

Weekly Economic Monitor

Il punto

Italia: il nuovo DEF prospetta un deficit 2021 più alto del previsto, e una ulteriore significativa salita del debito.

Banca Centrale Europea: la prossima riunione di politica monetaria sarà priva di spunti di particolare interesse. Tassi, volumi dei programmi di acquisto e *forward guidance* resteranno invariati. Per il momento, la BCE non ha alcun interesse ad agitare le acque, malgrado la speranza molto più concreta di ripresa.

COVID-19: Stati Uniti verso l'immunità di gregge entro luglio, nonostante le varianti e la pausa per l'analisi degli effetti collaterali del vaccino di J&J.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di dati congiunturali. La riunione BCE sarebbe teoricamente l'evento più rilevante della settimana, ma la stessa Banca centrale ha indicato che la prossima revisione del quadro di politica monetaria sarà effettuata a giugno: quindi, non sono da attendersi novità particolari. Le indagini PMI di questo mese potrebbero indicare una lieve discesa dell'indice composito e del manifatturiero, mentre l'indice dei servizi potrebbe rimanere quasi invariato. Viceversa, l'indice di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione Europea dovrebbe registrare un nuovo miglioramento. Infine, in Francia il morale delle imprese manifatturiere è atteso invariato rispetto al mese precedente.

La settimana è leggera in termini di dati negli **Stati Uniti**. I PMI flash dovrebbero essere in ulteriore rialzo, particolarmente marcato nei servizi, con indicazioni di pressioni verso l'alto sui prezzi e vincoli dal lato dell'offerta per il manifatturiero. Le vendite di case nuove ed esistenti di marzo sono attese in recupero dopo le correzioni di febbraio dovute al maltempo, con segnali di eccesso di domanda soprattutto nel comparto delle case esistenti, per via della carenza di scorte sul mercato.

16 aprile 2021

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

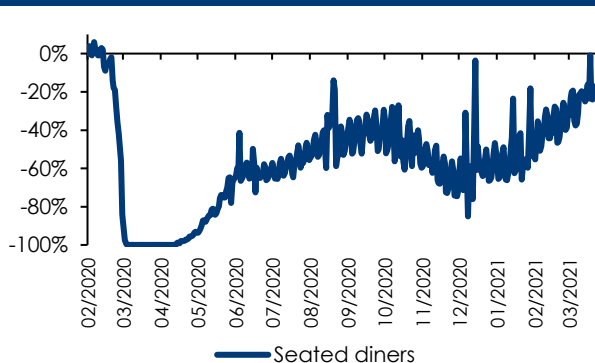
Luca Mezzomo
Economista

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli
Economista - Italia

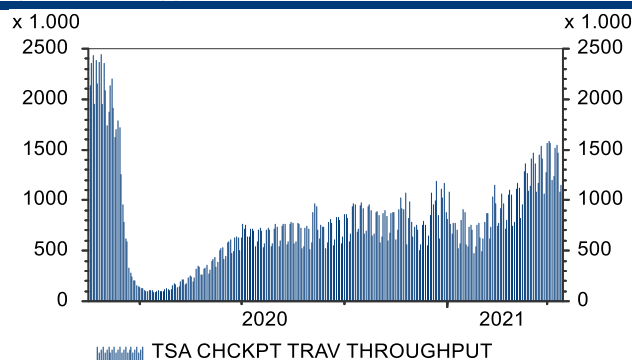
Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Fig. A - Gli americani tornano a mangiare al ristorante...



Nota: variazioni delle prenotazioni per servizio al tavolo nei ristoranti rispetto all'anno precedente. Fonte: Opentable

Fig. B - ...e a viaggiare in aereo



Nota: dati in mln di passeggeri controllati giornalmente ai check-in degli aeroporti USA. Fonte: Refinitiv Datastream

Il punto

Italia: il nuovo DEF prospetta un deficit 2021 più alto del previsto, e una ulteriore significativa salita del debito.

- Il Consiglio dei Ministri ha approvato ieri la richiesta al Parlamento di un nuovo **scostamento di bilancio** da 40 miliardi (in linea con le attese), nonché il **Documento di Economia e Finanza**. La principale novità è venuta dal nuovo quadro programmatico di finanza pubblica contenuto nel DEF, che vede un **rapporto deficit/PIL molto più alto del previsto quest'anno (11,8%**, contro attese tra il 10% e l'11%) e un debito in prossimità del 160% (159,8%, dal 155,8% del 2020). Disavanzo e debito sono attesi ridursi nei prossimi anni, ma il rapporto deficit/PIL è visto rimanere sopra il 3% almeno fino al 2025.
- Il Governo assume una crescita del PIL quest'anno di 4,1% nel quadro tendenziale e del 4,5% nel quadro programmatico (ovvero incorporando i nuovi interventi di sostegno all'economia). **Su queste stime di crescita, a nostro avviso, i rischi restano al ribasso** (il nostro attuale profilo previsivo vede un PIL al 3,7% quest'anno e al 3,9% l'anno prossimo).
- Poiché l'entità dello scostamento di bilancio è in linea con le attese della vigilia, **l'andamento dei tendenziali di finanza pubblica è meno favorevole del previsto**: l'indebitamento tendenziale è stimato ora al 9,5%, in linea con il deficit 2020 e circa in linea con la precedente stima del tendenziale (7%) alla quale si aggiunge quasi un punto percentuale per effetto della minore crescita rispetto a quanto previsto sei mesi fa (4,1% contro 6%) e oltre un punto e mezzo di PIL pari all'entità del primo scostamento di bilancio (32 miliardi). Ciò implica che **la sorpresa positiva vista sui dati a consuntivo del 2020 è stata dovuta interamente a fattori una tantum e non ha perciò effetti di trascinamento positivi** per l'anno in corso.

Italia - I principali numeri del nuovo DEF

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Quadro programmatico | | | | |
| PIL | -8.9 | 4.5 | 4.8 | 2.6 |
| Deficit/PIL | -9.5 | -11.8 | -5.9 | -4.3 |
| Avanzo primario | -6.0 | -8.5 | -3.0 | -1.5 |
| Interessi passivi | 3.5 | 3.3 | 3.0 | 2.8 |
| Debito pubblico | 155.8 | 159.8 | 156.3 | 155.0 |
| Quadro tendenziale | | | | |
| PIL | -8.9 | 4.1 | 4.3 | 2.5 |
| DEFICIT/PIL | -9.5 | -9.5 | -5.4 | -3.7 |
| Avanzo primario | -6.0 | -6.2 | -2.5 | -0.8 |
| Interessi passivi | 3.5 | 3.3 | 3.0 | 2.8 |
| Debito/PIL | 155.8 | 157.8 | 154.7 | 153.1 |

Fonte: MEF

- Rispetto ai valori indicati dal Governo, i **rischi di un sentiero ancora meno favorevole dei saldi** di finanza pubblica derivano come detto dalla possibilità di una crescita del PIL inferiore al previsto, nonché dall'eventualità di un ulteriore scostamento di bilancio nel caso in cui fossero necessarie nuove restrizioni in corso d'anno; pensiamo anche che la salita del debito quest'anno possa essere superiore a quanto stimato dal Governo in quanto ci attendiamo un rallentamento più pronunciato del deflatore del PIL (a 0,8% contro l'1,1% indicato nel DEF), e che la discesa del rapporto debito/PIL nei prossimi anni possa essere più lenta rispetto ai target governativi. **Sussistono anche, ma paiono di entità più contenuta, rischi di un'evoluzione più favorevole**, nel caso in cui, come già avvenuto lo scorso anno, i tendenziali si rivelino migliori del previsto per via di minori esborsi effettivi su alcuni programmi di spesa nonché di un andamento delle entrate più favorevole rispetto a quanto stimato sulla base della elasticità al PIL (anche in virtù di una tendenza in corso a una maggiore *compliance* fiscale).
- Il Parlamento è atteso votare lo scostamento di bilancio e il DEF giovedì 22 aprile. Successivamente, il Governo varerà il Decreto Sostegni Bis che utilizzerà i 40 miliardi di deficit

aggiuntivo, la metà dei quali saranno destinati a interventi per le imprese; il decreto dovrebbe anche includere l'**estensione di sei mesi, sino a fine anno, delle garanzie pubbliche sui prestiti**.

- Nel frattempo, il Governo è al lavoro su altri due fronti: la finalizzazione del **Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza** (su cui Draghi terrà le sue comunicazioni in Parlamento il 26 e 27 aprile) e la preparazione di una **road-map per le riaperture**: è possibile un significativo allentamento delle restrizioni a partire dall'inizio del mese prossimo, il che riduce i rischi al ribasso sulla nostra stima di un ritorno in territorio moderatamente positivo del PIL nel secondo trimestre e crea le basi per una accelerazione di entità potenzialmente anche molto ampia nel trimestre estivo.

Banca Centrale Europea: la prossima riunione di politica monetaria sarà priva di spunti di particolare interesse. Tassi, volumi dei programmi di acquisto e *forward guidance* resteranno invariati. Per il momento, la BCE non ha alcun interesse ad agitare le acque, malgrado la speranza molto più concreta di ripresa.

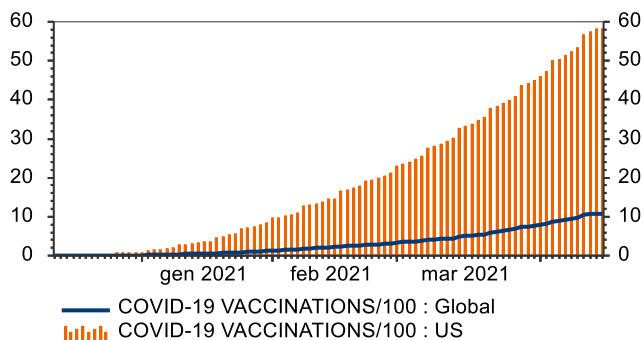
- La riunione di politica monetaria del 22 aprile si preannuncia del tutto interlocutoria. D'altronde, il consiglio direttivo ha annunciato l'11 marzo un aumento degli acquisti netti PEPP per 3 mesi, anticipando una revisione della situazione soltanto alla riunione del 10 giugno.
- **Nulla è avvenuto che possa indurre a ripensamenti, né sulle condizioni finanziarie, né sul fronte macroeconomico.** Da allora, i movimenti dei tassi sono stati molto modesti, con lievi cali sul tratto 2-5 anni e un modesto aumento (+3pb) sulla scadenza decennale. L'euro si è rafforzato sui mercati valutari, ma resta più debole rispetto a dicembre/gennaio. Nel complesso, le condizioni finanziarie non richiedono sforzi ulteriori. I giornalisti forse continueranno a chiedere chiarimenti alla presidente Lagarde in merito a che cosa renda favorevoli le condizioni finanziarie, e perché la BCE non adotti un controllo della curva dei rendimenti. Tuttavia, la posizione del consiglio al riguardo è netta: non è opportuno riferirsi a definizioni quantitative ristrette, e non ci sono le condizioni per attuare un controllo della curva dei rendimenti.
- Sul fronte macroeconomico, **i dati dell'ultimo mese sono stati coerenti con lo scenario di base dello staff BCE.** Da una parte, la pandemia continua a frenare l'attività economica: la campagna vaccinale ha accelerato il passo, ma non abbastanza da consentire di stabilizzare la diffusione dell'epidemia senza misure di distanziamento. Tuttavia, l'impatto economico delle ondate di contagio è divenuto meno intenso, e non superiore a quanto già incorporato nelle proiezioni. La prospettiva di un ritorno alla crescita dal secondo trimestre e di una ripresa robusta nel secondo semestre non è stata messa in discussione. I verbali della riunione del 11 marzo evidenziavano un calo dell'incertezza, e ciò resta vero.
- Allo stesso tempo, **non ci attendiamo che la BCE sottolinei con particolare insistenza gli aspetti positivi dello scenario.** Questo compito sarà lasciato ai "falchi" del consiglio direttivo: Knot e Holzmann, per esempio, hanno già detto che si aspettano nel terzo trimestre una ripresa coerente con un rallentamento degli acquisti. I vertici della Banca centrale, invece, sottolineeranno la necessità di garantire condizioni finanziarie favorevoli. Soprattutto la comunicazione sui rischi dello scenario sarà usata per scoraggiare pressioni al rialzo sui tassi, rimarcando che resta incertezza su diversi fronti. L'impostazione resterà simile a marzo: i rischi al ribasso saranno giudicati prevalenti nel breve termine, quelli al rialzo nel medio termine. Fra i rischi al ribasso, è possibile che venga dato risalto al problema della ratifica nazionale di NGEU, e in particolare alla questione del ricorso alla corte costituzionale tedesca. Per quanto concerne l'inflazione, sarà confermata l'interpretazione dello staff, ribadita da Lane nel pezzo scritto per il blog della BCE: il rialzo del 2021 è in parte una compensazione delle dinamiche del 2020, in parte un assestamento *una tantum*; in ogni caso, non prelude a un più rapido avvicinamento all'obiettivo di medio termine. Che sia vero o no, comunque questa valutazione può aiutare, per ora, a stabilizzare le curve dei tassi.

COVID-19: Stati Uniti verso l'immunità di gregge entro luglio, nonostante le varianti e la pausa per l'analisi degli effetti collaterali del vaccino di J&J.

- Il **quadro sanitario negli Stati Uniti**, in netto miglioramento negli ultimi due mesi, è ora frenato da due venti contrari: la diffusione delle **nuove varianti** del virus, più contagiose, e la **pausa per le somministrazioni del vaccino monodose J&J**.
- Come appare dalle figure 1 e 2, la **campagna vaccinale USA** è accelerata costantemente da gennaio in poi, a parte una battuta d'arresto a metà febbraio dovuta al maltempo. Al 15 aprile, il CDC riporta che 125,82 mln hanno ricevuto almeno una dose di vaccino (fig. 1), con 78,5 mln completamente immunizzati. Gli individui almeno parzialmente immunizzati sono pari al 37,9% della popolazione, al 48,3% della popolazione >18 anni e all'80% della popolazione >65 anni. La media a 7 giorni delle somministrazioni giornaliere è ora pari a 3,35 mln di dosi (fig. 2), da circa 800 mila a metà gennaio. Ai ritmi attuali di vaccinazioni, il 78% della popolazione, ovvero l'intera popolazione adulta, sarà parzialmente immunizzato al 22 giugno. Attualmente i vaccini non sono approvati per l'utilizzo nelle fasce di età al di sotto dei 18 anni, anche se sono già in fase di sperimentazione avanzata le somministrazioni agli adolescenti. Entro il 12 luglio potrebbe essere almeno parzialmente vaccinato il 90% della popolazione, se verrà approvato l'utilizzo dei vaccini per le coorti con età inferiore a 18 anni.
- Il successo della campagna vaccinale evidente dai dati dei mesi scorsi, si trova ora di fronte a due scogli. Da un lato, come atteso, le **varianti più contagiose** si sono diffuse e in particolare il ceppo B.1.17 (variante "inglese") è ormai dominante e rappresenta il 44,1% di casi allo stato attuale, contro un 10% del ceppo B.1.2, dominante invece fino a fine febbraio. Le conseguenze di questa evoluzione si vedono nell'interruzione del calo di nuovi contagi (fig. 3) da marzo, nonostante l'accelerazione delle immunizzazioni, e sono amplificati dall'eliminazione delle misure di contenimento in tutti gli Stati. La previsione di ulteriore accelerazione della campagna vaccinale nei prossimi mesi e di immunizzazione della popolazione adulta mantiene realistica l'aspettativa di controllo della pandemia dall'inizio dell'estate.
- La previsione di accelerazione delle vaccinazioni è cruciale per lo scenario pandemico americano, che in parte dipendeva dall'utilizzo del **vaccino monodose J&J**. Il CDC e l'FDA hanno messo in "pausa" le somministrazioni di J&J per condurre analisi più approfondite relative ai rari casi di emboli severi, rilevati nella popolazione femminile fra i 18 e i 48 anni. L'Amministrazione si era garantita la disponibilità di 100 mln di dosi J&J entro il 30 giugno e di altri 100 mln nei mesi successivi. Nel frattempo, sono in arrivo: 1) da Pfizer-BioNTech 80 mln entro maggio e altri 100 mln entro fine luglio (oltre ai 120 mln già in consegna entro marzo); 2) da Moderna 100 mln entro maggio e 100 mln entro luglio (oltre a 100 mln già consegnati). Pertanto, entro luglio sarà possibile vaccinare 190 mln di persone con i due vaccini approvati, più che garantendo la completa immunizzazione di tutta la popolazione adulta. Gli USA hanno anche contratti con AstraZeneca e NovaVax, i cui vaccini non sono ancora stati approvati. A conferma della copertura in eccesso delle necessità domestiche, sono stati decisi trasferimenti di dosi a Canada e Messico, mentre si studiava la possibilità di trasferire altre forniture anche ad altri paesi con problemi di disponibilità. Quindi, in un panorama di paesi generalmente vincolati in termini di forniture, per gli USA invece non esistono problemi di disponibilità di vaccini.
- Lo scenario estremamente positivo per vaccinazioni e contagi, nonostante le varianti del virus e la pausa di J&J, è la pre-condizione per la **previsione di straordinaria accelerazione della crescita e dell'occupazione** a partire da marzo, in una fase definita da Powell come un "punto di flesso". I dati economici e le indagini lo stanno confermando, con una spinta particolarmente forte nei servizi finora frenati dalle restrizioni, volontarie e non, dell'ultimo anno (vedi fig. 4 e figg. A-B in copertina). Il tasso di occupazione degli alberghi è al 49% a marzo, in calo di -20% rispetto all'anno precedente, ma in rialzo di 47% rispetto a febbraio. Di riflesso, l'occupazione è balzata verso l'alto nelle attività ricreative e del tempo libero, con posti di lavoro in rialzo complessivamente di 635 mila fra febbraio e marzo (anche se ne mancano ancora circa 500 mila rispetto a febbraio 2020). Le vendite al dettaglio di marzo,

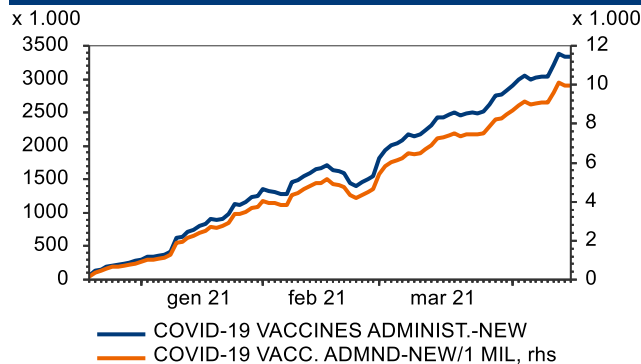
in rialzo di 9,8% m/m (v. Osservatorio Macroeconomico più sotto), hanno dato un assaggio del nuovo ritmo della ripresa. **Il boom economico del 2021, fondato su vaccini e stimolo fiscale, è iniziato e correrà nei prossimi trimestri.**

Fig. 1 – La campagna vaccinale corre...



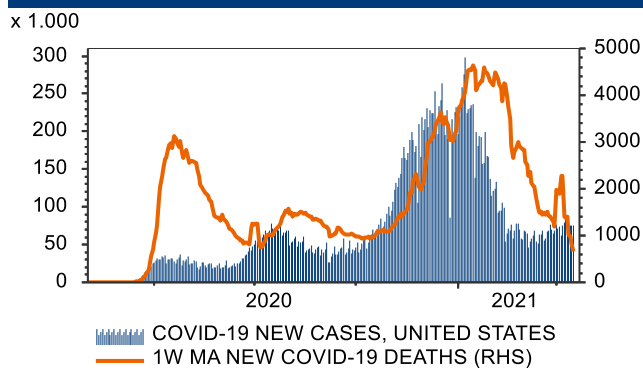
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 - ...e continua ad accelerare



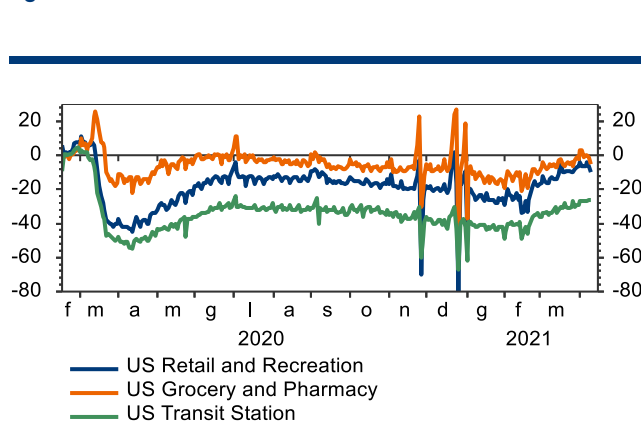
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 3 – I nuovi contagi, spinti dalle varianti, hanno smesso di scendere, i decessi invece continuano a calare grazie all'immunizzazione della popolazione più a rischio



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 4 – La mobilità si sta normalizzando

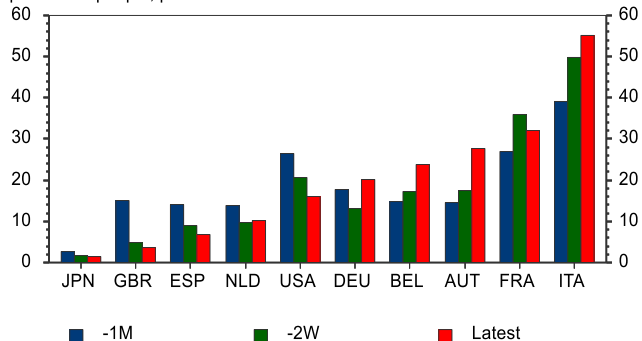


Fonte: Refinitiv Datastream

Monitor dell'impatto COVID

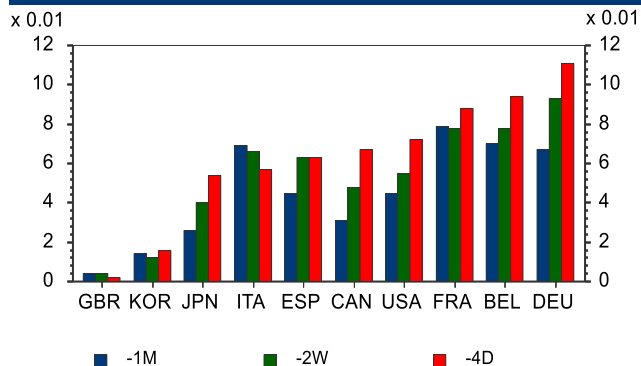
Mortalità da COVID-19

per million people, per week



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



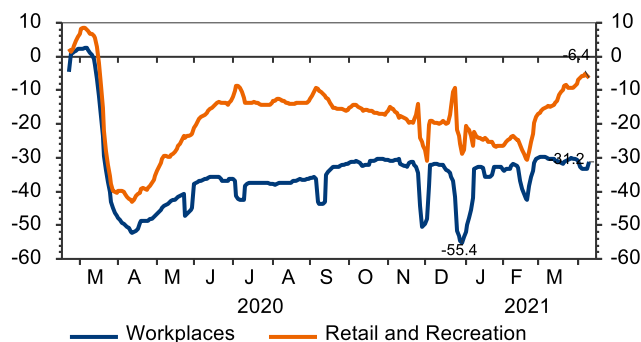
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



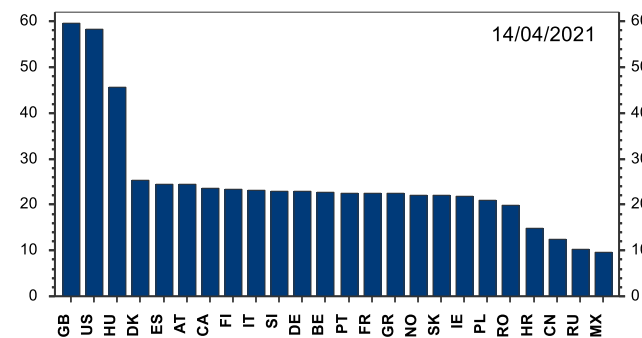
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

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**, la settimana è piuttosto povera di dati congiunturali. La riunione BCE sarebbe teoricamente l'evento più rilevante della settimana, ma la stessa Banca centrale ha indicato che la prossima revisione del quadro di politica monetaria sarà effettuata a giugno: quindi, non sono da attendersi novità particolari. Le indagini PMI di questo mese potrebbero indicare una lieve discesa dell'indice composito e del manifatturiero, mentre l'indice dei servizi potrebbe rimanere quasi invariato. Viceversa, l'indice di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione Europea dovrebbe registrare un nuovo miglioramento. Infine, in Francia il morale delle imprese manifatturiere è atteso invariato rispetto al mese precedente.

La settimana è leggera in termini di dati negli **Stati Uniti**. I PMI flash dovrebbero essere in ulteriore rialzo, particolarmente marcato nei servizi, con indicazioni di pressioni verso l'alto sui prezzi e vincoli dal lato dell'offerta per il manifatturiero. Le vendite di case nuove ed esistenti di marzo sono attese in recupero dopo le correzioni di febbraio dovute al maltempo, con segnali di eccesso di domanda soprattutto nel comparto delle case esistenti, per via della carenza di scorte sul mercato.

Giovedì 22 aprile

Area euro

- **Area euro.** L'**indice di fiducia dei consumatori** elaborato dalla Commissione Europea dovrebbe avvicinarsi alla media storica di -10,6 punti in aprile (a -10,5 da -10,8 di marzo). Il lieve miglioramento di morale nel mese dovrebbe riflettere l'alleggerimento delle misure di contenimento della "terza ondata" di COVID-19 in alcuni Paesi dell'area.
- **Francia.** L'indice di **fiducia** presso le **imprese manifatturiere** elaborato dall'**INSEE** è atteso stabile a 98,0 punti in aprile. Nei prossimi mesi, la diffusione del vaccino e il consolidamento della ripresa potrebbero riportare l'indice verso i livelli pre-pandemici.
- **Area euro.** Non si prevede alcuna decisione di rilievo dalla riunione di politica monetaria della BCE. La presidente Lagarde ha indicato con chiarezza che la situazione sarà riesaminata a giugno, quando saranno disponibili le nuove proiezioni dello staff. Questo mese, tassi, programmi di acquisto, programmi di rifinanziamento e *forward guidance* resteranno immutati. Anche i toni della conferenza stampa riecheggeranno l'impostazione di marzo, senza enfatizzare troppo la riduzione dell'incertezza. Per ora la priorità resta quella di mantenere condizioni finanziarie accomodanti ed evitare che le curve scontino con troppo anticipo la ripresa.

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a marzo sono previste in marginale rialzo a 6,24 mln, dopo il calo a 6,22 mln di febbraio (da 6,66 mln di gennaio). I dati di febbraio sono stati probabilmente in larga misura influenzati dal maltempo, ma la previsione di mantenimento di un livello significativamente inferiore rispetto ai massimi storici dell'autunno scorso (6,73 mln a ottobre) è basata su due informazioni. Il trend in calo delle vendite in corso (pending home sales) precede di alcuni mesi il crollo di febbraio, e la continua flessione delle scorte di case disponibili (a 2 mesi a febbraio, sui minimi della serie) danno indicazioni di un persistente e crescente eccesso di domanda in questo segmento del mercato immobiliare residenziale.

Venerdì 23 aprile

Area euro

- **Area euro.** Ci attendiamo che la **stima flash** del **PMI manifatturiero** mostri una diminuzione del ritmo di espansione in aprile, a 61,8 da 62,5 di marzo; il **PMI servizi** è atteso quasi invariato questo mese (a 49,4 da 49,6 precedente). Di conseguenza, il **PMI composito** dovrebbe

calare a 52,7 da 53,2 punti: l'indice anticiperà una nuova espansione dell'attività economica dell'Eurozona, sebbene ad una velocità ridotta rispetto al mese precedente.

Stati Uniti

- Il **PMI Markit manifatturiero** flash ad aprile dovrebbe aumentare a 59,6 da 59,1 di marzo, con indicazioni di vincoli dal lato dell'offerta evidenti dai tempi di consegna, e di rialzo ulteriore dei prezzi. Nei **servizi**, l'indice preliminare di aprile dovrebbe segnare un aumento più marcato, a 61,5 da 60,4 di marzo, sulla scia della riapertura delle attività e della diffusione dei vaccini.
- Le **vendite di case nuove** a marzo sono attese in ripresa a 920 mila da 775 mila di febbraio. Il crollo di febbraio è attribuibile al clima avverso e le scorte di case invendute sono risalite, probabilmente su base temporanea a 4,8 mesi, sui massimi da maggio 2020. Nel frattempo, l'attività di costruzione prosegue e l'eccesso di domanda nel segmento delle case nuove dovrebbe essere più contenuto rispetto a quello rilevabile in quello delle case esistenti.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (19 – 23 aprile)

| Data | Ora | Paese | Dato | * | Periodo | Precedente | Consenso | Intesa Sanpaolo |
|----------|-------|----------------------------------|--------------------------------------|-----|---------|------------|----------|-----------------|
| Lun 19/4 | 01:50 | GIA | Bilancia commerciale | | mar | 215.9 | Mld ¥ JP | 490.0 |
| | 06:30 | GIA | Produzione industriale m/m finale | | feb | prel -2.2 | % | |
| Mar 20/4 | 03:30 | CN | Tasso prime rate a 5 anni | * | apr | 4.7 | % | |
| | 03:30 | CN | Tasso prime rate a 1 anno | * | apr | 3.9 | % | |
| | 08:00 | GER | PPI a/a | | mar | 1.9 | % | 3.1 |
| | 08:00 | GER | PPI m/m | | mar | 0.7 | % | 0.4 |
| | 08:00 | GB | Tasso di disoccupazione ILO | | feb | 5.0 | % | 5.1 |
| | 08:00 | GB | Retribuzioni medie | | feb | 4.8 | % | |
| Mer 21/4 | 08:00 | GB | CPI m/m | | mar | 0.1 | % | |
| | 08:00 | GB | CPI a/a | * | mar | 0.4 | % | 0.7 |
| Gio 22/4 | 08:45 | FRA | Fiducia imprese manifatturiere | ** | apr | 98 | | 98 |
| | 10:00 | ITA | Fatturato industriale m/m | | feb | 2.5 | % | |
| | 10:00 | ITA | Fatturato industriale a/a | | feb | -1.6 | % | |
| | 14:30 | USA | Richieste di sussidio | * | settim | 576 | x1000 | |
| | 14:30 | USA | Sussidi di disoccupazione esistenti | * | settim | 3.731 | Mln | |
| | 16:00 | USA | Indice anticipatore m/m | | mar | 0.2 | % | 0.6 |
| | 16:00 | USA | Vendite di case esistenti (mln ann.) | | mar | 6.22 | Mln | 6.25 |
| | 16:00 | EUR | Fiducia consumatori flash | * | apr | -10.8 | | -11.3 |
| Ven 23/4 | 01:30 | GIA | CPI (naz.) a/a | * | mar | -0.4 | % | |
| | 01:30 | GIA | CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a | * | mar | -0.4 | % | -0.1 |
| | 02:30 | GIA | PMI manifatturiero prelim | | apr | 52.7 | | |
| | 08:00 | GB | Vendite al dettaglio m/m | * | mar | 2.1 | % | |
| | 08:00 | GB | Vendite al dettaglio a/a | | mar | -3.7 | % | |
| | 09:15 | FRA | PMI servizi prelim | * | apr | 48.2 | | 47.0 |
| | 09:15 | FRA | PMI manifatturiero prelim | * | apr | 59.3 | | 59.0 |
| | 09:30 | GER | PMI servizi prelim | * | apr | 51.5 | | 51.0 |
| | 09:30 | GER | PMI manifatturiero prelim | * | apr | 66.6 | | 65.8 |
| | 10:00 | EUR | PMI servizi prelim | ** | apr | 49.6 | | 49.1 |
| | 10:00 | EUR | PMI manifatturiero prelim | ** | apr | 62.5 | | 62.0 |
| | 10:00 | EUR | PMI composito prelim | ** | apr | 53.2 | | 53.1 |
| | 10:30 | GB | PMI servizi prelim | * | apr | 56.3 | | |
| | 10:30 | GB | PMI manifatturiero prelim | * | apr | 58.9 | | |
| | 15:45 | USA | Markit PMI Manif. prelim. | * | apr | 59.1 | | 59.6 |
| | 15:45 | USA | Markit PMI Composito prelim. | | apr | 59.7 | | |
| 15:45 | USA | Markit PMI Servizi prelim. | * | apr | 60.4 | | 61.5 | |
| 16:00 | USA | Vendite di nuove case (mln ann.) | * | mar | 0.775 | Mln | 0.910 | |

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 (19 – 23 aprile)

| Data | Ora | Paese | * Evento |
|----------|-------|-------|---|
| Gio 22/4 | 13:45 | EUR | * BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.50%) |
| | 14:30 | EUR | * Conferenza stampa di Lagarde (BCE) |
| Ven 23/4 | 10:00 | EUR | La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters |

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

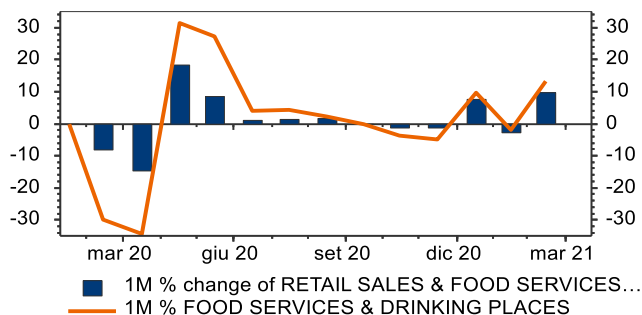
Stati Uniti

| Dato | Periodo | Precedente | | Consenso | Effettivo |
|---------------------------------|---------|---------------|-------|----------|-----------|
| Consumer Price Index (MoM) | Mar | 0.4 | % | 0.5 | 0.6 |
| Consumer Price Index (YoY) | Mar | 1.7 | % | 2.5 | 2.6 |
| CPI Ex Food & Energy (YoY) | Mar | 1.3 | % | 1.5 | 1.6 |
| CPI Ex Food & Energy (MoM) | Mar | 0.1 | % | 0.2 | 0.3 |
| Import Price Index (MoM) | Mar | 1.3 | % | 1.0 | 1.2 |
| Initial Jobless Claims | weekly | 769 (744) | k | 700 | 576 |
| Continued Jobless Claims | weekly | 3.727 (3.734) | M | 3.700 | 3.731 |
| Empire Manufacturing | Apr | 17.40 | | 19.50 | 26.3 |
| Retail Sales Less Autos | Mar | -2.5 (-2.7) | % | 5.0 | 8.4 |
| Retail Sales | Mar | -2.7 (-3.0) | % | 5.9 | 9.8 |
| Philadelphia Fed. | Apr | 51.8 | | 42.0 | 50.2 |
| Industrial Production | Mar | -2.6 (-2.2) | % | 2.8 | 1.4 |
| Capacity Utilization | Mar | 73.4 (73.8) | % | 75.7 | 74.4 |
| Business Inventories | Feb | 0.4 (0.3) | % | 0.5 | 0.5 |
| NAHB Housing Market Index | Apr | 82 | | 83 | 83 |
| Net Long-term TIC Flows | Feb | +91.0 (90.8) | Bn \$ | | +4.2 |
| Building Permits | Mar | 1.720 | M | 1.750 | |
| Housing Starts | Mar | 1.421 | M | 1.613 | |
| U. of Michigan Confidence flash | Apr | 84.9 | | 89.6 | |

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

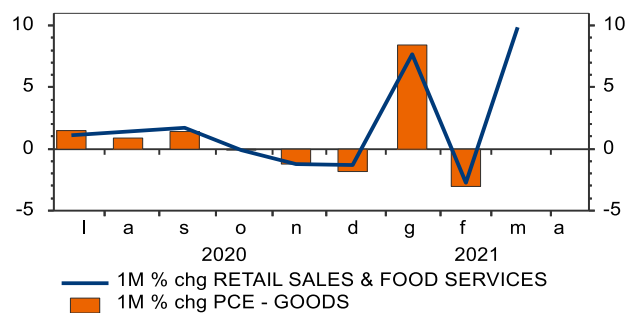
Le **vendite al dettaglio** a marzo aumentano di 9,8% m/m (27,7% a/a), dopo -2,7% m/m a febbraio (rivisto da -3% m/m); l'aggregato al netto delle auto segna una variazione di 8,4% m/m. Le vendite nel commercio al dettaglio sono in rialzo di 9,4% m/m (26,9% a/a), mentre per i servizi di ristorazione l'incremento è di 13,4% m/m (36% a/a). Sulla scia della riapertura delle attività anche le auto registrano un significativo rimbalzo dopo il crollo di febbraio parzialmente attribuibile al maltempo (+151% m/m, 71,1% a/a). Tutte le categorie di beni sono in netta ripresa: arredamento, +5,9% m/m, materiali da costruzione +12,1% m/m, abbigliamento +18,3% m/m, articoli sportivi +23,5% m/m (+101,1% a/a), benzina +10,9% m/m. Il boom delle vendite riflette sia il recupero dopo il maltempo di febbraio sia gli effetti dell'accredito degli assegni da 1400 dollari previsti dall'American Rescue Pan Act di marzo. Dai dati di marzo appare che le famiglie abbiano speso circa 1/3 dei trasferimenti dell'ARPA, in linea con le stime della percentuale spesa dopo l'accredito delle due precedenti tornate di assegni (aprile 2020 e gennaio 2021). Secondo la NY Fed, le famiglie spendono circa un terzo dei trasferimenti, ne risparmiano un altro terzo e utilizzano la parte rimanente per ridurre il proprio debito. Il forte aumento delle consumazioni nel settore della ristorazione coincide con la riapertura delle attività ricreative e con il solido aumento dell'occupazione nel settore del tempo libero e dell'ospitalità a febbraio e marzo e prelude a ulteriori incrementi nei prossimi mesi. I dati delle vendite puntano a un incremento vicino al 10% m/m anche per la spesa in beni di marzo, ma anche a una netta accelerazione della spesa per la componente servizi.

Vendite al dettaglio in rialzo di quasi 10% m/m a marzo, spinte da tutti i comparti, inclusi i servizi di ristorazione



Fonte Refinitiv Datastream

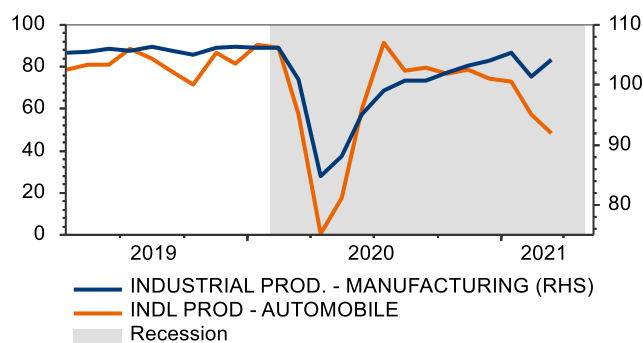
Le vendite al dettaglio di marzo puntano a un rimbalzo vicino al 10% anche per i consumi di beni a marzo



Fonte Refinitiv Datastream

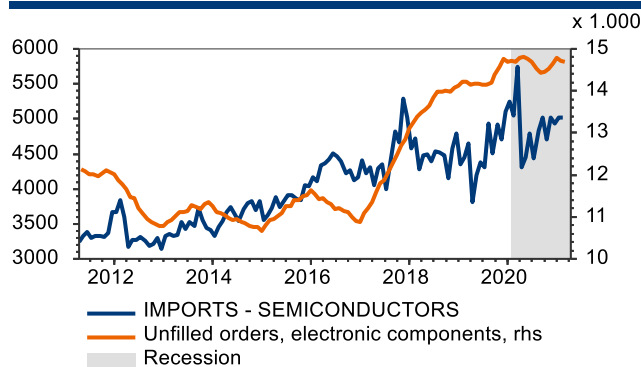
La **produzione industriale** a marzo aumenta di 1,4% m/m, dopo -2,6% m/m di febbraio. Il recupero dell'output dopo la frenata dovuta al maltempo di febbraio è solo parziale, per via della debolezza del settore auto dovuta alla mancanza di semi-conduttori. Il manifatturiero nel suo complesso registra un incremento di 2,7% m/m, dopo -3,7% m/m a febbraio, con il segmento auto e componenti in ripresa contenuta (+ 2,8% m/m, dopo -10% m/m a febbraio). Nell'estrattivo la variazione è di 5,7% m/m, mentre nelle utility si registra un calo di -11,4% m/m, dopo l'anomalo +9,2% m/m di febbraio dovuto al clima avverso. Come indicato nel rapporto della Fed allegato ai dati e nelle indagini del settore manifatturiero (v. sotto), le strozzature dal lato dell'offerta proseguono e rappresenteranno un freno alla crescita della domanda nei prossimi trimestri, alimentando anche un persistente calo delle scorte. Questo eccesso di domanda si trasformerà in parte in un aumento dei prezzi, in parte in un sostegno all'attività futura più avanti nell'anno.

La produzione industriale a marzo aumenta, ma il freno del settore auto è sempre più marcato...



Fonte Refinitiv Datastream

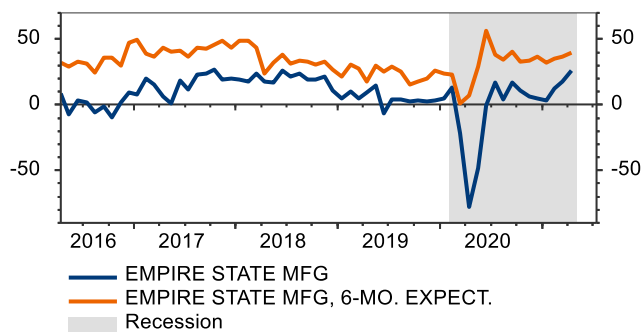
...e non ci sono indicazioni di miglioramenti significativi a breve sul fronte delle forniture di semi-conduttori



Fonte Refinitiv Datastream

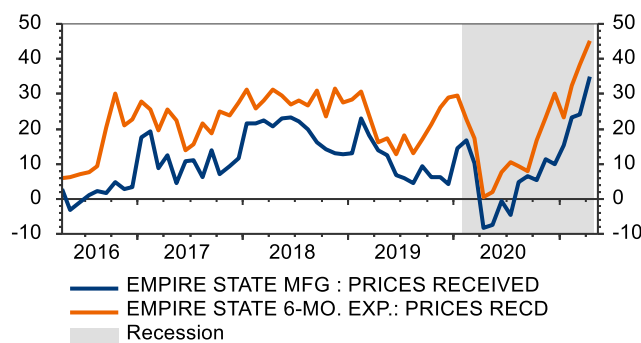
L'indice **Empire** della NY Fed ad aprile aumenta a 26,3 da 17,4 di marzo, toccando il massimo dal 2014. L'indagine registra miglioramenti diffusi, con gli ordini a 26,9 da 9,1. Le consegne a 25 da 21,1, gli ordini inevasi a 21,2 da 4,0, i tempi di consegna sui massimi storici a 28,4 da 11,4, e l'occupazione in modesto rialzo a 13,9 da 9,4. Gli indici di prezzo continuano a crescere: prezzi pagati a 74,7 e prezzi ricevuti a 34,9 da 24,2. Anche gli indicatori a 6 mesi sono in territorio ampiamente espansivo: l'indice generale aumenta a 39,8 da 36,4, gli ordini a 41,1 da 37,5 e la componente occupazione accelera nettamente a 40,1 da 31,4. Gli indici di prezzo proseguono nella corsa al rialzo anche sull'orizzonte a 6 mesi, con i prezzi pagati a 71,2 e quelli ricevuti a 45,2. L'indagine conferma l'accelerazione della crescita e dei prezzi, segnalando anche la persistenza dei problemi dal lato dell'offerta, con un aumento dei tempi di consegna e degli ordini inevasi.

Indice Empire in netto aumento ad aprile



Fonte Refinitiv Datastream

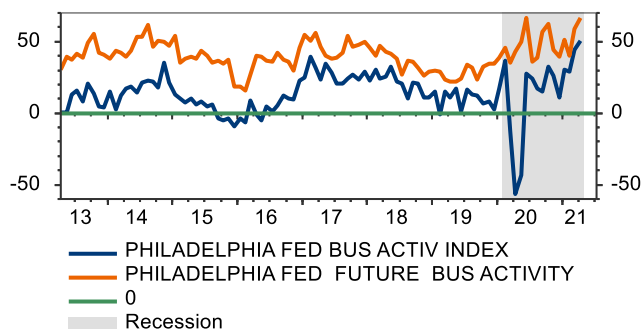
Indagine Empire: gli indici dei prezzi ricevuti, correnti e fra 6 mesi, sono sui massimi da metà 2008



Fonte Refinitiv Datastream

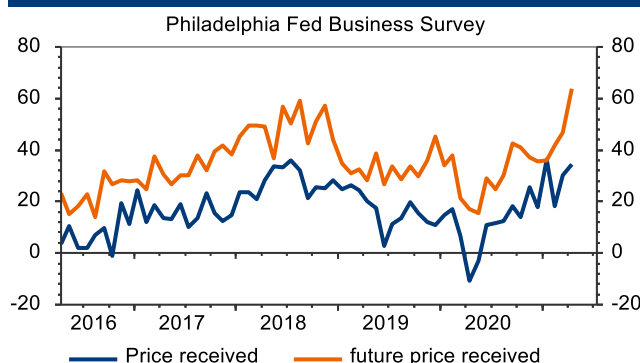
L'indice della **Philadelphia Fed** ad aprile aumenta a 50,2 da 44,5 di marzo, toccando il massimo da quasi 50 anni. Circa il 59% delle imprese riportano incremento di attività e solo l'8% segnala una flessione. Tutte le componenti sono in territorio ampiamente espansivo: ordini a 36, ordini inevasi a 27,2, consegne a 25,3, occupazione a 30,8 (massimo storico). Gli indici di prezzo proseguono la marcia verso l'alto, con i prezzi pagati a 69,1 e quelli ricevuti a 34,5. Il messaggio degli indicatori a 6 mesi è ugualmente solido, con l'indice generale a 66,6, i nuovi ordini a 59,5, gli occupati a 55,7. Le imprese prevedono una minore pressione dal lato dell'offerta, con i tempi di consegna a 3,5 e gli ordini inevasi a 4,9, in netto rallentamento rispetto ai dati coincidenti. Per gli indici di prezzo, le pressioni invece restano elevate anche in futuro, con i prezzi pagati a 71,5 e quelli ricevuti a 55,7. Le domande speciali del mese riguardano le politiche salariali e mostrano che il 64,9% delle imprese ha alzato i salari negli ultimi 3 mesi e il 38,6% ha alzato il budget annuale per le retribuzioni e prevede di aumentare i salari più del previsto; un 21,1% prevede di aumentare i salari prima del previsto. I dati dell'indagine, analogamente a quanto emerso dall'Empire, puntano a forte crescita nei prossimi trimestri, limitata da colli di bottiglia e accompagnata da aumenti di prezzi e salari.

Philadelphia Fed: nuovi rialzi ad aprile per gli indici coincidenti e a sei mesi di attività...



Fonte Refinitiv Datastream

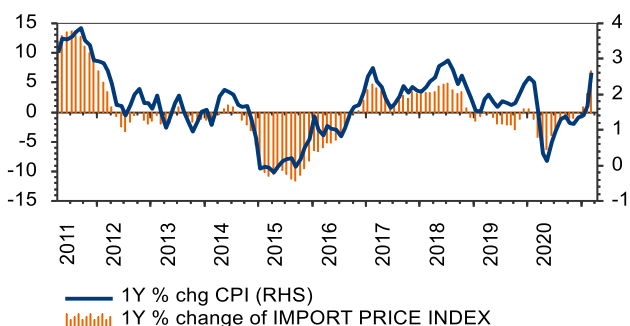
...e dei prezzi di vendita



Fonte Refinitiv Datastream

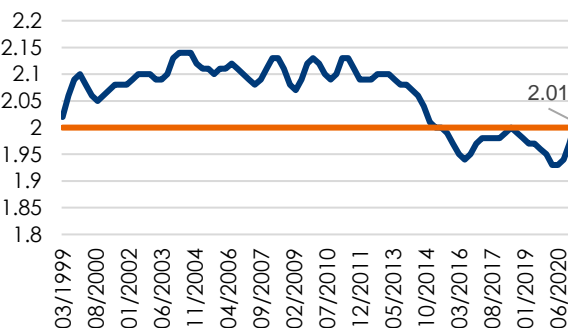
I **prezzi all'import** aumentano di 1,2% m/m (6,9% a/a, sui massimi dal 2012) a marzo, dopo 1,3% m/m di febbraio, e segnano il quarto rialzo mensile consecutivo superiore a 1%. I prezzi energetici crescono di 6,3% m/m, mentre quelli al netto dei carburanti sono in rialzo di 0,8% m/m, con variazioni diffuse a tutti i settori.

Prezzi all'import in accelerazione da fine 2020



Fonte: Refinitiv Datastream

La Fed segue l'Index of Common Inflation Expectations



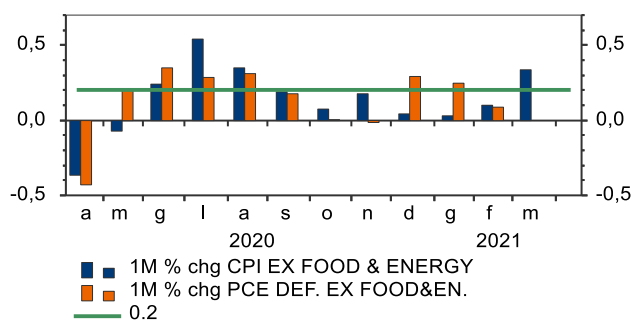
Nota: la linea orizzontale rappresenta il 2%. Fonte: Federal Reserve Board

Il **CPI** a marzo aumenta di 0,6% m/m (2,6% a/a), dopo 0,4% m/m di febbraio, sulla scia di un nuovo ampio aumento della benzina (+9,1% m/m) che spiega circa metà dell'intera variazione mensile.

La componente energia è in rialzo di 5% m/m (13,2% a/a), mentre gli alimentari sono in rialzo modesto, +0,1% m/m (3,5% a/a). L'**indice core** sorprende verso l'alto con una variazione di 0,3% m/m (1,6% a/a), contro attese per +0,2% m/m. I beni core hanno prezzi in rialzo di 0,1% m/m (1,7% a/a), mentre i servizi ex-energia registrano una variazione di 0,4% m/m (1,6% a/a), in netta accelerazione. Fra i beni core, spiccano l'aumento delle auto usate (0,5% m/m, 9,4% a/a) e la correzione dell'abbigliamento (-0,3% m/m, -2,5% a/a). Nei servizi core, a fronte di un rallentamento della dinamica della sanità (0,1% m/m, dopo due variazioni consecutive di 0,5% m/m), si riscontra un aumento di 0,3% m/m, dopo molti mesi di rialzi molto inferiori alla media. In quest'ultimo segmento, gli affitti e gli affitti figurativi sono ancora contenuti (+0,2% m/m), ma balza la voce "lodging away from home" (+3,8% m/m), spinta dalle tariffe alberghiere in aumento di 4,4% m/m (ma in calo di -7,6% a/a). La ripresa delle attività aggregative e la riapertura dei servizi spingono le tariffe aeree, in crescita di 0,4% m/m, e i servizi ricreativi, +0,8% m/m, con incrementi diffusi ed elevati per eventi sportivi, teatri e cinema, lezioni sportive. In questi comparti le variazioni saranno ampie anche nei prossimi mesi, per il recupero di livelli di prezzo adeguati alla domanda dopo quasi un anno di quest'ultima spesso praticamente azzerata.

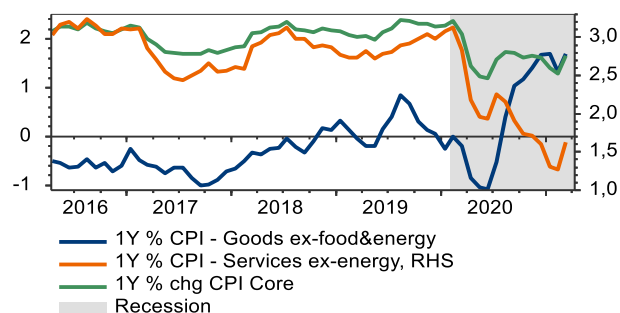
Il sentiero dell'inflazione sarà volatile non solo per via dell'eccesso di domanda in alcuni comparti ma anche per via della normalizzazione delle attività, con possibili sorprese verso l'alto e un trend che dovrebbe superare il 3,5% a/a nel 2° trimestre. Tuttavia, va notato che l'**inflazione mediana** rilevata dalla Cleveland Fed è scesa al 2% a febbraio, dal picco del 3% di ottobre del 2019, proseguendo su un trend in calo iniziato nell'autunno di due anni fa. Anche la **media troncata al 16%** è moderata, a 2,1% da 2% di febbraio, ma in rallentamento da 2,4% di agosto 2020.

CPI core in accelerazione a marzo



Nota: la linea verde rappresenta una variazione di 0,2% m/m, vicina alla media storica del passato. Fonte: Refinitiv-Datastream

In arrivo un riaggiustamento della dinamica dei prezzi dei servizi core, dopo un anno di straordinario rallentamento



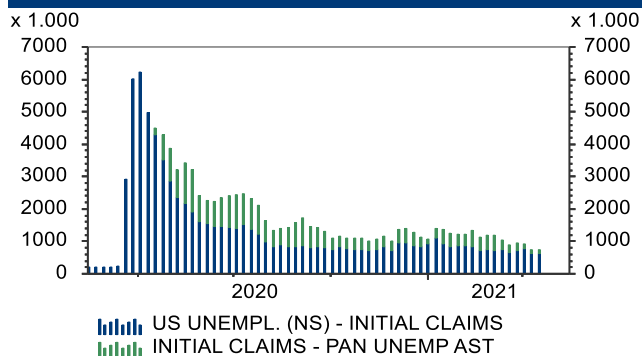
Fonte: Refinitiv-Datastream

La **Survey of Consumer Expectations** condotta dalla NY Fed registra un ulteriore aumento delle aspettative di inflazione, a 3,2% sull'orizzonte a 1 anno e a 3,1% su quello a 3 anni, sui massimi dal 2014. Anche le aspettative dei prezzi delle case balzano verso l'alto, con una variazione attesa a 4,8% fra 1 anno. Nell'indagine si rileva anche un incremento delle aspettative di spesa e reddito, sui massimi dal 2014 e dal 2020, rispettivamente. L'andamento delle aspettative di inflazione sarà seguito con grande attenzione dalla Fed in questa fase di rialzo dell'inflazione effettiva, considerata temporanea dalle autorità monetarie, ma che potrebbe radicarsi in caso si instaurasse un trend al rialzo delle aspettative.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** registrano un calo marcato nella settimana del 10 aprile, a 576 mila da 769 mila (-193 mila, di cui circa -90 mila solo nello stato della California) toccando il minimo dall'inizio della pandemia. I dati non destagionalizzati mostrano un calo più contenuto (v. figura), ma una conferma della ripresa del trend verso il basso, insieme a una ampia riduzione dei sussidi federali erogati con la Pandemic Unemployment Assistance. I **sussidi esistenti** sono poco variati nella prima settimana di aprile, a 3,731 mln. Nell'ultima settimana di marzo, i sussidi erogati con tutti i programmi, sia statali sia federali, erano pari a 16,934 mln, in calo

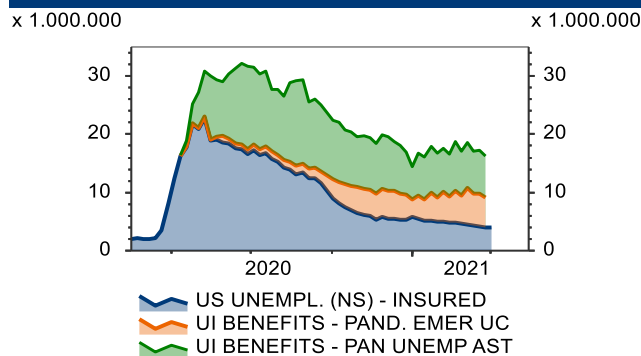
di 1,235 mln. La ripresa del trend verso il basso dei sussidi è in linea con l'aspettativa di un'ulteriore crescita dell'occupazione.

Riprende il trend verso il basso sia per i nuovi sussidi...



Fonte Refinitiv Datastream

...sia per quelli esistenti



Fonte Refinitiv Datastream

Giappone

| Dato | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|------------------------------|---------|------------|----------|-----------|
| Ordinativi di macchinari m/m | feb | -4.5 | % 2.8 | -8.5 |

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

Gli **ordinativi di macchinari** calano di -8,5% m/m, segnando la seconda correzione consecutiva dopo -4,5% m/m di gennaio, contro attese di consenso per un rialzo e mantenendo il livello degli ordini al di sotto di -5% rispetto alla media dell'autunno 2020. La frenata degli ordini è particolarmente marcata nel non manifatturiero (-10,9% m/m), sulla scia dello stato di emergenza nazionale in atto da gennaio, ma anche il settore manifatturiero registra una correzione (-5,5% m/m). Il risultato negativo complessivo è mitigato dalla forza degli ordini dall'estero, in crescita di 76,2% m/m (115,9% a/a), dopo 6,4% m/m di gennaio, che dovrebbe poi trasformarsi in una forte ripresa delle esportazioni. La fine dello stato di emergenza dovrebbe determinare una ripresa della domanda domestica, anche se lo stallo della campagna vaccinale mantiene un rischio particolarmente elevato di nuove ondate pandemiche. Finora sono state somministrate solo circa 1,69 mln di dosi, pari a 1,3% della popolazione.

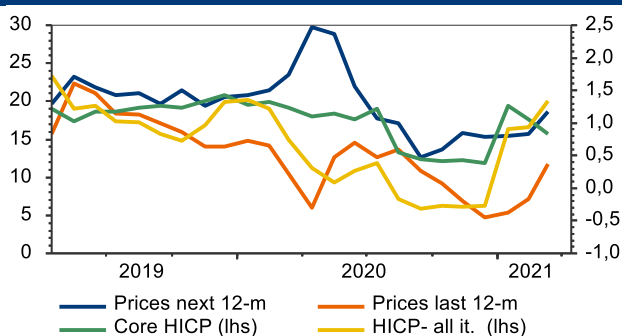
Area euro

| Paese | Dato | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo | |
|-------|--|---------|------------|----------|-----------|--------|
| EA | Euro-Zone Ind. Prod. sa (MoM) | Feb | 0.8 | % -1.1 | -1.0 | |
| EA | Eurostat MUICP All Items YoY NSA final | Mar | 1.3 | % 1.3 | 1.3 | |
| EA | Eurostat MUICP All Items MoM NSA final | Mar | 0.2 | % 0.9 | 0.9 | |
| EA | CPI ex Energy & Unproc. Food YoY final | Mar | 1.0 | % 1.0 | 1.0 | |
| FR | CPI - EU Harmonised (MoM) final | Mar | 0.7 | % 0.7 | 0.7 | |
| FR | CPI - EU Harmonised (YoY) final | Mar | 1.4 | % 1.4 | 1.4 | |
| FR | CPI (MoM) Ex Tob | Mar | 0.0 | % | +0.6 | |
| GE | ZEW Survey (Current Situation) | Apr | -61.0 | -53.0 | -48.8 | |
| GE | ZEW Survey (Econ. Sentiment) | Apr | 76.6 | 79.0 | 70.7 | |
| GE | Consumer Price Index (MoM) final | Mar | 0.5 | % 0.5 | 0.5 | |
| GE | Consumer Price Index (YoY) final | Mar | 1.7 | % 1.7 | 1.7 | |
| GE | CPI - EU Harmonised (MoM) final | Mar | 0.5 | % 0.5 | 0.5 | |
| GE | CPI - EU Harmonised (YoY) final | Mar | 2.0 | % 2.0 | 2.0 | |
| IT | Industrial Production sa (MoM) | Feb | 1.1 | (+0) | 0.3 | 0.2 |
| IT | CPI - EU Harmonized (YoY) final | Mar | 0.6 | % 0.6 | 0.6 | |
| IT | CPI - EU Harmonized (MoM) final | Mar | 1.8 | % 1.8 | 1.8 | |
| IT | CPI (NIC incl. tabacco) (MoM) final | Mar | 0.3 | % 0.3 | 0.3 | |
| IT | CPI (NIC incl. tabacco) (YoY) final | Mar | 0.8 | % 0.8 | 0.8 | |
| IT | Trade Balance (Total) (Euros) | Feb | +1.584 | (+587) | Bn € | +4.754 |
| IT | Trade Balance Eu (Euros) | Feb | -0.191 | (-0.188) | Bn € | +0.605 |
| SP | CPI (EU Harmonised) (YoY) final | Mar | 1.2 | % 1.2 | 1.2 | |

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

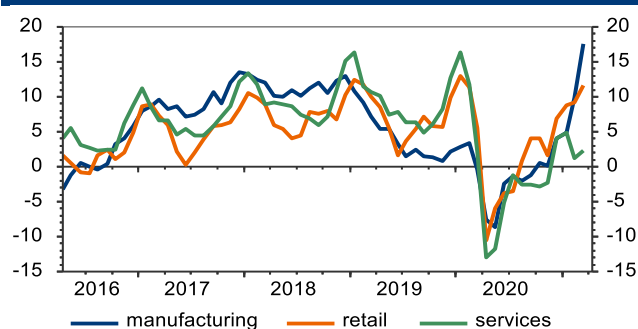
Area euro. La **stima finale dell'inflazione** nel mese di marzo mostra un'accelerazione da 0,9% a **1,3% a/a**, in linea con il dato preliminare. La variazione mensile è stata di **0,9% m/m**, di cui più di un quarto dovuta alla componente energetica (+2,6% m/m). Sulla variazione tendenziale, **l'aumento 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 dell'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 core dovrebbe restare stabile all'1% circa, per poi accelerare nel 3° trimestre fino a 1,6% a/a. Sull'indice generale, il picco sarà più alto – nell'ordine del 2,3% circa. Poi ci sarà una nuova discesa, all'inizio del 2022, 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.

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



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

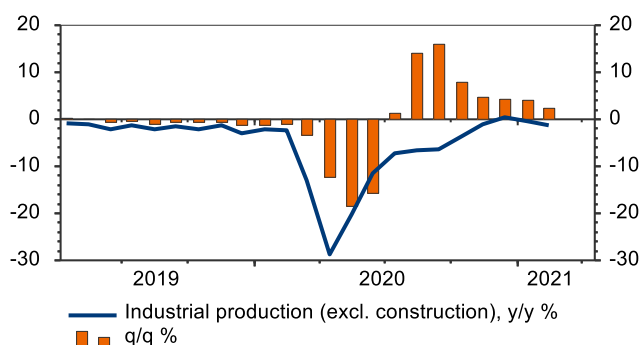
Aspettative dei prezzi fra le imprese



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

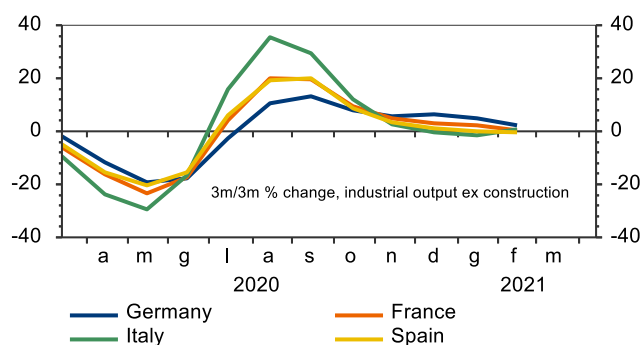
Area euro. La **produzione industriale** dell'Eurozona è calata a febbraio, di **-1,0% m/m** dopo la crescita vista nel mese precedente (+0,8% m/m). Il dato è meno debole del previsto, e lascia la produzione di 1,6% sotto il livello di un anno fa (+0,1% a/a in gennaio). A febbraio, la produzione è stata trascinata al ribasso da beni di investimento ed energetici (in calo di -1,9% m/m e -1,2% m/m rispettivamente). Sul mese, sono diminuiti anche i beni di consumo durevoli (-1,1% m/m) e i beni intermedi (-0,7%); il calo è stato meno ampio per la produzione di beni di consumo non durevoli (-0,1% m/m). Come indicato dalle indagini congiunturali, è possibile un nuovo aumento dell'output nel mese di marzo. Di conseguenza, l'industria dovrebbe tornare a contribuire al PIL a inizio 2021, trainata dalla domanda estera. Prevediamo una crescita moderata della produzione industriale nel 1° trimestre (+1,0% t/t), a dispetto di una crescita negativa del PIL. Una ripresa apprezzabile è prevista solamente a partire dal 2° semestre.

Frena la ripresa della produzione industriale nell'Eurozona



Fonte: Eurostat

L'output cala in Francia e Germania



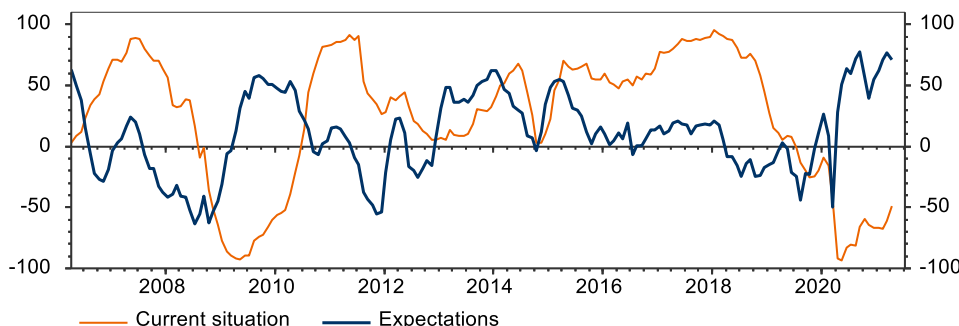
Fonte: Eurostat

Area euro. La **misura allargata di disoccupazione** (*labour market slack*) di Eurostat è calata al **15,9%** nel 4° trimestre 2020 dal 16,2% del 3° trimestre. Prima della crisi, l'indicatore si collocava al 14,5%.

Area euro. A febbraio, le **vendite al dettaglio** hanno registrato un balzo di **+3,0% m/m**, dopo il -5,2% m/m precedente (rivisto al rialzo da -5,9% m/m); i consumi sono scesi di -2,9% rispetto ad un anno fa. Sul mese, registrano un aumento sia i prodotti non-alimentari (saliti del +6,8% m/m), che il carburante per autotrazione (+3,7% m/m); calano, invece, i prodotti alimentari, le bevande e il tabacco (-1,1% m/m). Tra i beni non-alimentari inizia a rallentare l'e-commerce (+0,4% m/m), dopo il boom fatto segnare nell'ultimo anno (+37,3% a/a). Le vendite hanno visto Italia e Spagna (+8,4% e +3,8% rispettivamente) registrare performance superiori alla media dell'Eurozona; la variazione in Germania è stata di +1,2% m/m, mentre la Francia ha subito una flessione delle vendite (-1,2% m/m). A marzo, le vendite dovrebbero essere cresciute solo marginalmente, risentendo delle misure di contenimento in vigore in diversi Paesi dell'area: nel complesso, i consumi potrebbero seguire un andamento altalenante in questo primo semestre.

Germania. A dispetto delle attese, l'indice **ZEW** cala ad aprile, con una flessione dell'indice delle aspettative a 70,7 da 76,6 precedente. Viceversa, la valutazione della **situazione corrente** ha mostrato un deciso miglioramento, a -48,8 da -61,0 di marzo, per via dell'alleggerimento delle pesanti misure restrittive in vigore nei mesi scorsi. L'indice potrebbe risalire, soprattutto nella componente sulla situazione corrente, nei prossimi mesi.

ZEW: calano le aspettative



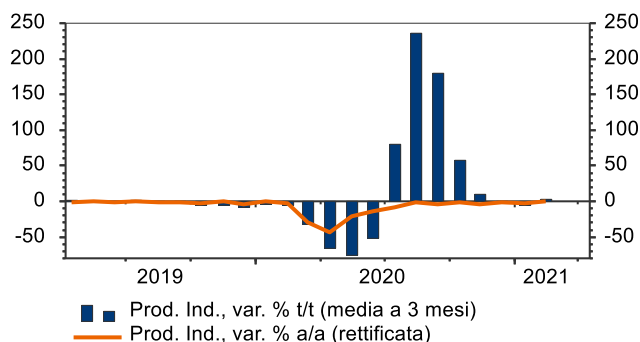
Fonte: ZEW

Francia. La seconda lettura conferma 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. Le pressioni al rialzo sono venute dal forte balzo dei listini energetici (a +4,7% 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.

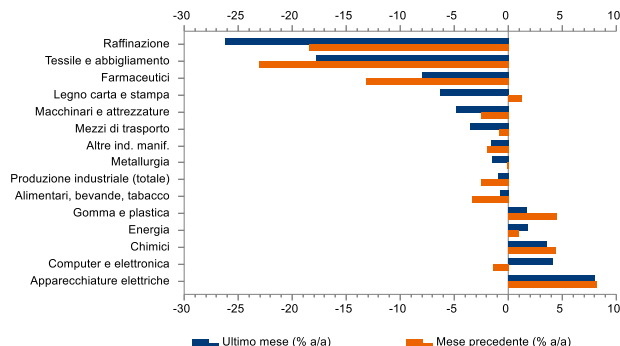
Italia. La produzione industriale è cresciuta di appena lo 0,2% m/m a febbraio, dopo l'1,1% m/m (rivisto al rialzo di un decimo) del primo mese dell'anno. Il dato è inferiore allo 0,6% atteso dal consenso (fonte: Bloomberg) e allo 0,4% della nostra stima. Tuttavia, **su base annua** (al netto degli effetti di calendario), **il dato è risultato decisamente migliore rispetto alla stima di consenso (-2,6%), ed esattamente in linea con la nostra previsione (-0,6%)**. Si tratta di un **massimo nell'era post-COVID** (da gennaio dello scorso anno). **La crescita di febbraio è dovuta interamente ai beni di consumo non durevoli** (+3,4% m/m), mentre tutti gli altri raggruppamenti principali di industrie hanno subito un calo. Peraltro, beni durevoli e beni intermedi mantengono un progresso su base annua (+5,9% e +2,1%, rispettivamente), mentre gli altri gruppi restano in diminuzione. Il dettaglio per settore di attività conferma che **i due comparti manifatturieri a soffrire di più** (almeno in termini tendenziali corretti per gli effetti di calendario) **sono il tessile e la raffinazione** (-13,7% e -26,2%, rispettivamente). **Solo 5 settori manifatturieri su 13 (come il mese scorso) si salvano dal calo annuo** ovvero apparecchiature elettriche (+8,5%), computer e elettronica (+4,6%), chimica (+3,5%), gomma e materie plastiche (+1,8%) e alimentari (+0,2%).

La produzione industriale si va "normalizzando" dopo l'eccezionale volatilità dello scorso anno



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La maggior parte dei settori industriali resta in calo su base annua; particolarmente colpiti tessile e raffinazione

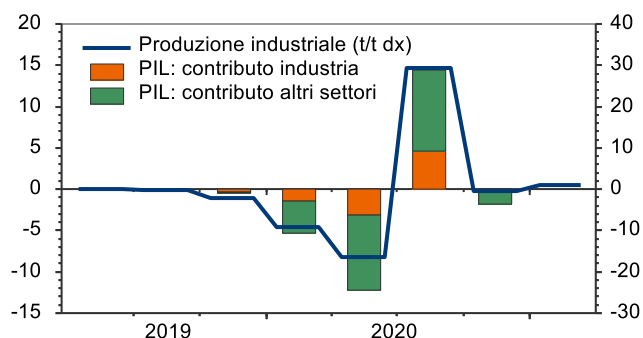


Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, **la produzione industriale a febbraio ha visto una tenuta decisamente migliore in Italia che negli altri principali Paesi dell'Eurozona** (Germania -1,8%, Francia -4,7%, Spagna 0%, Olanda -2,5%, Belgio -3,7% m/m). A nostro avviso, **l'output potrebbe correggere su base congiunturale a marzo, ma l'industria è attesa mantenere un trend espansivo nei prossimi mesi**, come suggerito dalle indagini: a marzo, il PMI manifatturiero è salito a 59,8, secondo livello più alto dall'inizio della serie (appena sotto il record di 60 toccato a marzo del 2000). Anche ipotizzando come detto una flessione a marzo, nel 1° trimestre la produzione industriale dovrebbe aver più che recuperato la contrazione di -0,4% t/t registrata nel 4° trimestre 2020 (nostra stima: +0,8% t/t). In altri termini, **l'industria è già tornata a contribuire positivamente al PIL, e tale trend è atteso continuare nel resto dell'anno**, anche se, nel 1° trimestre, ciò non sarà sufficiente a compensare appieno la debolezza nei servizi (con il risultato di un PIL con tutta probabilità ancora in territorio negativo a inizio 2021). Tuttavia, il grado di restrizione alla mobilità e alle attività economiche è oggi il più basso da oltre un mese, e un ulteriore allentamento è previsto nelle prossime settimane: ciò appare coerente con la nostra stima di un possibile rimbalzo moderato del PIL nel 2° trimestre. **Una ripresa più sostenuta (su ritmi superiori all'1% t/t) si vedrà verosimilmente solo a partire dal trimestre estivo**. Ciò presuppone che il programma di vaccinazione acceleri significativamente

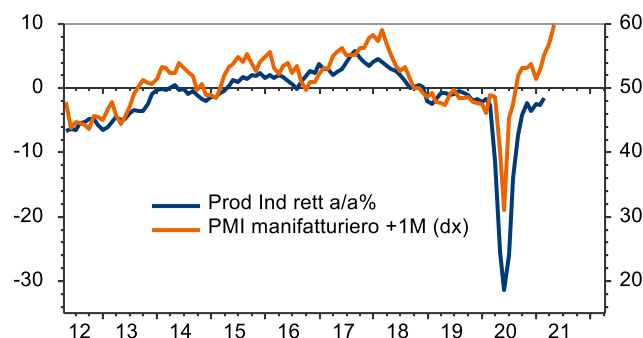
rispetto ai ritmi attuali (già inferiori rispetto all'obiettivo contenuto nel Piano vaccinale nazionale diffuso il mese scorso).

L'industria dovrebbe essere tornata a dare un contributo positivo al PIL (sia pur moderato) nel 1° trimestre



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Le indagini segnalano un'accelerazione dell'attività industriale nei prossimi mesi



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

Italia. Il mese di febbraio registra, come il mese precedente, una crescita congiunturale per entrambi i **flussi commerciali** - più marcata per le importazioni (+1,4%) che per le esportazioni (+0,3%). Sul mese, l'export è in crescita verso l'area UE (+1,2%) e in calo verso i mercati extra UE (-0,6%). Entrambi i flussi restano in negativo su base annua, ma la tendenza migliora rispetto al mese scorso (export -4,4% da -8,5% di gennaio, import -1,6% da -11,6% precedente). I settori che contribuiscono maggiormente al calo tendenziale dell'export sono mezzi di trasporto (-28%), prodotti petroliferi raffinati (-32,5%), abbigliamento (-10,9%) e articoli in pelle (-10,5%). Sempre su base annua, i Paesi che contribuiscono di più alla flessione dell'export sono Stati Uniti (-21,1%), OPEC (-20,2%), Francia (-5,8%), Regno Unito (-12,5%) e Spagna (-9,1%), mentre salgono le vendite verso Cina (+54,1%), Polonia (+16,3%), Paesi Bassi (+11,7%) e Germania (+2,0%). A febbraio, il saldo commerciale è risultato pari a +4.754 milioni di euro (dai +5.975 a febbraio 2020) ovvero +6.967 milioni (da +8.444 un anno prima) al netto dei prodotti energetici.

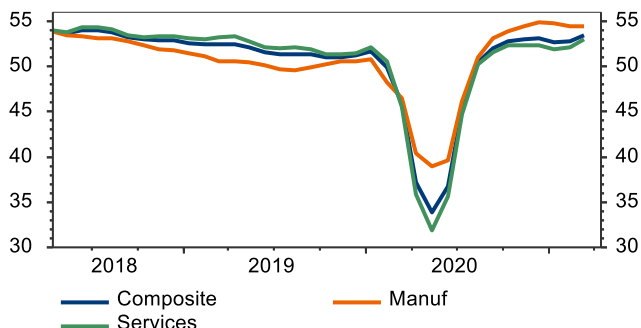
Cina

| Dato | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|---------------------------------|---------|------------|-----------------|-----------|
| M2 Money Supply (YoY) | Mar | 10.1 | % 9.6 | 9.4 |
| New Yuan Loans | Mar | 1360.0 | Bn CN ¥ 2450.0 | 2730 |
| Total Social Financing | Mar | 1710.00 | Bn CN ¥ 3700.00 | 3340.00 |
| GDP (QoQ) SA | Q1 | 2.6 | % 1.5 | +0.6 |
| GDP YTD (YoY) | Q1 | 2.3 | % | 18.3 |
| GDP (YoY) | Q1 | 6.5 | % 19.0 | +18.3 |
| Industrial Production (YTD YoY) | Mar | 35.1 | % | 24.5 |
| Retail Sales (YTD YoY) | Mar | 33.78 | % | 33.90 |
| Urban Investment (YTD YoY) | Mar | 35.0 | % 25.0 | 25.6 |
| Industrial Production (YoY) | Mar | 35.1 | % 17.2 | +14.1 |
| Retail Sales (YoY) | Mar | 33.8 | % 28.0 | 34.2 |

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

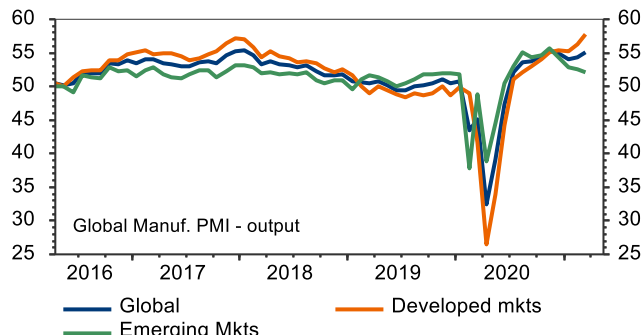
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



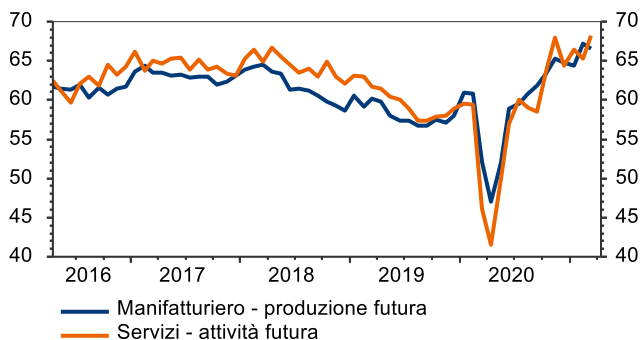
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



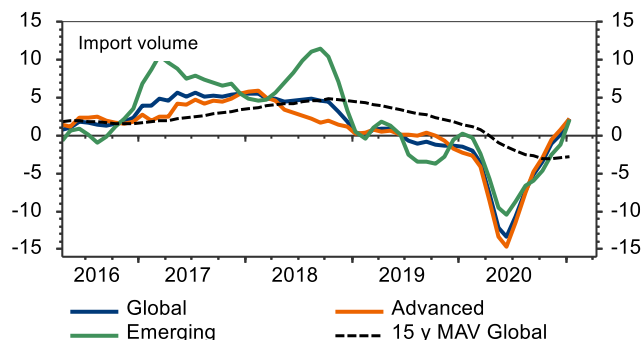
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



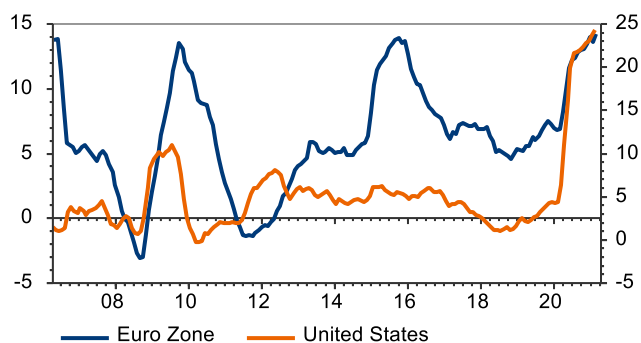
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



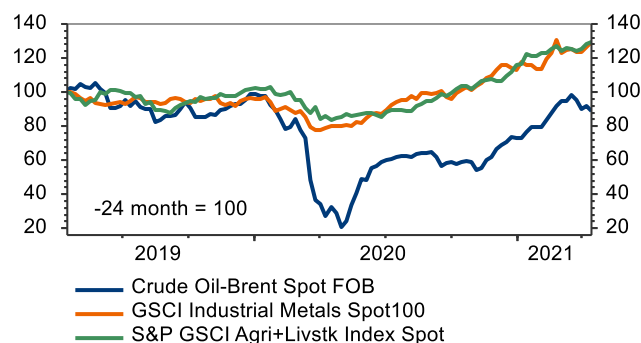
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

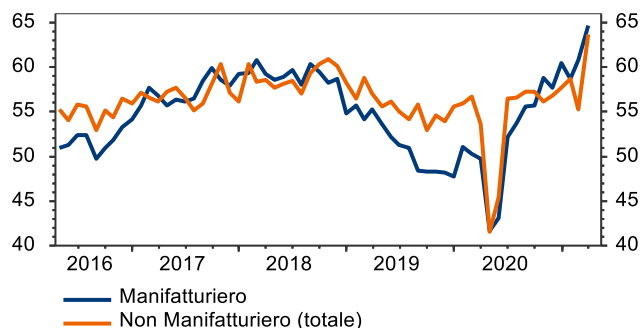
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

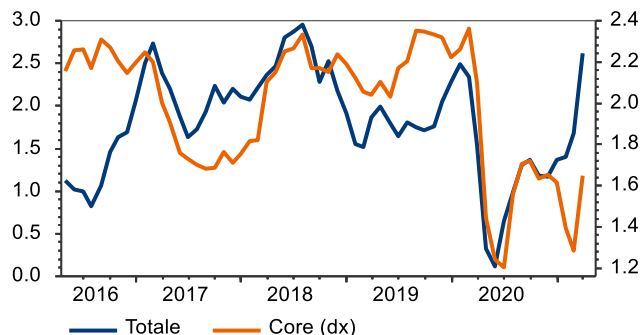
Stati Uniti

Indagini ISM



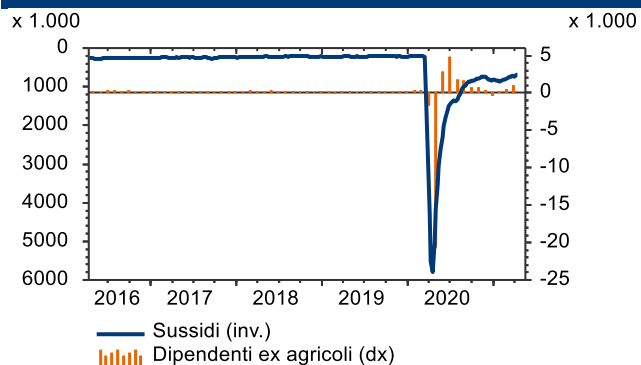
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



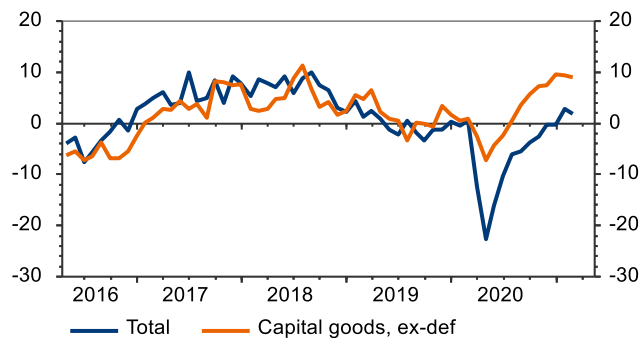
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

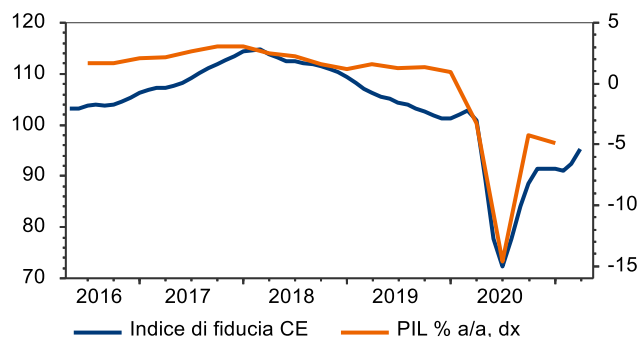
Previsioni

| | 2020 | 2021p | 2022p | 2020 | 2021 | | | | 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 | 3.6 | 2.9 | 2.6 | |
| Produzione Industriale | -6.7 | 4.7 | 2.1 | -1.7 | -13.0 | 9.4 | 2.3 | 0.6 | 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.

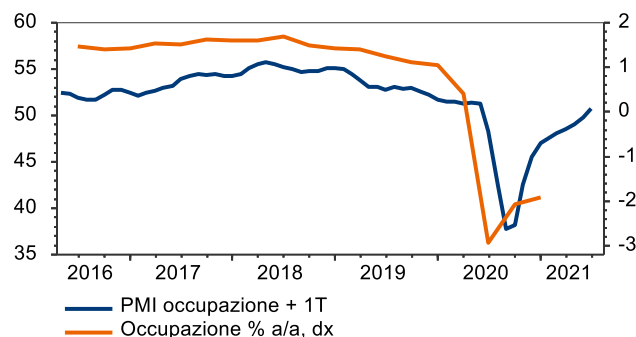
Area euro

PIL



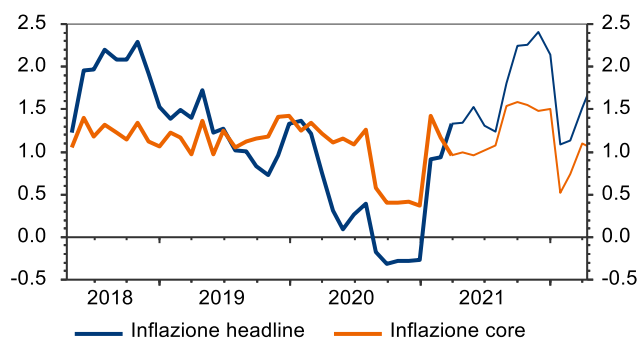
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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 | 1.1 |
| marzo | 0.7 | 1.3 | 1.5 |
| aprile | 0.3 | 1.3 | 1.8 |
| maggio | 0.1 | 1.5 | 1.8 |
| giugno | 0.3 | 1.3 | 1.7 |
| luglio | 0.4 | 1.2 | 1.4 |
| agosto | -0.2 | 1.8 | 1.5 |
| settembre | -0.3 | 2.2 | 1.8 |
| ottobre | -0.3 | 2.3 | 1.7 |
| novembre | -0.3 | 2.4 | 1.6 |
| dicembre | -0.3 | 2.1 | 1.7 |

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

| | 2020p | 2021p | 2022p | 2020 | 2021 | | | | 2022 | | |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 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) | 2.3 | 2.6 | 2.7 | | | | | | | | |
| Deficit pubblico (% PIL) | -7.2 | -6.2 | -4.1 | | | | | | | | |
| Debito pubblico (% PIL) | 99.6 | 101.8 | 100.2 | | | | | | | | |
| Prezzi al consumo (a/a) | 0.3 | 1.6 | 1.6 | 1.1 | 0.2 | 0.0 | -0.3 | 1.1 | 1.4 | 1.8 | 2.3 |
| Produzione industriale (a/a) | -8.7 | 8.4 | 3.2 | -6.1 | -20.2 | -6.9 | -1.6 | 3.3 | 22.7 | 6.8 | 3.1 |
| Disoccupazione (%) | 8.0 | 8.3 | 7.8 | 7.3 | 7.6 | 8.6 | 8.3 | 8.3 | 8.3 | 8.4 | 8.2 |
| Euribor 3 mesi | -0.42 | -0.53 | -0.52 | -0.41 | -0.30 | -0.47 | -0.52 | -0.54 | -0.53 | -0.53 | -0.53 |

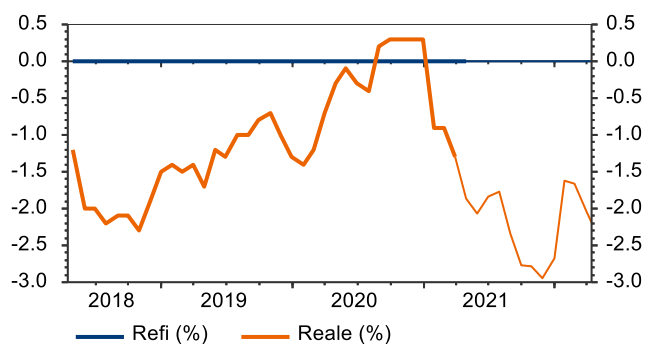
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

| | set | dic | mar | 15/4 | giu | set | dic | mar |
|------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| Refi | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Euribor 1m | -0.53 | -0.55 | -0.56 | -0.55 | -0.54 | -0.54 | -0.53 | -0.53 |
| Euribor 3m | -0.50 | -0.55 | -0.54 | -0.54 | -0.53 | -0.53 | -0.53 | -0.53 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

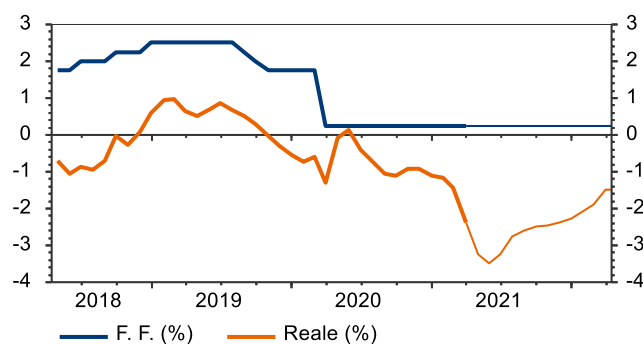


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

| | set | dic | mar | 15/4 | giu | set | dic | mar |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Fed Funds | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| Libor USD 3m | 0.23 | 0.24 | 0.19 | 0.18 | 0.19 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

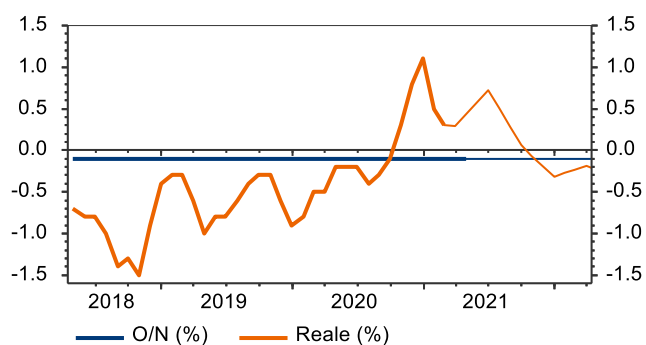


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

| | set | dic | mar | 15/4 | giu | set | dic | mar |
|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| O/N target | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |
| Libor JPY 3m | -0.10 | -0.08 | -0.07 | -0.07 | -0.06 | -0.05 | -0.05 | -0.05 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

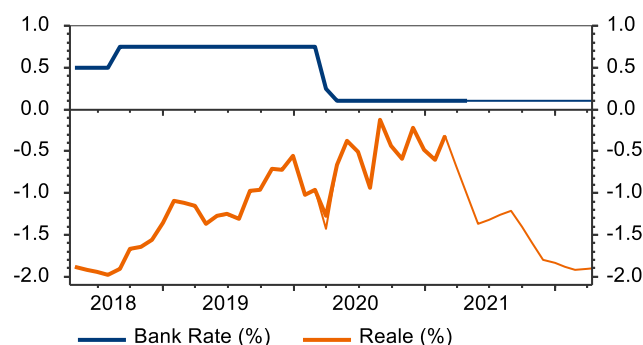


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

| | set | dic | mar | 15/4 | giu | set | dic | mar |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Bank rate | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| Libor GBP 3m | 0.06 | 0.03 | 0.09 | 0.08 | 0.08 | 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 | 16/4 | 1m | 3m | 6m | 12m | 24m |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.13 | 1.09 | 1.17 | 1.21 | 1.19 | 1.1981 | 1.17 | 1.16 | 1.15 | 1.17 | 1.20 |
| USD/JPY | 112 | 108 | 105 | 104 | 109 | 108.80 | 108 | 110 | 112 | 114 | 115 |
| GBP/USD | 1.31 | 1.24 | 1.29 | 1.36 | 1.39 | 1.3782 | 1.37 | 1.36 | 1.37 | 1.42 | 1.44 |
| EUR/CHF | 1.14 | 1.05 | 1.07 | 1.08 | 1.10 | 1.1012 | 1.08 | 1.10 | 1.12 | 1.14 | 1.16 |
| EUR/JPY | 127 | 117 | 124 | 126 | 130 | 130.34 | 127 | 128 | 130 | 133 | 138 |
| EUR/GBP | 0.86 | 0.87 | 0.91 | 0.89 | 0.86 | 0.8693 | 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 Analysis, 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

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com