla popolazione, stanno facendo calare i nuovi casi. I vaccini cominciano a incidere sulla mortalità. L'intensità della campagna vaccinale è aumentata, ma gli ulteriori progressi attesi questo mese potrebbero essere rallentati dai vincoli all'utilizzo del vaccino AstraZeneca. Il grado complessivo di restrizione è calato in marzo, dovrebbe restare stabile in aprile e quindi calare significativamente in maggio e giugno.

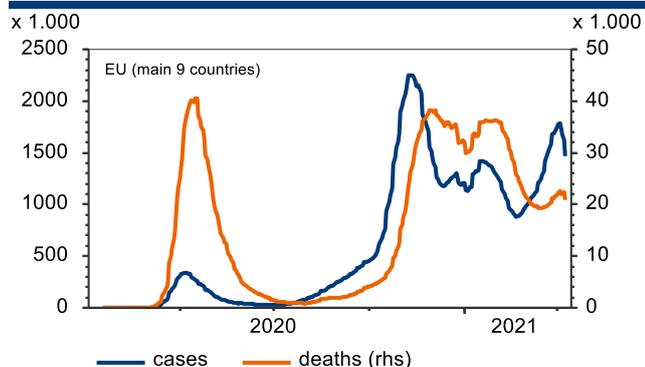
**Verbali FOMC:** in base alla guidance, le svolte su tassi e acquisti dipenderanno dall'"effettivo progresso" verso gli obiettivi su prezzi e occupazione, e non dalle previsioni. La credibilità della Fed sarà messa a dura prova nei prossimi mesi, con l'arrivo di una probabile lunga serie di indicazioni di marcato progresso per entrambi i mandati su prezzi e occupazione.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, i dati sulla produzione industriale di febbraio dovrebbero evidenziare un lieve aumento dell'attività su base congiunturale per l'Italia e una contrazione nell'intera Eurozona; l'output è atteso in crescita a marzo, come indicato dalle indagini congiunturali del mese. Sempre a febbraio, le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero mostrare un parziale recupero dopo il calo di gennaio. In calendario c'è anche l'indice ZEW tedesco, primo indicatore di fiducia relativo al mese di aprile, che dovrebbe segnare un nuovo miglioramento delle aspettative dopo quelli registrati negli ultimi quattro mesi. Di rilievo sarà anche l'approvazione del Documento di Economia e Finanza per l'Italia. Infine, la seconda stima sui prezzi al consumo di marzo confermerà il trend al rialzo dell'inflazione nell'Eurozona, in Germania e Francia, e, viceversa, un rallentamento dell'indice armonizzato in Italia.

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini di aprile dovrebbero essere positive, sia per l'attività nel manifatturiero (Empire, Philadelphia Fed) sia per la fiducia dei consumatori (Univ. of Michigan). Fra i dati di marzo, l'inflazione dovrebbe accelerare, con il CPI in aumento di 2,5% a/a, con un primo assaggio dell'effetto confronto con il 2020. Le vendite al dettaglio, la produzione industriale e i cantieri residenziali dovrebbero aumentare a ritmi solidi, più che recuperando il terreno perso a febbraio.

UE: le restrizioni iniziano a incidere sui nuovi casi di COVID-19



Nota: somma dei nuovi casi e dei nuovi decessi notificati nei sette giorni precedenti. 9 maggiori paesi UE. Fonte: elaborazioni su dati OMS.

Area euro – Deficit di mobilità collettiva in riduzione a marzo



Nota: media ponderata per il PIL delle 6 maggiori economie dell'area. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Google.

9 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

## Il punto

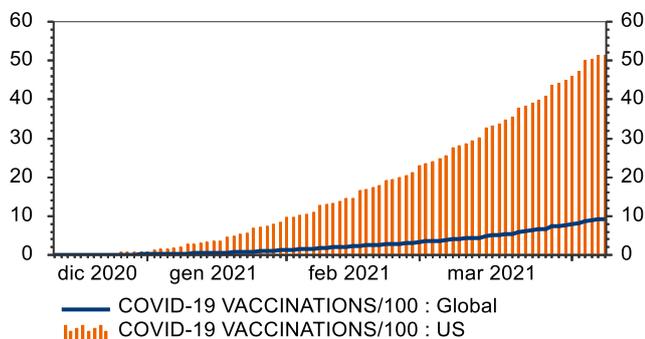
**COVID-19 nell'area dell'euro:** le misure di contenimento, sempre meno tollerate dalla popolazione, stanno facendo calare i nuovi casi. I vaccini cominciano a incidere sulla mortalità. L'intensità della campagna vaccinale è aumentata, ma gli ulteriori progressi attesi questo mese potrebbero essere rallentati dai vincoli all'utilizzo del vaccino AstraZeneca. Il grado complessivo di restrizione è calato in marzo, dovrebbe restare stabile in aprile e quindi calare significativamente in maggio e giugno.

- Il terzo picco di **casi di COVID-19** che ha colpito l'Unione Europea sembra essere stato contenuto grazie all'intensificazione delle misure restrittive. Il numero di nuovi casi nei 9 maggiori paesi dell'Unione ha iniziato a calare nella prima settimana di aprile, anche se il livello delle segnalazioni resta ben sopra le soglie di allarme. La situazione più critica è attualmente in Francia, dove la curva dei contagi non ha ancora registrato alcuna flessione. Nell'Unione, **la mortalità settimanale è circa la metà rispetto ai picchi di dicembre-febbraio** e non è salita in misura significativa, pur restando elevata rispetto ai numeri della scorsa estate. In effetti, le statistiche demografiche registrano un numero di decessi totali *pari o inferiore* rispetto alla media stagionale.
  - La minore risposta del tasso di mortalità all'incremento dei contagi potrebbe riflettere la progressiva diffusione delle vaccinazioni fra gli anziani. In effetti, l'unico paese che si discosta dal quadro generale è l'Italia, dove il tasso di copertura degli anziani, in particolare nella fascia di età 70-79 anni, è più basso (soltanto il 13,4% ha ricevuto la prima dose, contro il 49,3% della Francia, il 24,7% del Belgio e il 44,7% della Polonia).
- La **campagna di vaccinazione** sta procedendo a ritmi circa doppi rispetto a febbraio, assistita dall'incremento delle forniture di dosi. I principali paesi effettuano attualmente 3-4mila somministrazioni al giorno ogni milione di abitanti. Secondo i dati ECDC, il 16% della popolazione UE ha ricevuto la prima dose, mentre il 6,7% ha già completato il ciclo completo; fra il personale sanitario, il 50% è già completamente vaccinato. La disponibilità di vaccini crescerà ulteriormente dalla seconda metà di aprile, quando inizieranno le consegne del prodotto Janssen/Johnson&Johnson – che consentirà anche una notevole accelerazione del processo di immunizzazione, in quanto è mono-dose. Di contro, la confusa gestione della comunicazione e delle autorizzazioni riguardanti il vaccino AstraZeneca, prima riservato alla popolazione con meno di 65 anni di età e ora somministrato preferibilmente agli anziani, rischia di creare problemi alla campagna vaccinale nelle prossime settimane.
- Per quanto riguarda le **misure di contenimento**, Germania e Olanda hanno prorogato fino alla terza settimana di aprile le restrizioni in vigore, mentre la Francia le ha reintrodotte fino al 2 maggio su tutto il territorio metropolitano. L'Italia continua ad applicare il sistema delle fasce di rischio, che si riflette in una restrizione media simile a quella della seconda metà di dicembre. In Spagna, il regime implica attualmente restrizioni simili come effetti a quelle di inizio settembre.
- Nei 6 maggiori paesi dell'Eurozona, **l'impatto aggregato** delle restrizioni sulla mobilità collettiva si è ridotto significativamente tra febbraio e marzo. Ciò vale sia per gli spostamenti verso luoghi di lavoro, per i quali il divario è simile a quello di settembre o ottobre 2020, sia per quelli connessi ad attività commerciali o di intrattenimento. In questo caso, però, il gap resta elevato, simile a quello di novembre-dicembre 2020. Non ci attendiamo miglioramenti significativi in aprile, ma la mobilità sembra destinata a recuperare terreno in maggio e giugno con gli allentamenti delle restrizioni che accompagneranno il calo dei nuovi casi segnalati. Conseguentemente, le vendite al dettaglio potrebbero aver recuperato un po' di terreno in marzo e aprile, pur restando ben sotto la norma, mentre una ripresa più importante dovrebbe osservarsi nella seconda parte del trimestre in corso. Per ora, resta solida l'aspettativa di un rimbalzo del PIL nel 2° trimestre, dopo un primo quarto ancora negativo.

**Verbal FOMC:** in base alla guidance, le svolte su tassi e acquisti dipenderanno dall'“effettivo progresso” verso gli obiettivi su prezzi e occupazione, e non dalle previsioni. La credibilità della Fed sarà messa a dura prova nei prossimi mesi, con l'arrivo di una probabile, lunga serie di indicazioni di marcato progresso su entrambi i mandati relativi a prezzi e occupazione.

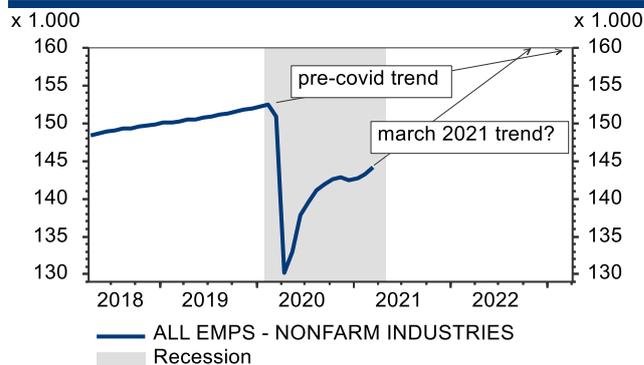
- I **verbali della riunione del FOMC** di marzo danno **un messaggio sempre dovish**, confermando un diffuso consenso a favore del mantenimento delle politiche in atto “per un certo tempo”.
- Le previsioni dello staff e dei partecipanti sono considerevolmente migliorate rispetto a gennaio, grazie all'approvazione del nuovo pacchetto di stimolo, più ampio di quanto atteso, tuttavia i **rischi sulla crescita restano ampi e verso il basso**, per via dell'incertezza sull'evoluzione sanitaria. Invece, **sull'inflazione i rischi sono ora considerati “bilanciati”**. Per quanto riguarda il **mercato del lavoro**, si rileva il miglioramento recente e si prevede un'ulteriore crescita solida della dinamica occupazionale. Tuttavia, i partecipanti ritengono che l'economia sia ancora lontana dall'obiettivo di massima occupazione “inclusiva e diffusa”. Alcuni sottolineano che la partecipazione è ancora bassa e frenata dagli effetti della pandemia sulla riapertura delle scuole e sui timori di contagio. Inoltre, “diversi” partecipanti sottolineano che la riallocazione settoriale dei posti di lavoro disponibili e la ristrutturazione in molti settori rallenteranno il riassorbimento dei disoccupati. I partecipanti prevedono che **l'inflazione nei prossimi mesi superi temporaneamente il 2%** per via del confronto con il 2020. La maggior parte dei partecipanti ritiene che i vincoli all'offerta possano dar luogo ad aumenti dei prezzi spinti dalla riapertura dell'economia, ma dopo questi aggiustamenti il sentiero dell'inflazione dovrebbe muoversi su una traiettoria coerente con gli obiettivi della Fed.
- I partecipanti concordano sulla **dipendenza del sentiero dell'economia dagli sviluppi del virus** e dalle vaccinazioni, e ribadiscono l'impegno a usare tutti gli strumenti disponibili. Nonostante alcuni segnali di miglioramento degli indicatori, si ritiene che la guidance resti appropriata, rilevando che la dipendenza della guidance stessa dai risultati e non dalle previsioni, permette di ridurre la frequenza di eventuali modifiche. I partecipanti notano l'importanza di comunicare con chiarezza che la guidance implica la **dipendenza di tassi e acquisti da “effettivo progresso” verso gli obiettivi su prezzi e occupazione, e non da previsioni**. I partecipanti (inteso come consenso unanime) ribadiscono che probabilmente ci vorrà “un certo tempo” prima che si registri “ulteriore sostanziale progresso” verso gli obiettivi, e che “gli acquisti continueranno almeno al ritmo attuale fino ad allora”. Alcuni partecipanti notano l'importanza di comunicare la propria valutazione dei progressi verso gli obiettivi “ben in anticipo” rispetto al momento in cui sarà tale da determinare un cambiamento del ritmo di acquisti.
- A questo proposito, in un discorso Powell ha aperto la strada verso una chiarificazione di come la Fed identifica i **“progressi” necessari a determinare le svolte della politica monetaria**, toccando due temi: **la pandemia e il mercato del lavoro**. Sul primo fronte, Powell ha sottolineato la divergenza fra il sentiero dei paesi avanzati che procedono, se pure a velocità variabile, verso una possibile immunità di gregge entro fine estate, e i paesi emergenti, invece molto più indietro, e ha definito le vaccinazioni globali come un effettivo rischio “al progresso che stiamo facendo”. Per il secondo criterio, commentando il brillante *employment report* di marzo, con 916 mila nuovi occupati e un calo di due decimi della disoccupazione, Powell ha affermato che “abbiamo avuto un assaggio di cosa sia un progresso più rapido (...): intorno a 1 mln di posti di lavoro”. Powell ha aggiunto che la Fed vuole vedere “una serie di mesi come quello per potere realmente cominciare a mostrare progresso verso i nostri obiettivi”. Ecco **le chiavi di lettura per i tempi della discussione del tapering** che, a nostro avviso, non potrà avvenire prima dell'autunno.
- In conclusione, pur in presenza di una traiettoria solida per l'occupazione e un rialzo atteso dell'inflazione, il FOMC conferma la volontà di “toccare con mano” il controllo della pandemia e di registrare miglioramenti ulteriori e diffusi di più indicatori del mercato del lavoro prima di segnalare che si stanno facendo “ulteriori progressi sostanziali”. **Per ora la Fed è votata alla pazienza** e non si farà spostare dal probabile arrivo di una sequenza di sorprese positive, sia sulla crescita sia sui prezzi, almeno fino a dopo l'estate. Si vedrà se il mercato sarà disposto a crederle.

**La lentezza delle campagne vaccinali a livello globale è un rischio per l'economia USA**



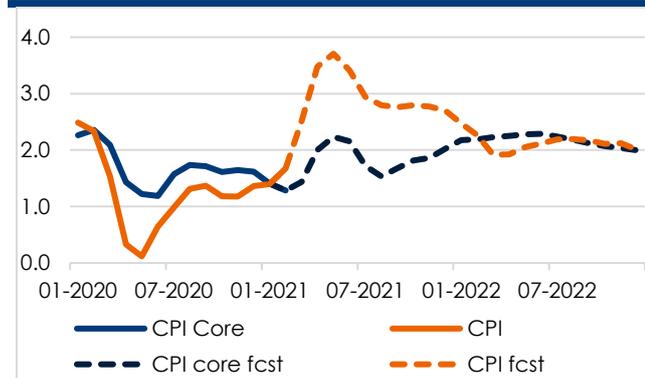
Fonte: Refinitiv Datastream

**Nonfarm payrolls: quanto veloce sarà il recupero dell'occupazione?**



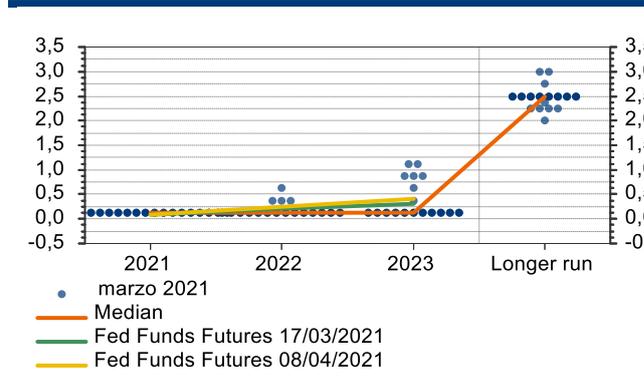
Fonte: Refinitiv Datastream

**La Fed mantiene una retorica dovish, ma la sua credibilità sarà messa a dura prova dai dati in arrivo in primavera**



Fonte: Refinitiv Datastream, prev. Intesa Sanpaolo

**Il mercato è già in disaccordo con le proiezioni del FOMC**

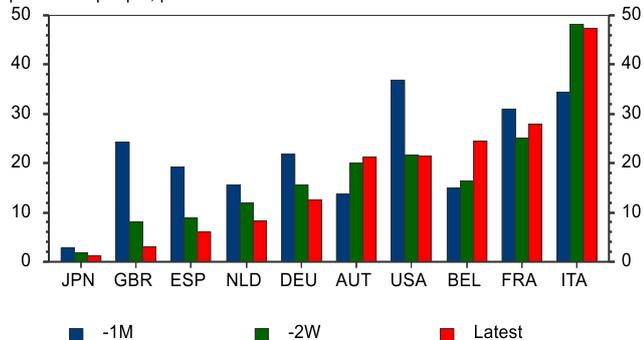


Fonte: Refinitiv Datastream

## Monitor dell'impatto COVID

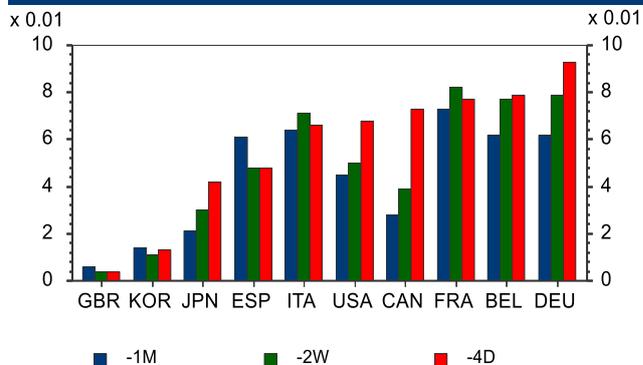
### Mortalità da COVID-19

per million people, per week



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



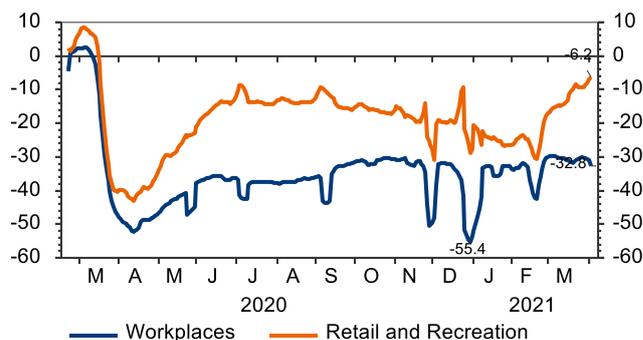
Fonte: OurWorldInData

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



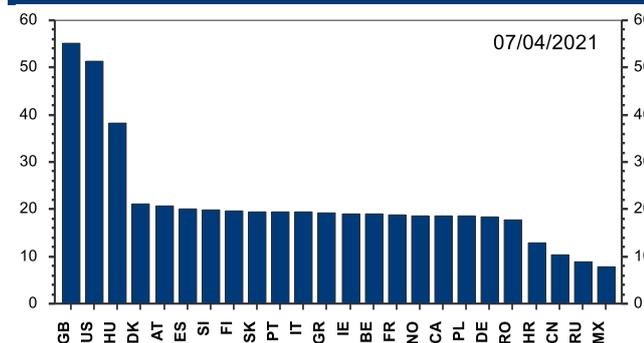
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### 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**, i dati sulla produzione industriale di febbraio dovrebbero evidenziare un lieve aumento dell'attività su base congiunturale per l'Italia e una contrazione nell'intera Eurozona; l'output è atteso in ripresa a marzo, come indicato dalle indagini congiunturali del mese. Sempre a febbraio, le vendite al dettaglio nell'Eurozona dovrebbero mostrare un parziale recupero dopo il calo di gennaio. In calendario c'è anche l'indice ZEW tedesco, primo indicatore di fiducia relativo al mese di aprile, che dovrebbe segnare un nuovo miglioramento delle aspettative dopo quelli registrati negli ultimi quattro mesi. Di rilievo sarà anche l'approvazione del Documento di Economia e Finanza per l'Italia. Infine, la seconda stima sui prezzi al consumo di marzo confermerà il trend al rialzo dell'inflazione nell'Eurozona, in Germania e Francia, e, viceversa, un rallentamento dell'indice armonizzato in Italia.

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini di aprile dovrebbero essere positive, sia per l'attività nel manifatturiero (Empire, Philadelphia Fed) sia per la fiducia dei consumatori (Univ. of Michigan). Fra i dati di marzo, l'inflazione dovrebbe accelerare, con il CPI in aumento di 2,5% a/a, con un primo assaggio dell'effetto confronto con il 2020. Le vendite al dettaglio, la produzione industriale e i cantieri residenziali dovrebbero aumentare a ritmi solidi, più che recuperando il terreno perso a febbraio.

### Lunedì 12 aprile

#### Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero mostrare un balzo a febbraio, +1,7% m/m, recuperando parzialmente il -5,9% m/m di gennaio. A marzo, le vendite dovrebbero essere cresciute solo marginalmente: i consumi potrebbero aver risentito delle misure di contenimento in vigore in diversi Paesi dell'area.

### Martedì 13 aprile

#### Area euro

- **Germania.** Lo **ZEW**, primo indicatore di fiducia relativo al mese di aprile, è atteso in ulteriore ripresa. L'indice generale è visto a 79,0 da 76,6 punti; l'indice sulla situazione corrente dovrebbe riflettere l'alleggerimento delle pesanti misure restrittive in vigore nei mesi scorsi e, di conseguenza, mostrare un miglioramento a -55,2 da -61,0 punti.
- **Italia.** La **produzione industriale** è vista crescere anche a febbraio, sia pur verosimilmente ad un ritmo meno elevato rispetto a gennaio (nostra stima: 0,4% da 1% m/m precedente). La variazione annua, confrontandosi con il primo mese di scoppio del COVID-19, è attesa balzare a +38% (dato rettificato per gli effetti di calendario). L'espansione è coerente con le indagini (il PMI manifatturiero a febbraio ha fatto segnare il secondo valore più elevato da quando sono disponibili le serie, solo poco al di sotto del livello di 60 toccato a marzo del 2000). Anche ipotizzando una frenata a marzo, l'output nell'industria dovrebbe avere nel 1° trimestre più che recuperato la flessione di -0,6% t/t vista a fine 2020: il settore dovrebbe essere tornato a dare un contributo positivo al PIL, che però difficilmente compenserà la debolezza nei servizi.

#### Stati Uniti

- Il **CPI** a marzo è previsto in rialzo di 0,5% m/m (2,5% a/a), dopo 0,4% m/m (1,7% a/a) di febbraio. Il rialzo dei prezzi energetici dovrebbe mantenere sostenuta la variazione mensile, mentre in termini tendenziali l'inflazione inizia a risentire dell'effetto confronto con i dati del 2020. L'**indice core** dovrebbe aumentare di 0,2% m/m (1,5% a/a), dopo 0,1% m/m di febbraio (1,3% a/a), con un'accelerazione in diversi comparti, fra cui l'abitazione ex-energia.

**Mercoledì 14 aprile****Area euro**

- **Area euro.** La **produzione industriale** è attesa in contrazione a febbraio (-1,4% m/m, dopo il +0,8% m/m di gennaio); l'output risulterebbe inferiore del -1,8% rispetto a un anno fa. Come indicato dalle indagini congiunturali, è possibile una crescita nel mese di marzo; in sintesi, l'industria dovrebbe continuare a dare un contributo positivo al PIL dell'area anche nel 1° trimestre.
- **Italia.** Il Consiglio dei Ministri è atteso approvare il **Documento di Economia e Finanza**, che vedrà una revisione al ribasso delle stime sul PIL e al rialzo di quelle sul deficit per l'anno in corso (rispettivamente, poco sopra il 4% e attorno al 10%). Al DEF dovrebbe accompagnarsi una richiesta al Parlamento di un nuovo scostamento di bilancio (da 35-40 miliardi); è possibile che vengano presentate le linee-guida della nuova versione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, ma la sua finalizzazione dovrebbe slittare a fine mese. Il voto sul DEF è calendarizzato in Senato per il 22 aprile, le comunicazioni di Draghi sul PNRR per il 26 aprile.

**Stati Uniti**

- I **prezzi all'import** a marzo sono previsti in aumento dell'1% m/m, dopo 1,3% m/m (5,2% a/a) di febbraio.

**Giovedì 15 aprile****Area euro**

- **Francia.** La seconda lettura è attesa confermare che a marzo **l'inflazione** è salita a +1,1% a/a sull'indice nazionale e a +1,4% a/a sull'armonizzato. Il rialzo deriverebbe principalmente dall'aumento dei listini energetici (a +4,8% a/a da -1,6% a/a di febbraio). Sul mese i prezzi dovrebbero essere confermati in crescita di sei decimi sull'indice domestico e sette sull'armonizzato.
- **Germania.** La stima finale dovrebbe confermare che a marzo i **prezzi al consumo** sono saliti di cinque decimi sia sull'indice nazionale, che sull'armonizzato. Di riflesso, l'inflazione annua crescerà di +1,7% sull'indice nazionale e di +2,0% sull'indice armonizzato, rispettivamente. I prezzi sono attesi risalire nei prossimi mesi; il 2021 potrebbe chiudersi con un'inflazione armonizzata al +3% in media annua (+2,5% per l'indice domestico).
- **Italia.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di marzo dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua in salita da 0,6% a 0,8% (massimo da quasi due anni) sul NIC (con listini in aumento di 0,3% m/m) e in frenata da 1% a 0,6% sull'indice armonizzato UE (con prezzi in crescita di 1,8% m/m). L'inflazione di fondo (sul NIC) dovrebbe essere confermata in calo a 0,8% da 0,9% precedente. 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 ad aprile.

**Stati Uniti**

- L'indice **Empire** della NY Fed ad aprile dovrebbe aumentare a 18, poco sopra il livello di marzo (17,4) e dei picchi della primavera scorsa, intorno a 17. L'indice delle condizioni a 6 mesi, a 36,4, è coerente con un'ulteriore espansione nel settore, pur in presenza di vincoli dal lato dell'offerta.
- Le **vendite al dettaglio** a marzo sono attese in forte ripresa, con una variazione di +4,7% m/m, dopo -3% m/m, con una forte spinta dal comparto auto. Le vendite di autoveicoli presso i concessionari sono aumentate del 12,6% m/m (59,7% a/a), a 17,75 mln ann., in parte anche per recuperare il calo di febbraio dovuto al clima avverso e al basso livello delle scorte. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero crescere del 3% m/m, dopo -2,7% m/m. I progressi della campagna vaccinale e la riapertura delle attività, insieme all'accredito degli assegni da 1400 dollari/contribuente previsti dall'American Rescue Plan, dovrebbero spingere le

vendite al rialzo, con contributi positivi da gran parte delle categorie di beni, oltre che dalla spesa in ristoranti e bar. L'indice di Opentable riporta che le prenotazioni per le consumazioni nei ristoranti nel primo week-end di aprile erano sui livelli di febbraio 2020 e intorno a -20% durante la settimana. Anche il flusso di passeggeri negli aeroporti continua a crescere.

- La **produzione industriale** a marzo dovrebbe aumentare di 1,6% m/m, dopo -2,2% m/m di febbraio. I dati dell'*employment report* puntano a un netto recupero nel manifatturiero, con l'aspettativa di un incremento di output di 1,3% m/m, alla luce della creazione di 53 mila posti di lavoro e di un rialzo di 0,9% m/m delle ore lavorate. Anche nell'estrattivo le ore lavorate hanno registrato una variazione solida (+4,8% m/m), dopo il calo di febbraio causato dal maltempo.
- L'indice della **Philadelphia Fed** ad aprile è previsto a 43 da 51,8 di marzo. Il balzo dell'indice a marzo, sui massimi da quando esiste la serie, era stato accompagnato da rialzi diffusi a tutte le componenti dell'indagine sulla scia dell'accelerazione della campagna vaccinale. Anche l'indice generale a 6 mesi si mantiene sui massimi storici e segnala un'espansione sostenuta nei prossimi trimestri.

## Venerdì 16 aprile

- **Area euro.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare l'accelerazione dell'**inflazione** vista nella stima flash, a +1,3% a/a da +0,9% a/a precedente. L'indice core BCE, al netto di alimentari freschi ed energia, dovrebbe anch'esso confermare il dato della stima preliminare (a +1,0% a/a da 1,2% a/a precedenti). I prezzi dovrebbero essere confermati in crescita di nove decimi nel mese, spinti al rialzo principalmente dal rincaro dei listini energetici. Sul dato di marzo peserebbero ancora problemi di rilevazione dei prezzi. L'inflazione dovrebbe salire sopra il +2,0% a/a a partire da settembre.

### Stati Uniti

- I nuovi **cantieri residenziali** a marzo dovrebbero rimbalzare a 1,63 mln, dopo il calo di -10,3% m/m a 1,421 mln di febbraio, dovuto in gran parte al clima avverso. Anche le **licenze** sono attese in ripresa a marzo, a 1,750 mln da 1,720 mln, dopo -8,8% m/m di febbraio. La spesa per investimenti residenziali dovrebbe rallentare rispetto al 2020, ma dare ancora un contributo modestamente positivo alla crescita complessiva.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan ad aprile (prelim.) è prevista in aumento a 89 da 84,9 di marzo, grazie alla diffusione dei vaccini, al miglioramento del mercato del lavoro e alla distribuzione dello stimolo fiscale previsto dall'American Rescue Plan. Le aspettative di inflazione dovrebbero confermarsi sul trend in moderato aumento sull'orizzonte a 5 anni.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (12 – 16 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	12/4	EUR	Vendite al dettaglio m/m		feb	-5.9	%	1.0	1.7
Mar	13/4	CN	M2 a/a	*	mar	10.1	%	9.6	
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	mar	1360	Mld ¥ CN	2450	
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	mar	1710	Mld ¥ CN	3700	
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	feb	1.0	%		0.4
	10:30	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		feb	-9.8	Mld £		
	10:30	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		feb	-1.8	Mld £		
	10:30	GB	Produzione industriale m/m		feb	-1.5	%		
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	apr	76.6		79.1	79.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		apr	-61.0		-52.0	-55.2
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mar	1.3	%	1.5	1.5
	14:30	USA	CPI a/a		mar	1.7	%	2.4	2.5
	14:30	USA	CPI m/m	*	mar	0.4	%	0.5	0.5
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mar	0.1	%	0.2	0.2
Mer	14/4	CN	Importazioni in USD a/a	*	mar	22.2	%	21.6	
	00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	mar	103.3	Mld \$	52.6	
	00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	mar	60.6	%	32.7	
	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		feb	-4.5	%	2.8	
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		mar	prel 1.2	%		
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	feb	0.8	%	0.5	-1.4
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		mar	1.3	%	1.0	1.0
Gio	15/4	GER	IPCA m/m finale	*	mar	prel 0.5	%	0.5	0.5
	08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		mar	prel 1.7	%	1.7	1.7
	08:00	GER	IPCA a/a finale		mar	prel 2.0	%	2.0	2.0
	08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	mar	prel 0.5	%		0.5
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	mar	prel 0.7	%		0.7
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	mar	0.0	%		
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		mar	prel 1.4	%	1.4	1.4
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	mar	prel 0.3	%		0.3
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	mar	prel 1.8	%		1.8
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		mar	prel 0.6	%	0.6	0.6
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		mar	prel 0.8	%		0.8
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	744	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	3.734	Mln		
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	apr	17.4		16.3	18.0
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	mar	-2.7	%	3.0	3.0
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	mar	-3.0	%	4.7	4.7
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	apr	51.8		41.3	43.0
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		mar	73.8	%	75.4	
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		mar	-2.2	%	1.6	1.6
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		feb	0.3	%	0.4	
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		apr	82		84	
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		feb	90.8	Mld \$		
Ven	16/4	CN	PIL a/a	*	T1	6.5	%		
	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T1	2.6	%		
	04:00	CN	PIL cumulato a/a		T1	2.3	%		
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	mar	33.8	%	27.2	
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	mar	35.0	%	25.3	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		mar	33.8	%		
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		mar	35.1	%		
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		mar	35.1	%	15.6	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		feb	1.6	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		feb	-0.2	Mld €		
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		mar	prel 1.0	%		1.0
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	mar	prel 1.3	%	1.3	1.3
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	mar	prel 0.9	%	0.9	0.9
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	mar	1.421	Mln	1.613	1.630
	14:30	USA	Licenze edilizie		mar	1.720	Mln	1.750	1.750
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		apr	84.9		88.6	89.0

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

**Calendario degli eventi (12 – 16 aprile)**

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	12/4	15:00 GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
Mar	13/4	18:00 USA	Discorso di Harker (Fed)
		18:00 USA	Discorso di Daly (Fed)
		22:00 USA	Discorso di Mester (Fed)
Mer	14/4	08:15 GIA	* Discorso di Kuroda (BoJ)
		09:00 EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		13:45 EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		16:30 GB	Discorso di Haskel (BOE)
		18:00 USA	* Discorso di Powell (Fed)
		19:00 EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		20:00 USA	Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		20:30 USA	Discorso di Williams (Fed)
		21:00 USA	Discorso di Clarida (Fed)
		22:00 USA	Discorso di Bostic (Fed)
Gio	15/4	17:30 USA	Discorso di Bostic (Fed)
		20:00 USA	Discorso di Daly (Fed)
		20:00 USA	Discorso di Logan (Fed)
		21:45 USA	Discorso di Clarida (Fed)
		22:00 USA	Discorso di Mester (Fed)
		-	GIA
Ven	16/4	11:00 GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		11:00 EUR	* Videoconferenza dell'Eurogruppo
		15:00 UE	* Riunione informale dei ministri dell'economia e delle finanze
		15:00 ITA	* Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

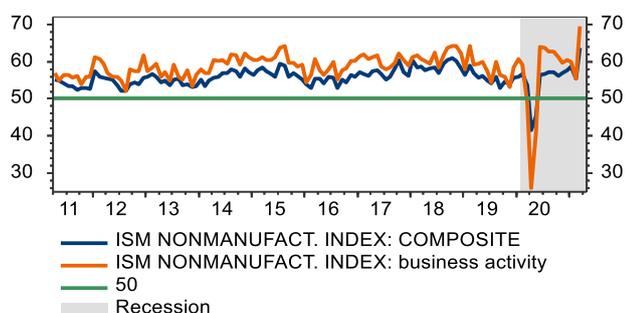
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Markit PMI Composito finale	mar	59.1		59.7	
Markit PMI Servizi finale	mar	60.0		60.4	
Indice ISM non manifatturiero composito	mar	55.3	59.0	63.7	
Ordinativi industriali m/m	feb	2.7 <del>(-2.6)</del>	%	-0.5	-0.8
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	feb	-1.1	%		-1.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	feb	-0.9	%		-0.9
Bilancia commerciale	feb	-67.8 <del>(-68.2)</del>	Mld \$	-70.5	-71.1
Richieste di sussidio	settim	728 <del>(719)</del>	x1000	680	744
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	3.750 <del>(3.794)</del>	Mln	3.650	3.734
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	mar	0.2	%	0.2	
PPI m/m	mar	0.5	%	0.5	

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

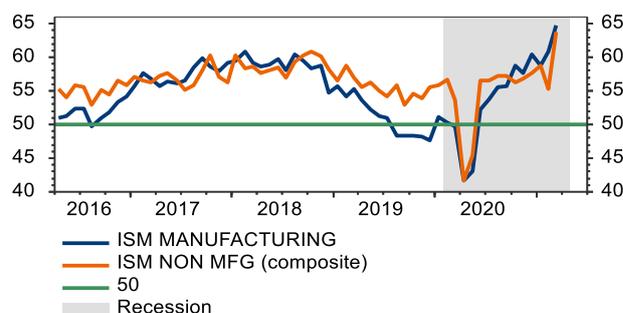
L'**ISM dei servizi** a marzo balza a 63,7 (+8,4 da 55,3 di febbraio), toccando il massimo da ottobre 2018. L'indagine registra segnali solidi da tutte le componenti: attività a 69,4, ordini a 67,2, occupazione a 57,2, consegne a 61 (per i tempi di consegna, un indice al di sopra di 50 significa rallentamento). L'indice dei prezzi aumenta a 74 (+2,2) e rileva rialzi dei prezzi in accelerazione. Tutti e 18 i settori su cui sono raccolti i dati sono in espansione. Le imprese riportano che la rimozione delle misure di contenimento per COVID ha dato spazio alla domanda repressa in passato dalla pandemia, mentre dal lato dell'offerta rimangono vincoli e colli di bottiglia, dovuti a limiti della capacità produttiva, scarsità di materie prime e difficoltà nel reperire manodopera e nella logistica. Le aspettative di continua espansione della domanda in gran parte dei settori sono frenate parzialmente dalla difficoltà di soddisfarla, ma in generale i commenti degli intervistati sono caratterizzati da ottimismo generalizzato grazie alla diffusione dei vaccini. Il livello dell'indice composito di marzo, a 63,7, è coerente con una crescita del PIL di 5,1% e dà supporto alla previsione di crescita in accelerazione nel 2° trimestre.

### Boom di attività nei servizi con la riapertura sei settori aggregativi



Fonte: Refinitiv Datastream

### ISM manifatturiero e servizi in netta accelerazione a marzo

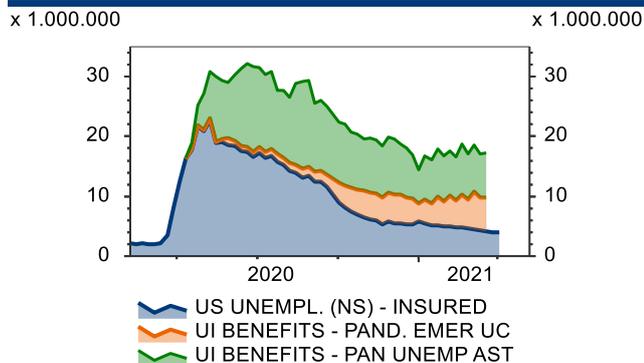


Fonte: Refinitiv Datastream

Il **deficit della bilancia commerciale** a febbraio si allarga più del previsto a -71,1 mld, da -67,8 mld di gennaio, sulla scia di contrazioni sia dal lato dell'import (-0,7% m/m) sia da quello dell'export (-2,6% m/m). Il saldo è spinto in territorio negativo da un aumento del deficit dei beni (-2,8 mld a -88 mld) e da una riduzione dell'avanzo dei servizi (-0,5 mld a 16,9 mld), la correzione dei flussi commerciali a febbraio è dovuta principalmente al maltempo che ha frenato gli scambi. La normalizzazione del clima a marzo dovrebbe portare a un recupero dei livelli precedenti a febbraio, e a un probabile contributo negativo del canale estero per circa 1pp alla crescita complessiva del PIL nel 1° trimestre.

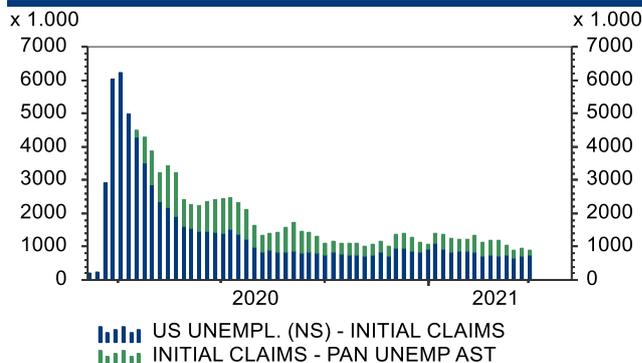
Le **nuove richieste i sussidi di disoccupazione** aumentano a 744 mila nella settimana conclusa il 3 aprile da 728 mila e i **sussidi statali esistenti** correggono a 3,734 mln a fine marzo. I sussidi federali esistenti sono ancora su modesto trend verso l'alto, ma le indicazioni delle posizioni aperte e della campagna vaccinale puntano a una riduzione dei sussidi nuovi ed esistenti nel prossimo mese.

#### Poco variati i sussidi esistenti a fine marzo...



Fonte: Refinitiv Datastream

#### ...e le nuove richieste a inizio aprile



Fonte: Refinitiv Datastream

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	feb	-6.1	%	-5.3
Fiducia delle famiglie	mar	33.9	(33.8)	36.1

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

I **consumi delle famiglie** a febbraio calano di -7,1% a/a in termini nominali e di -6,6% a/a in termini reali. Su base mensile, i consumi sono in aumento di 2,3% e di 2,7% in termini nominali e reali, rispettivamente. Le voci in ripresa riguardano abbigliamento, istruzione, cultura e ricreazione, sanità, indicando che gli effetti maggiori dello stato di emergenza nazionale si sono concentrati su gennaio (che aveva registrato contrazioni dei consumi nominali di -6,9% m/m e reali di -6,2% m/m). La dinamica del PIL dovrebbe tornare in territorio negativo nel 1° trimestre, con una ripresa della crescita a partire dalla primavera.

#### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo		
EUR	Tasso di disoccupazione	feb	8.3	(8.1)	%	8.1	8.3
EUR	PMI servizi finale	mar	48.8			48.8	49.6
EUR	PPI a/a	feb	0.4	(0.0)	%	1.4	1.5
FRA	PMI servizi finale	mar	47.8			47.8	48.2
GER	PMI servizi finale	mar	50.8			50.8	51.5
GER	Ordini all'industria m/m	feb	0.8	(1.4)	%	1.2	1.2
GER	Produzione industriale m/m	feb	-2.0	(-2.5)	%	1.5	-1.6
ITA	PMI servizi	mar	48.8			49.0	48.6
ITA	Vendite al dettaglio a/a	feb	-6.7	(-6.8)	%		-5.7
SPA	Produzione industriale a/a	feb	-2.3	(-2.2)	%	-1.3	-2.1

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

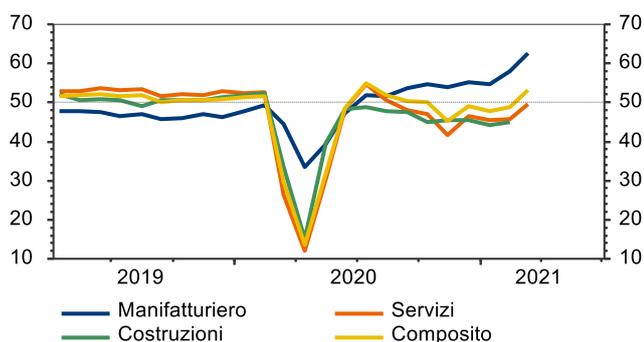
**Area euro.** Il dato finale del **PMI servizi** è stato rivisto al rialzo di otto punti rispetto alla stima flash, a 49,6; l'indice, pur segnando un miglioramento da 45,7 di febbraio, rimane per il settimo mese consecutivo in territorio recessivo. Nel terziario, migliorano i nuovi affari, che tuttavia restano in territorio recessivo per l'ottavo mese consecutivo; le aspettative rimangono su valori alti (67,4), per via della fiducia riposta nella campagna vaccinale. L'indagine di questo mese segnala la presenza di pressioni inflattive. L'indice dei prezzi degli input ha toccato 79,7 nel manifatturiero

(più sensibile al rincaro delle materie prime e dei trasporti) e 55,6 nei servizi: aggregando manifatturiero e servizi emerge una crescita poco diffusa dei prezzi dell'output (53,2) e più marcata per gli input (61,9, massimo dal 2011). Il **PMI composito**, rivisto al rialzo di sette decimi dalla stima flash e di +4,4 punti dal dato di febbraio, a 53,2, è coerente con un'espansione dell'attività economica dell'Eurozona che non si vedeva dallo scorso settembre.

Lo **spaccato per Paese** ha visto il PMI servizi della Francia collocarsi quattro decimi sopra il dato preliminare (a 48,2 da 45,6 di febbraio). L'indice composito è stato rivisto a 50,0 da 49,5 della stima flash: sulla ripresa francese pesa ancora l'effetto dell'incertezza legata all'aumento dei contagi. Anche in **Germania** il PMI dei servizi è stato rivisto al rialzo di sette decimi (51,5 punti), ben al di sopra del valore registrato in febbraio (45,7). Di conseguenza, l'indice composito è risultato mezzo punto più alto rispetto alla stima preliminare (57,3, dopo il 51,1 di febbraio): il dato è coerente con un'accelerazione della crescita nel mese di marzo. La prima lettura del PMI servizi per l'**Italia** ha mostrato un indice quasi invariato, a 48,6 da 48,8 precedente. Peggiorano i nuovi affari (48,6), mentre le aspettative fanno segnare un nuovo miglioramento (73,6). I prezzi dei servizi sono visti in leggera crescita. L'indice composito rimane in territorio espansivo (a 51,9 da 51,4 precedente). Il PMI servizi risale in **Spagna** (a 48,1 da 43,1), anche se il terziario continua a registrare una contrazione.

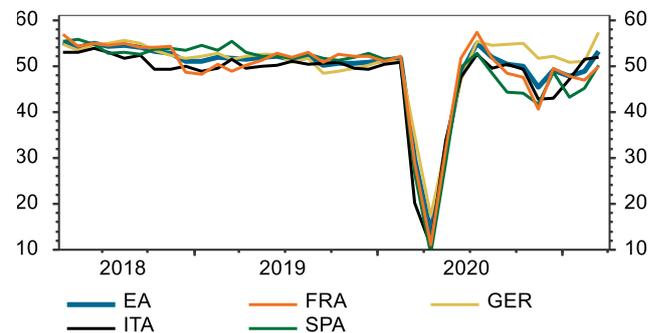
Le indagini congiunturali di marzo hanno mostrato ancora una volta un'economia a doppia velocità: il manifatturiero registra la crescita più forte di sempre, sulla scia della ripresa della domanda, mentre fatica la ripresa nel settore dei servizi.

#### PMI – Eurozona: indici per settore



Fonte: IHS Markit

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



Fonte: IHS Markit

**Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** è stabile a **8,3%** in febbraio, dopo la revisione dei dati precedenti. Tale indice si trova sotto i picchi di agosto-settembre 2020 (8,7%) e supera il livello di un anno prima di un punto percentuale. L'impatto della crisi pandemica sulla disoccupazione dipende dalla tipologia di interventi pubblici di sostegno utilizzati e dalle caratteristiche istituzionali del mercato del lavoro, oltre che dall'intensità della crisi. Così se in Spagna l'incremento è stato di 2,5 punti, a 16,1%, e Austria di 1,2 punti, in Francia e Italia è stato invece ridottissimo (rispettivamente 0,3 e 0,4 punti). Ipotizzando una ripresa del tasso di partecipazione e un calo dell'elasticità dell'occupazione al PIL, malgrado la ripresa post-pandemica, ci attendiamo che il tasso di disoccupazione medio salga ancora nei prossimi mesi, a 8,5%, per poi calare di poco nel 2° semestre.

**Germania.** La **produzione industriale** è calata a febbraio di **-1,6% m/m** e **-6,4% a/a**, dopo la pesante flessione già osservata in gennaio (-2,0% m/m, rivista al rialzo da -2,5%). Il calo è generalizzato, coinvolgendo costruzioni, energia, beni di investimento e beni intermedi. Fanno eccezione i beni di consumo, la cui produzione è risalita di 0,2% m/m. Le indagini congiunturali avevano prospettato un andamento migliore, tanto che la stima di consenso era positiva

(+1,5%); tuttavia, i dati sul traffico merci e quelli sul fatturato pubblicati ieri avevano mostrato un quadro molto più debole rispetto a quello descritto dalle indagini di fiducia. In marzo è comunque probabile un netto rimbalzo. Il trimestre dovrebbe chiudersi con una variazione di +0,5% per il manifatturiero e di -6-7% t/t per le costruzioni.

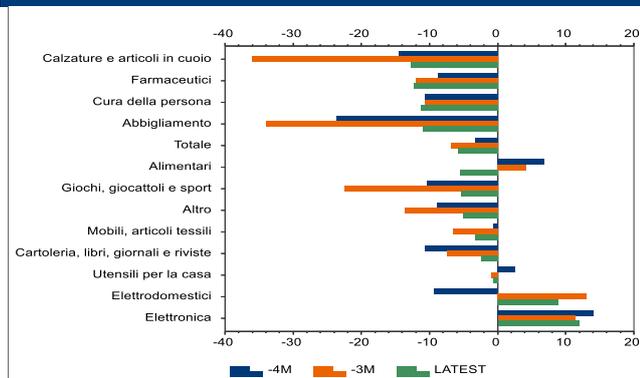
**Germania.** Gli **ordini all'industria** a febbraio sono cresciuti di **+1,2% m/m** (+5,6% a/a) da +0,8% m/m (+1,4% a/a) di gennaio (quest'ultimo dato è stato rivisto al ribasso di sei decimi). Gli ordinativi esteri sono scesi (-0,5% m/m) per effetto di un calo delle commesse dai paesi non appartenenti all'area euro, mentre quelli domestici sono saliti di +4,0% m/m. In base ai dati preliminari di febbraio, il **fatturato** nel comparto manifatturiero è calato di **-1,9% m/m** dopo il -1,2% m/m di gennaio – un segnale negativo per l'andamento della produzione industriale di febbraio, in parte spiegabile con il ritorno dell'IVA a livelli normali dopo il temporaneo taglio del 2° semestre 2020. Le prospettive, però, sono buone: in tutte le indagini congiunturali, il giudizio sugli ordinativi è migliorato nettamente in marzo.

**Germania.** L'indice settimanale di attività WAI della Bundesbank è migliorato a -0,7 a fine marzo, livello coerente con una contrazione del PIL di circa -1,5% t/t nel 1° trimestre 2021. La probabilità di variazione negativa resta altissima (98%).

**Francia.** La **produzione industriale** è crollata di **-4,7% m/m** a febbraio, dopo il +3,2% m/m di gennaio (rivisto al ribasso di un decimo). Il comparto manifatturiero ha registrato un calo quasi uguale a quello segnato dall'industria nel suo complesso (-4,6% m/m). Rispetto ad un anno fa la produzione risulta inferiore di -6,6%. La flessione più marcata si è avuta per i mezzi di trasporto (-11,4% m/m dopo il -3,0% m/m precedente), per i macchinari e le attrezzature (-5,3% m/m da +8,8% m/m precedente) e per la voce "altre industrie manifatturiere" (-4,0% m/m da +3,9% m/m); a febbraio è diminuita anche la produzione di alimenti e bevande (-2,0% da +1,6% precedente). Passano in territorio negativo anche la produzione energetica (-5,9% da +2,8%) e le costruzioni (-6,0% m/m da +13,2% m/m). Viceversa, il settore della raffinazione e della produzione di carbone ha registrato una variazione positiva (+11,5% da +6,8%). Ci aspettiamo una crescita, seppur leggera, dell'attività a marzo, come indicato dalle indagini congiunturali del mese.

**Italia.** Le **vendite al dettaglio** sono tornate a salire a febbraio, di +6,6% m/m, dopo il -2,7% m/m di gennaio: il balzo è dovuto ai non-alimentari (+14,8% m/m). La variazione mensile risente dell'evoluzione del grado di restrizione sulle attività commerciali, che ha visto un significativo allentamento a febbraio. Su base annua, le vendite sono rimaste in territorio negativo, a -5,7% da -6,7% precedente. Sempre sull'anno, gli unici comparti in crescita si confermano le dotazioni per informatica, telecomunicazioni e telefonia (+12%) e gli elettrodomestici (+8,9%), mentre particolarmente colpiti (con cali tra -11% e -12,7%) sono calzature, farmaceutici, profumeria e abbigliamento. Le uniche forme distributive a salvarsi dalla flessione tendenziale sono gli esercizi non specializzati a prevalenza non-alimentare (+3,4%) e il commercio elettronico (+35,8%). In prospettiva, l'inasprimento delle normative anti-COVID visto tra marzo e aprile dovrebbe causare una nuova contrazione delle vendite al dettaglio, attese mostrare nel 1° trimestre 2021 una flessione di entità solo lievemente inferiore a quella vista a fine 2020 (-1,6% t/t). Nonostante il possibile rimbalzo dei consumi di beni durevoli, sulla scia della ripresa delle vendite di auto, i consumi delle famiglie di contabilità nazionale appaiono destinati a contrarsi nuovamente a inizio 2021, trainati al ribasso da non durevoli e servizi. La prospettiva è quella di una ripresa nel trimestre in corso, che però è legata indissolubilmente a una sensibile riduzione delle "zone rosse" nelle prossime settimane.

**La flessione annua delle vendite al dettaglio colpisce tutti i gruppi di prodotti, con la sola eccezione di elettronica e elettrodomestici**



Nota: variazioni % a/a. Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

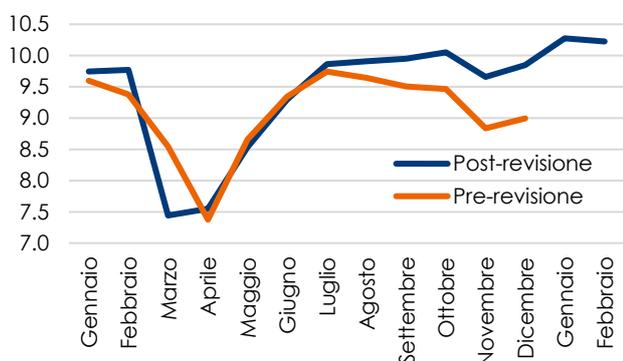
**Sulla base dei dati sulla mobilità, la tendenza annua delle vendite al dettaglio potrebbe tornare a peggiorare nei prossimi mesi**



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

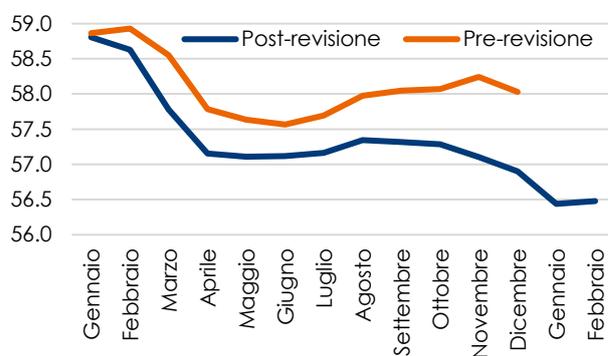
**Italia.** L'Istat ha diffuso le **nuove serie di dati mensili provvisori sulle forze di lavoro**, che tengono conto delle modifiche introdotte dal nuovo regolamento europeo in vigore dal 1° gennaio. La novità più importante è che i lavoratori in cassa-integrazione e i lavoratori autonomi non sono più considerati occupati in caso di assenza dal lavoro superiore ai 3 mesi. Ciò ha causato una revisione al ribasso delle stime sugli occupati, e al rialzo di quelle sui disoccupati, per l'ultimo anno. **Il tasso di disoccupazione, stimato in precedenza al 9% a fine 2020, risulta ora pari nello stesso mese al 9,8%, ed è poi salito sopra il 10% a inizio 2021** (a 10,3% a gennaio e 10,2% a febbraio). **Il calo degli occupati da febbraio 2020 a dicembre 2020 risulta ora pari a 767 mila unità** (dalle 425 mila stimate in precedenza); la revisione è dovuta principalmente alla diversa classificazione dei cassintegrati, visto che ora i lavoratori dipendenti permanenti nello stesso periodo sono stimati in diminuzione di 244 mila unità, mentre in precedenza erano visti in aumento di 118 mila. **La flessione degli occupati si è accentuata nei primi mesi del 2021, arrivando a febbraio a 945 mila unità** rispetto a un anno prima. La revisione ha colpito principalmente i lavoratori più anziani (-200 mila occupati ultracinquantenni a fine 2020 rispetto alla precedente stima), ma anche il tasso di disoccupazione giovanile è stato rivisto al rialzo, da 29,7% a 31% a fine 2020, ed è poi salito a inizio 2021 (a 31,6% a febbraio). In sintesi, **la revisione attenua le distorsioni statistiche che avevano ridotto l'impatto dello shock COVID sul mercato del lavoro** (rispetto a febbraio 2020, il tasso di occupazione risulta ora più basso di 2,2 punti percentuali e quello di disoccupazione più alto di mezzo punto). A nostro avviso, anche a causa del probabile venire meno da inizio luglio del blocco ai licenziamenti e del ricorso universale alla CIG, l'impatto sarà ritardato: **il tasso dei senza-lavoro potrebbe toccare un picco in media d'anno non nel 2021 ma nel 2022.**

**La nuova serie sulle forze di lavoro vede una revisione al rialzo del tasso di disoccupazione...**



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**...e una revisione al ribasso, di entità ancor più significativa, del tasso di occupazione**



Fonte: Istat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

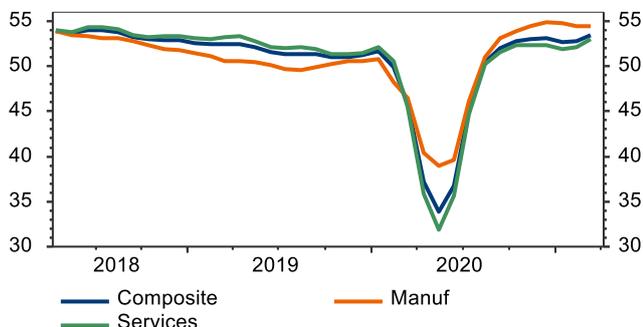
**Cina**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	mar	51.5		54.3
Riserve in valuta estera	mar	3.205	1000Mld \$	3.190
CPI m/m	mar	0.6	%	-0.4
CPI a/a	mar	-0.2	%	0.4
PPI a/a	mar	1.7	%	3.5

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

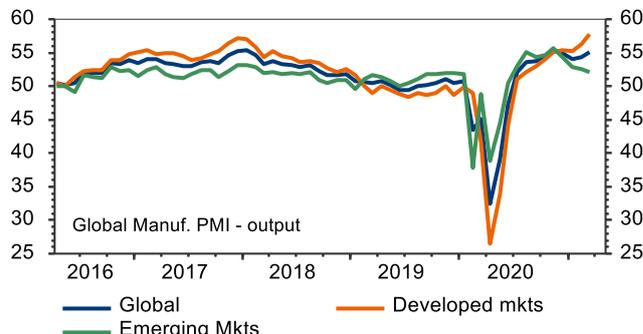
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



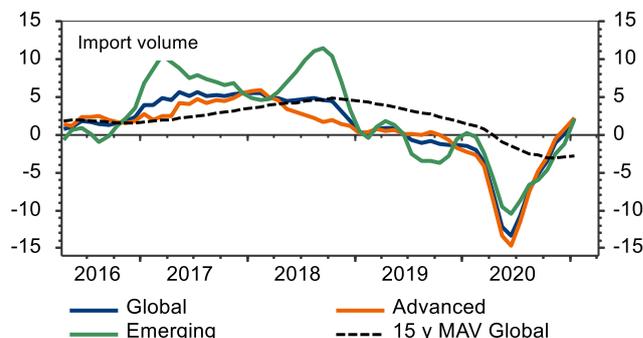
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



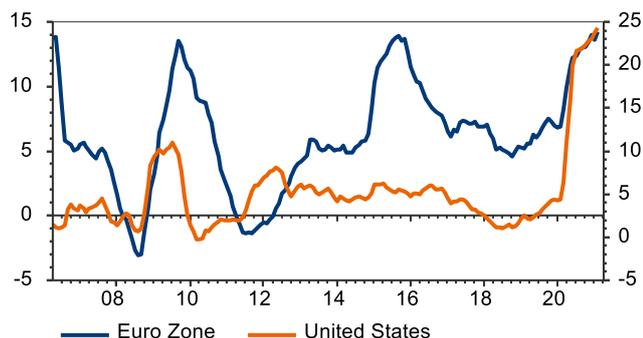
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



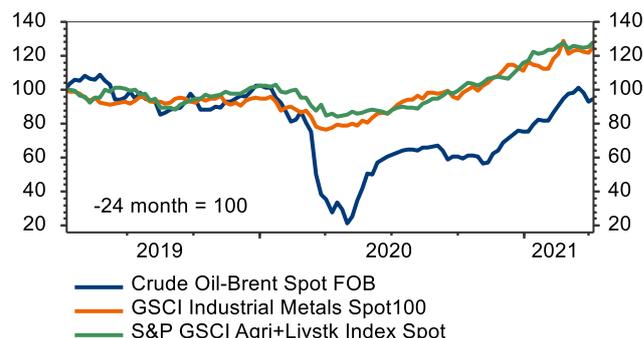
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

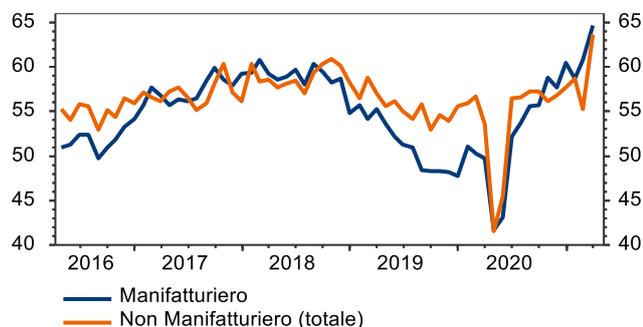
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

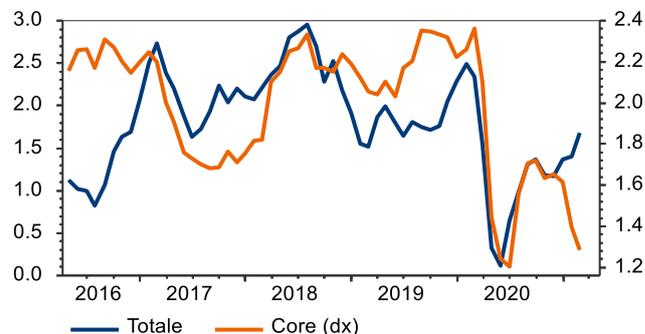
## Stati Uniti

## Indagini ISM



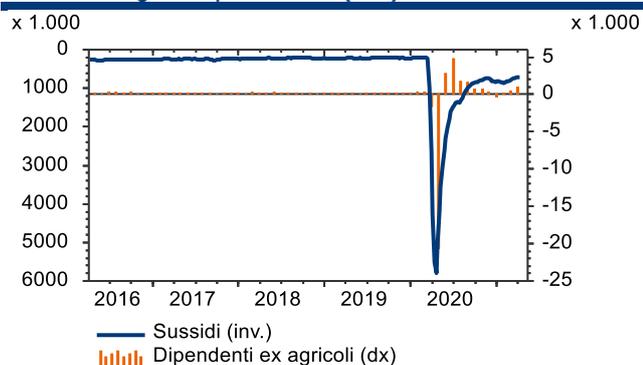
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



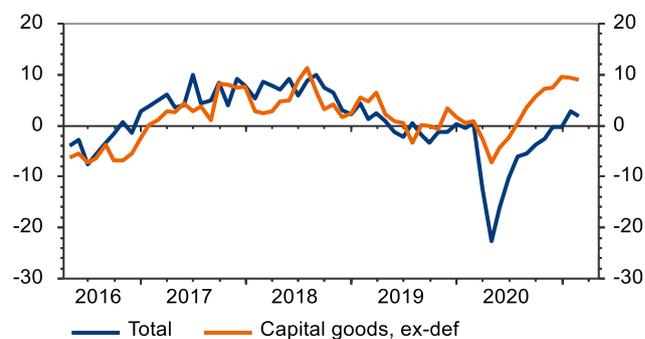
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

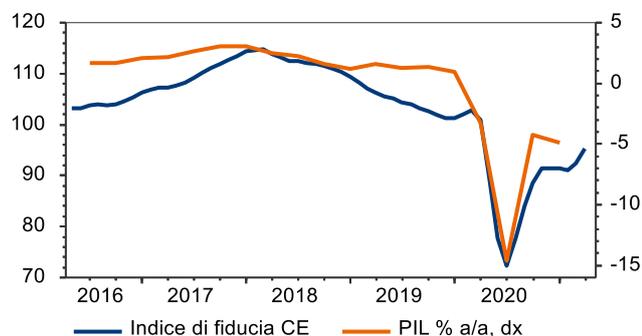
## Previsioni

	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.

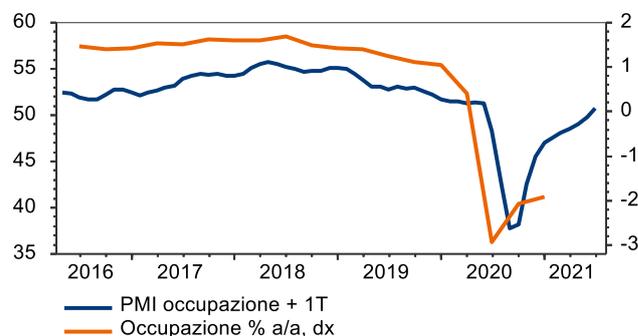
## Area euro

## PIL



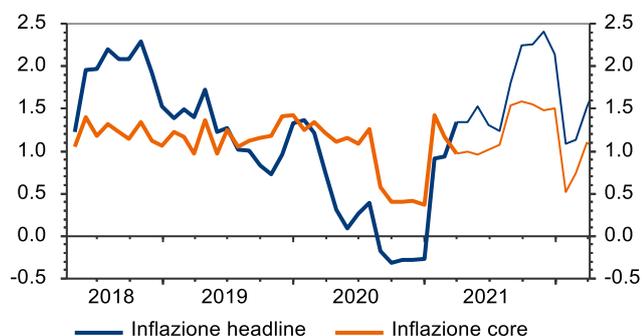
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	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 (%)	8.0	8.2	7.6	7.3	7.6	8.6	8.3	8.2	8.1	8.1	8.4				
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				

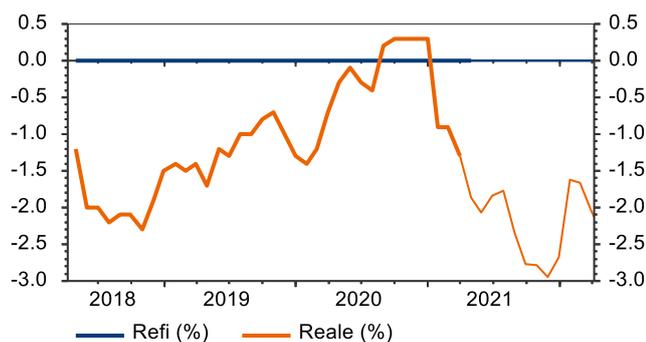
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	set	dic	mar	8/4	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	-0.56	<b>-0.56</b>	-0.54	-0.54	-0.53	-0.53
Euribor 3m	-0.50	-0.55	-0.54	<b>-0.54</b>	-0.53	-0.53	-0.53	-0.53

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

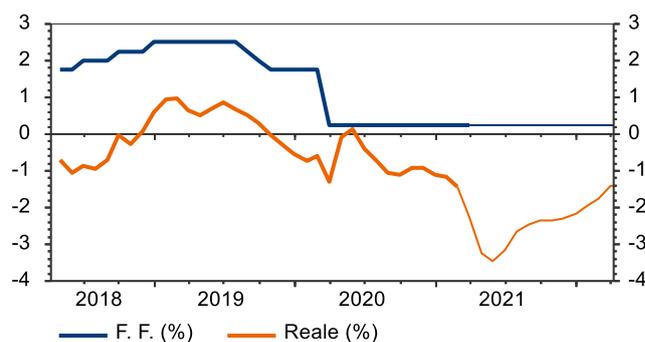


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	set	dic	mar	8/4	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	0.19	<b>0.19</b>	0.19	0.20	0.20	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

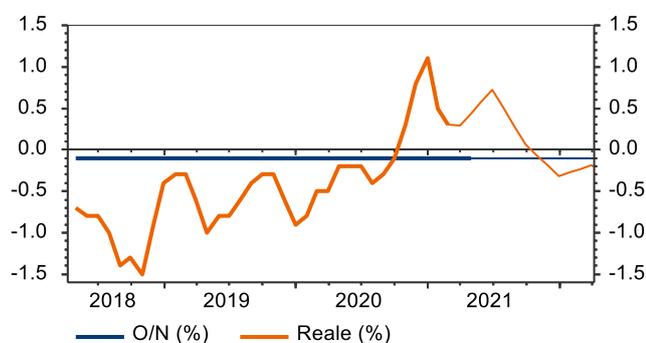


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	set	dic	mar	8/4	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>	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

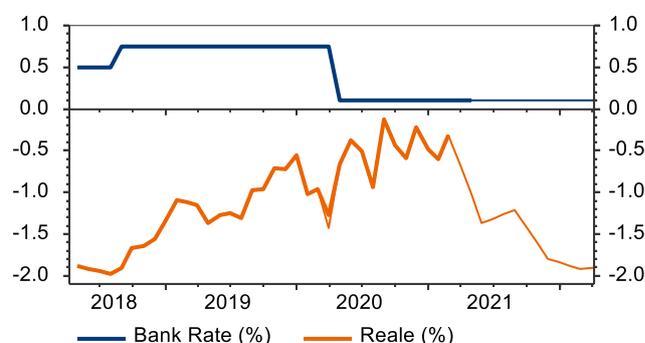


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	8/4	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>0.08</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	9/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.09	1.18	1.23	1.19	<b>1.1891</b>	1.17	1.16	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	111	109	106	104	109	<b>109.64</b>	108	110	112	114	115
GBP/USD	1.30	1.25	1.30	1.36	1.39	<b>1.3707</b>	1.37	1.36	1.37	1.42	1.44
EUR/CHF	1.13	1.06	1.08	1.08	1.11	<b>1.1007</b>	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16
EUR/JPY	126	118	125	127	130	<b>130.40</b>	127	128	130	133	138
EUR/GBP	0.86	0.88	0.91	0.90	0.86	<b>0.8672</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