

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il FOMC prepara la svolta e avvisa: il 2022 non è il 2015! La riunione del FOMC si è conclusa con la preparazione della svolta dei tassi per marzo e con un messaggio inequivocabilmente hawkish. I rischi per l'inflazione sono verso l'alto e il mercato del lavoro è "molto sotto pressione". La Fed sarà "agile e umile" nel rispondere all'evoluzione dei dati, con un ritmo di rialzi potenzialmente più rapido che nel ciclo precedente. La riduzione del bilancio dovrebbe iniziare fra un paio di riunioni. **I rischi per i tassi sono verso l'alto nella parte centrale dell'anno, con la possibilità di più di 4 rialzi nel 2022, attuati a riunioni consecutive in primavera e in estate.**

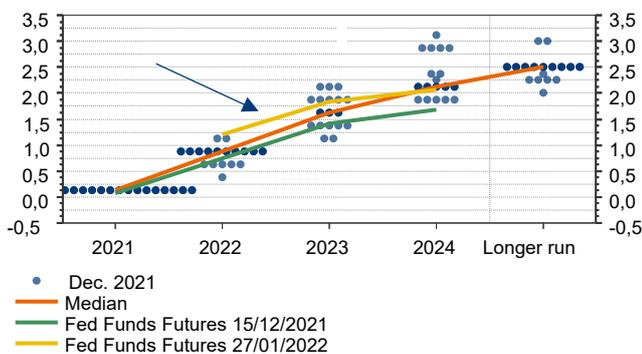
Non sono da attendersi modifiche al quadro di politica monetaria, in occasione della prossima **riunione della Banca Centrale Europea** (3 febbraio). Il programma annunciato in dicembre sarà modificato soltanto a fronte di deviazioni significative dallo scenario dello staff (calo più lento dell'inflazione o tensioni salariali inaspettatamente forti).

I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante è particolarmente ricca di dati rilevanti. Le stime di contabilità nazionale dovrebbero riportare una marcata frenata del PIL nel 4° trimestre in Italia e nel complesso dell'Eurozona, mentre i primi dati sull'attività industriale di dicembre potrebbero evidenziare un rimbalzo della produzione in Francia e un contenuto incremento degli ordinativi in Germania. Le rilevazioni sui prezzi al consumo di gennaio sono invece attese far registrare un aumento dell'inflazione in Italia e un calo in Germania, Francia e Eurozona. I dati occupazionali di dicembre dovrebbero infine evidenziare un calo del tasso dei senza lavoro in Eurozona e una stabilizzazione in Italia; in Germania il tasso di disoccupazione è atteso invariato a gennaio.

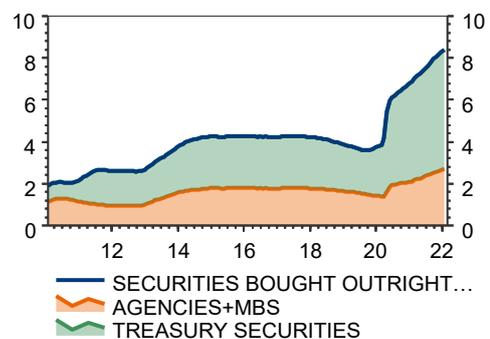
Negli **Stati Uniti**, il focus sarà sull'employment report di gennaio, che dovrebbe essere indebolito dagli effetti di Omicron sull'occupazione e sulla forza lavoro. Il tasso di disoccupazione potrebbe scendere a 3,8%, mentre la dinamica salariale dovrebbe accelerare ulteriormente. Gli indici ISM a gennaio dovrebbero subire correzioni moderate, ma continuare a segnalare espansione dell'attività e pressioni verso l'alto sui prezzi. La spesa in costruzioni a dicembre è prevista in rialzo solido.

Fed: in attesa di uno spostamento verso l'alto del grafico a punti, il mercato si è portato avanti



Fonte: Refinitiv-Datastream

Pronti per la svolta anche sul fronte del bilancio



Nota: dati in migliaia di miliardi di dollari. Fonte: Refinitiv-Datastream

28 gennaio 2022

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo

Economista

Paolo Mameli

Economista - Italia

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

Lorenzo Biagioli

Economista - Area euro

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Il punto

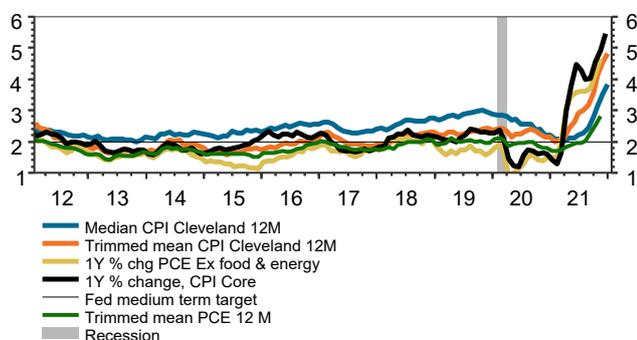
Il FOMC prepara la svolta e avvisa: il 2022 non è il 2015! La riunione del FOMC si è conclusa con la preparazione della svolta dei tassi per marzo e con un messaggio inequivocabilmente *hawkish*. I rischi per l'inflazione sono verso l'alto e il mercato del lavoro è "molto sotto pressione". La Fed sarà "agile e umile" nel rispondere all'evoluzione dei dati, con un ritmo di rialzi potenzialmente più rapido che nel ciclo precedente. La riduzione del bilancio dovrebbe iniziare fra un paio di riunioni. **I rischi per i tassi sono verso l'alto nella parte centrale dell'anno, con la possibilità di più di 4 rialzi nel 2022, attuati a riunioni consecutive in primavera e in estate.**

- La **riunione del FOMC** si è conclusa con la preparazione esplicita di una svolta imminente per i tassi e di una riduzione del bilancio in tempi relativamente ravvicinati. **Il messaggio è inequivocabilmente hawkish e sottolinea un punto cruciale: il 2022 non è il 2015.** La politica monetaria sarà quindi probabilmente diversa nei tempi e nei modi, essendo dettata da condizioni economiche molto differenti, con crescita solida, mercato del lavoro sotto pressione, rialzi salariali elevati e inflazione diffusa e ben sopra l'obiettivo del 2%. Pertanto, la politica monetaria seguirà un copione diverso rispetto a quello del ciclo precedente, e sarà caratterizzato da una vera **urgenza nella rimozione dello stimolo monetario.**
- Il **comunicato** prepara la svolta con apparente calma. Si rileva ancora una volta che gli indicatori di attività e occupazione "hanno continuato a rafforzarsi", anche se i settori colpiti dalla pandemia recentemente hanno subito l'impatto del rapido aumento dei contagi. Si ripete anche l'aspettativa che i progressi nelle vaccinazioni e l'allentamento dei vincoli all'offerta supportino "continui aumenti di attività e occupazione, oltre a una riduzione dell'inflazione". La novità è che "con l'inflazione ben al di sopra del 2% e un mercato del lavoro forte, il Comitato si aspetta che presto sarà appropriato alzare l'intervallo obiettivo del tasso dei fed funds".
- Il vero messaggio, incisivo e omogeneamente *hawkish*, è emerso dalla **conferenza stampa**. Powell ha specificato in modo esplicito l'imminenza della svolta dei tassi, affermando che il Comitato deciderà a marzo, ma già ora "è dell'idea" di intervenire alla prossima riunione, sulla base del fatto che il mercato del lavoro è "molto, molto forte" e l'inflazione è ben sopra il 2%. A una domanda sulla massima occupazione, Powell ha risposto che la maggior parte del Comitato ritiene che sia stata raggiunta e ha indicato che il mercato del lavoro è "molto sotto pressione". Powell ha anche detto che le recenti correzioni dei mercati non preoccupano, dato che sono parte della trasmissione della politica monetaria e delle aspettative di misure meno accomodanti.
- Il focus della conferenza stampa è stato sul **sentiero dei rialzi**. Powell ha evitato di rispondere alla domanda se i rialzi saranno "graduali", e ha invece affermato che la Fed sarà "umile e agile", sottolineando che **le differenze rispetto al 2015 hanno importanti implicazioni per il ritmo appropriato dell'aggiustamento di policy**. Alla domanda precisa relativa a possibili aumenti a riunioni consecutive o anche di 50pb, Powell ha solo risposto citando ancora una volta le diverse condizioni economiche rispetto al passato in un contesto di rischi verso l'alto per l'inflazione, e affermando che il Comitato non ha ancora preso una decisione e comincerà ad affrontare questi temi andando verso la riunione di marzo. Powell ha più volte portato l'attenzione sui rischi verso l'alto per l'inflazione, indicando che i rialzi dei prezzi sono diffusi, i salari sono in aumento a ritmi storicamente elevati e le strozzature all'offerta saranno probabilmente più persistenti di quanto atteso. La previsione di Powell per l'inflazione a fine 2022 si è spostata verso l'alto di alcuni decimi (a dicembre, la previsione mediana del PCE core per fine 2022 era a 2,7% a/a).
- Per quanto riguarda il **bilancio**, è stato pubblicato a sorpresa un breve documento con i "principi per la normalizzazione", molto generico, in cui si specifica che lo strumento principale della politica monetaria rimane la leva dei tassi e che la riduzione del bilancio inizierà dopo la svolta dei tassi, "principalmente" attraverso il mancato rinnovo dei titoli in scadenza, con un portafoglio, a regime, composto solo da Treasury. Durante la conferenza stampa, Powell ha detto che il Comitato discuterà i dettagli ancora per un paio di riunioni.

Quindi, manteniamo la previsione di **inizio della riduzione probabilmente a giugno**. Powell ha indicato che c'è un "significativo ammontare" di riduzione da attuare e il processo dovrà essere "ordinato e prevedibile".

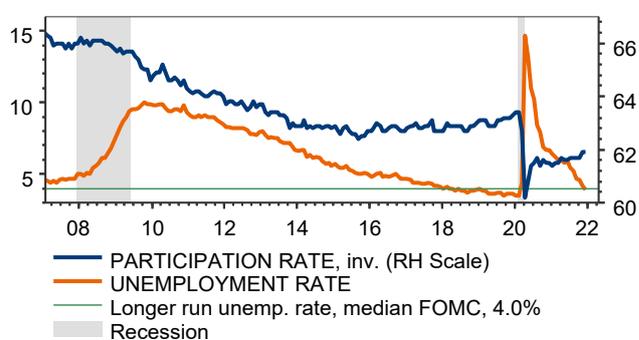
- In conclusione, la riunione di gennaio, oltre a preparare la svolta dei tassi, ne ha definiti i contorni. Il sentiero atteso terrà conto delle condizioni economiche vigenti, ben diverse rispetto a quelle del passato. Il regime economico è differente, e **il lavoro della Fed probabilmente non sarà graduale come nei cicli precedenti**. La riunione di marzo sarà cruciale, perché dovrebbe mostrare previsioni più elevate per l'inflazione e revisioni verso il basso per crescita e disoccupazione, accompagnate da uno spostamento verso l'alto del grafico a punti. Soprattutto, **il FOMC potrebbe segnalare che i rialzi dei tassi potranno essere più ravvicinati che in passato, anche attuati a riunioni consecutive, indicando che tutte le riunioni sono "vive"**. I rischi per il sentiero dei tassi sono verso l'alto nel 2022.

Il picco dell'inflazione resta elusivo...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...e il tasso di disoccupazione precipita



Fonte: Refinitiv-Datastream

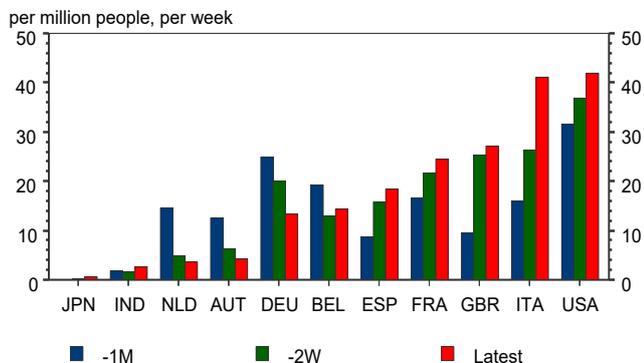
Non sono da attendersi modifiche al quadro di politica monetaria, in occasione della prossima **riunione della Banca Centrale Europea** (3 febbraio). Il programma annunciato in dicembre sarà modificato nel corso del 2022 soltanto a fronte di deviazioni significative dallo scenario dello staff (calo più lento dell'inflazione o tensioni salariali inaspettatamente forti).

- Alla riunione del 15-16 dicembre, la BCE aveva fornito indicazioni dettagliate sul percorso di riduzione dello stimolo monetario da qui a fine 2022, confermando per il resto l'indirizzo introdotto in precedenza. Dopo un annuncio così ampio, sono necessarie significative deviazioni dello scenario attuale da quello previsto perché il piano venga cambiato. **Escludiamo modifiche ai tassi ufficiali** in questa occasione, e ugualmente per il resto del 2022. **Ci attendiamo la piena conferma dell'indirizzo (forward guidance) sui tassi ufficiali e sui programmi di acquisto**.
- Con ogni probabilità, l'analisi economica confermerà il quadro di dicembre. Anche la valutazione dei rischi dovrebbe essere identica: simmetrica per la crescita (anche se il rischio geopolitico potrebbe essere considerato oggi più rilevante di quello connesso a Omicron), verso l'alto per l'inflazione (se la dinamica dei salari fosse maggiore rispetto a quanto anticipato o se l'economia tornasse prima alla piena capacità produttiva).
- In teoria, la partita sui tempi della rimozione dello stimolo si gioca intorno alla questione di quale scenario di inflazione prevarrà nel medio termine, dopo il "ciclo pandemico", e non su eventi contingenti:
 - Se i fattori strutturali non sono cambiati, l'inflazione potrebbe tornare sotto il 2%, e la BCE continuerebbe con una politica monetaria accomodante. Questo è lo scenario di base dello staff.

- L'inflazione potrebbe invece assestarsi intorno al 2%, come i mercati sembrano attualmente scontare. In tal caso, la BCE si muoverebbe per chiudere i programmi di acquisto e riportare gradualmente i tassi verso livelli 'neutrali' (presumibilmente intorno all'1% nominale).
- Infine, l'andamento dei salari e delle aspettative di inflazione potrebbe spingere l'inflazione significativamente e per un periodo prolungato sopra il 2%. In tal caso, la BCE dovrebbe agire per rendere restrittiva la politica monetaria.
- Secondo logica, quindi, la scelta fra le tre opzioni dipenderà soprattutto dagli sviluppi sul fronte salariale (al di là di possibili recuperi *una tantum* di inflazione) e dalla dinamica della produttività. Al momento, la BCE prevede aumenti dei salari del 3% circa nei prossimi anni, dopo il 4% medio annuo del biennio 2021-22: poiché la produttività sta crescendo più del solito dopo il calo del 2020, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto resta inferiore al 2% su tutto l'orizzonte di previsione. Tuttavia, lo scenario BCE assume una crescita della produttività più alta rispetto agli anni precedenti la crisi pandemica, ipotesi che potrebbe essere considerata troppo ottimistica (è controverso se dopo la pandemia la produttività sarà più alta, per esempio grazie alla digitalizzazione).
- Non si può escludere che il 'cambio di passo' arrivi anche senza prove concrete di andamento destabilizzante dei salari, cioè a fronte anche solo di una discesa dell'inflazione tendenziale inferiore alle attese nei mesi centrali del 2022. Questa possibilità è sostenuta in particolare da alcuni governatori di banche centrali nazionali, che hanno fatto cenno all'eventualità di chiudere gli acquisti netti entro il 2022 per alzare i tassi ufficiali a inizio 2023.
- Al momento, lo scenario che riteniamo più probabile è che gli acquisti netti continuino fino al marzo 2023, sebbene ulteriormente ridotti da gennaio, e che il primo rialzo dei tassi ufficiali abbia luogo a giugno. Un secondo rialzo dei tassi potrebbe essere poi attuato entro la fine dell'anno.

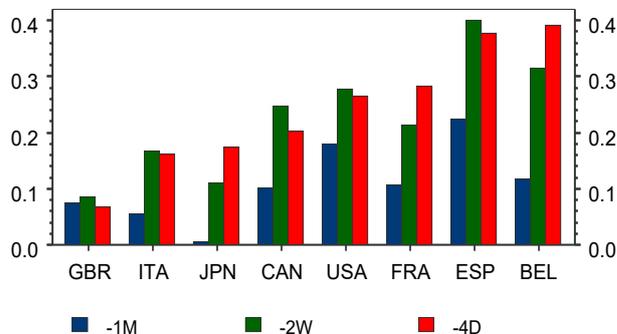
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



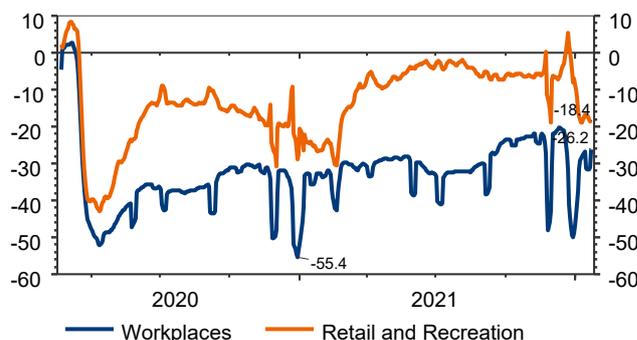
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



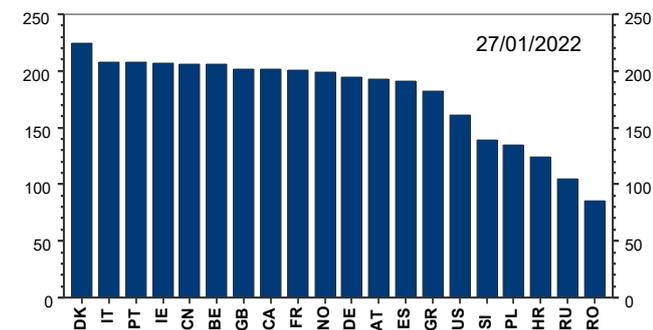
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



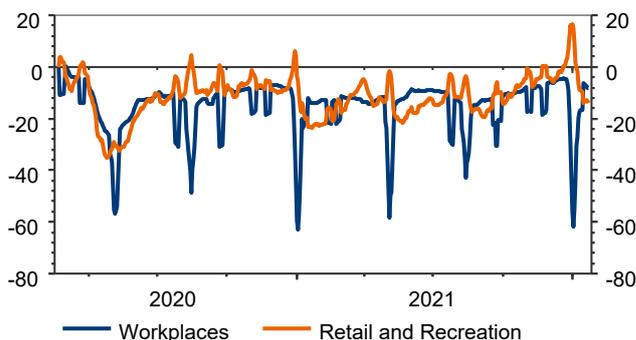
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante è particolarmente ricca di dati rilevanti. Le stime di contabilità nazionale dovrebbero riportare una marcata frenata del PIL nel 4° trimestre in Italia e nel complesso dell'Eurozona, mentre i primi dati sull'attività industriale di dicembre potrebbero evidenziare un rimbalzo della produzione in Francia e un contenuto incremento degli ordinativi in Germania. Le rilevazioni sui prezzi al consumo di gennaio sono invece attese far registrare un aumento dell'inflazione in Italia e un calo in Germania, Francia e Eurozona. I dati occupazionali di dicembre dovrebbero infine evidenziare un calo del tasso dei senza lavoro in Eurozona e una stabilizzazione in Italia; in Germania il tasso di disoccupazione è atteso invariato a gennaio.

Negli **Stati Uniti**, il focus sarà sull'employment report di gennaio, che dovrebbe essere indebolito dagli effetti di Omicron sull'occupazione e sulla forza lavoro. Il tasso di disoccupazione potrebbe scendere a 3,8%, mentre la dinamica salariale dovrebbe accelerare ulteriormente. Gli indici ISM a gennaio dovrebbero subire correzioni moderate, ma continuare a segnalare espansione dell'attività e pressioni verso l'alto sui prezzi. La spesa in costruzioni a dicembre è prevista in rialzo solido.

Lunedì 31 gennaio

Area euro

- **Area euro.** Nel 4° trimestre del 2021 la crescita del **PIL** dovrebbe rallentare a 0,3% t/t (4,6% a/a) dal 2,3% t/t registrato nel trimestre precedente. Dopo la frenata di fine 2021 la crescita dovrebbe rimanere modesta anche a inizio 2022, prima di riaccelerare nei trimestri centrali dell'anno. L'Eurozona dovrebbe quindi chiudere il 2021 con una crescita al 5,2% in media annua, mentre per il 2022 stimiamo un'espansione al 3,9%.
- **Germania.** La stima *flash* dai *Länder* dovrebbe evidenziare che a gennaio i **prezzi al consumo** sono calati di due decimi sull'indice domestico e di quattro decimi sull'armonizzato UE. La tendenza annua registrerà una flessione sia sulla misura domestica (4,3% a/a), che su quella armonizzata (4,7% a/a), per via dell'effetto-IVA in gennaio 2021. Stimiamo un'inflazione media annua al 3,9% nel 2022. I rischi su questo scenario previsivo sono verso l'alto.
- **Italia.** Il **PIL** è atteso in deciso rallentamento nel 4° trimestre 2021, a 0,3% t/t dopo il 2,6% dei mesi estivi. La crescita annua si attesterebbe a 5,9% a fine anno e a 6,2% in media nel 2021. La frenata deriverebbe soprattutto dai servizi dal lato dell'offerta, e dai consumi da quello della domanda. È possibile che anche il trimestre iniziale del 2022 registri una crescita vicina a zero; una ripresa del trend espansivo potrebbe essere rimandata al trimestre primaverile.

Martedì 1 febbraio

Area euro

- **Area euro.** La stima finale dell'indice **PMI manifatturiero** di gennaio dovrebbe confermare il rialzo di un punto a 59 rilevato dalle letture flash. Il progresso dovrebbe essere però stato trainato quasi esclusivamente dall'ampio rialzo dell'indice tedesco a fronte di una sostanziale stabilizzazione in Francia. In Italia prevediamo una correzione del PMI manifatturiero a 61,5 da 62 di dicembre.
- **Area euro.** A dicembre la risalita dei contagi non dovrebbe aver frenato in maniera significativa la ripresa delle assunzioni che, al contrario, come suggerito dalle indagini di fiducia, potrebbero aver beneficiato di una domanda di lavoro da parte delle imprese ancora solida. Prevediamo quindi un calo di un decimo del **tasso di disoccupazione** al 7,1%.
- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è atteso stabile al 5,2% in gennaio. Le indagini PMI hanno mostrato un lieve miglioramento nelle intenzioni di assunzione, in particolare nell'industria, a cui dovrebbe associarsi un calo degli inattivi. Ad ogni modo, riteniamo che il ritorno ai livelli pre-crisi possa arrivare a cavallo tra il 3° e il 4° trimestre 2022.

- **Francia.** In gennaio l'**inflazione** è attesa in calo dopo il picco di novembre e dicembre: l'indice nazionale dovrebbe scendere a 2,5% da 2,8% precedente, mentre l'armonizzato a 2,9% da 3,4% precedente. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero diminuire di un decimo sulla misura nazionale e di quattro decimi sull'armonizzato. In media d'anno nel 2022, l'inflazione è vista a 2,6% su entrambi gli indici.
- **Italia.** Il tasso di **disoccupazione** potrebbe essere rimasto stabile al 9,2% a dicembre. Non escludiamo però che nei primi mesi del 2022 si possa vedere una modesta risalita sulla scia del vistoso rallentamento del ciclo a cavallo d'anno.

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a gennaio è previsto a 58,4 da 58,8 di dicembre, con indicazioni sempre positive per l'attività pur in presenza delle persistenti strozzature all'offerta di beni e lavoro, esacerbate dall'aumento dei contagi. Le imprese dovrebbero continuare a riportare pressioni verso l'alto sui prezzi e prospettive favorevoli per la domanda.
- La **spesa in costruzioni** a dicembre è attesa in rialzo di 0,6% m/m, dopo 0,4% m/m, con una netta ripresa del settore non residenziale, alla luce delle variazioni degli occupati, e un incremento moderato nel comparto residenziale.

Mercoledì 2 febbraio

Area euro

- **Area euro.** La **stima flash** di gennaio dovrebbe vedere l'**inflazione** scendere a 4,5% a/a, dopo aver toccato un massimo in dicembre (5% a/a). Il contributo principale arriverà ancora dalla componente energia (intorno al 26% a/a), ferma su livelli alti per via del rincaro bollette; l'indice core è atteso moderare al 2% a/a. Sul mese, i listini sono attesi in flessione di tre decimi. Secondo le nostre previsioni, il trend nel corso dell'anno sarà discendente; la media annua è stimata intorno al 3,5% nel 2022 ma molto dipenderà anche dalla forza e dalla persistenza di nuovi possibili shock energetici. Al momento i rischi sul nostro scenario previsivo sono al rialzo, in un contesto di ampia incertezza.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa ancora in accelerazione a gennaio, al 4,4% a/a dal 3,9% precedente sul NIC, e al 4,6% dal 4,2% sulla misura armonizzata UE. Nel mese, i prezzi potrebbero essere aumentati di 1,1% m/m sull'indice domestico, per via dei rincari di luce e gas, e calati di mezzo punto sull'IPCA (per effetto dei saldi invernali). L'inflazione potrebbe toccare un picco tra gennaio e febbraio, ma rimarrà al di sopra del 2% per tutto il 2022.

Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** a gennaio è prevista a 250 mila dal consenso, dopo 807 mila del mese precedente.

Giovedì 3 febbraio

Area euro

- **Area euro.** La seconda lettura dell'indice **PMI dei servizi** dovrebbe confermare la flessione a 51,2 da 53,1 di dicembre. Lo spaccato nazionale ha però evidenziato un ampio miglioramento in Germania che dovrebbe nascondere, oltre al calo francese, una correzione degli indici periferici. In Italia il PMI dei servizi è atteso scendere a 51,5 da 53, portando l'indicatore composito a 52,6 da 54,7 di dicembre.
- **Area euro.** Non sono da attendersi modifiche al quadro di politica monetaria, in occasione della **riunione della Banca Centrale Europea** (3 febbraio). Nei prossimi mesi, il programma di riduzione dello stimolo monetario annunciato in dicembre sarà modificato soltanto a fronte di deviazioni significative dallo scenario dello staff (calo più lento dell'inflazione o tensioni salariali inaspettatamente forti). La *forward guidance* sarà confermata e, ovviamente, i tassi ufficiali resteranno invariati. Anche l'analisi economica resterà sostanzialmente immutata: rischi al rialzo per l'inflazione, rischi simmetrici per la crescita (anche se nel breve prevalgono i rischi al ribasso per fattori geopolitici).

Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a gennaio dovrebbe correggere a 61,5 da 62,3 di dicembre. Le indagini nei servizi a gennaio hanno segnalato un peggioramento dell'attività connesso al deterioramento del quadro sanitario e all'aumento dei contagi. La domanda nei servizi ha segnato una battuta d'arresto, in particolare nel traffico aereo, mentre nell'ospitalità e nella ristorazione il freno è stato molto contenuto. L'attività dovrebbe essere stata rallentata dalla carenza di lavoratori disponibili perché contagiati (istruzione, sanità, per esempio). Le imprese dovrebbero riportare che gli effetti collegati a Omicron sono probabilmente temporanei, ma continuare a segnalare estrema difficoltà a reperire manodopera.

Venerdì 4 febbraio

Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono viste in modesto incremento, di 0,1% m/m a dicembre dopo la crescita di 1% m/m registrata nel mese precedente. La risalita dei contagi nel mese in esame potrebbe aver avuto un impatto più contenuto rispetto a precedenti ondate grazie al maggior utilizzo del canale online e alla migliore capacità di adattamento dei consumatori.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi in leggera crescita a dicembre, stimiamo di circa lo 0,4% m/m (dato destagionalizzato) dal 3,7% m/m di novembre. Dalle indagini congiunturali di gennaio sono emersi segnali di attenuazione dei colli di bottiglia all'offerta: riteniamo che gli ordini possano vedere un'accelerazione nel mese corrente.
- **Francia.** Dopo la flessione registrata a novembre (-0,4% m/m), la **produzione industriale** è attesa tornare a crescere di +0,5% m/m nell'ultimo mese dell'anno, coerentemente con un grado di utilizzo della capacità produttiva aumentato praticamente in tutti i comparti. Il maggior contributo positivo dovrebbe giungere dal settore mezzi di trasporto, seppure in un contesto di strozzature all'offerta solo parzialmente attenuate. La produzione industriale chiuderebbe il quarto trimestre con una stagnazione.

Stati Uniti

- L'**employment report** di gennaio dovrebbe dare segnali di indebolimento temporaneo, dovuto agli effetti di Omicron sull'apertura delle attività e sulla presenza al lavoro degli individui. Gli **occupati non agricoli** a gennaio dovrebbero essere in aumento contenuto, di 170 mila, dopo 199 mila di dicembre, mentre l'occupazione rilevata con l'indagine presso le famiglie potrebbe ancora una volta essere più solida rispetto a quella presso le imprese. A gennaio, gli individui contagiati potrebbero definirsi occupati, anche se non sono considerati tali sui libri paga delle aziende. Nella settimana di rilevazione, i nuovi contagi giornalieri hanno superato il milione, con effetti rilevanti sull'attività delle imprese in diversi settori, soprattutto nei servizi. Il **tasso di disoccupazione** potrebbe calare ancora, a 3,8%, sulla scia di una stagnazione della forza lavoro a fronte di un aumento di occupati. I **salari orari** dovrebbero essere in ulteriore accelerazione, con una variazione attesa di 0,5% m/m e particolarmente marcata per la manodopera non qualificata.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (31 gennaio – 4 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	31/1	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		dic	1.9	%	2.7	
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		dic	7.0	%	-0.8	
		06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		gen	39.1			
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		gen	6.6	%	5.5	
		10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T4	2.6	%	0.5	0.3
		10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T4	3.9	%		5.9
		11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T4	3.9	%	4.7	4.6
		11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T4	2.3	%	0.6	0.3
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	gen	5.7	%	4.6	4.7
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	gen	0.3	%	-0.4	-0.4
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	gen	5.3	%	4.3	4.3
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	gen	0.5	%	-0.4	-0.2
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	gen	64.3	(63.1)	62.5	
		Mar	1/2	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		dic	2.8	%
00:30	GIA			Job to applicant ratio		dic	1.2		1.2	
01:30	GIA			PMI manifatturiero finale		gen	prel 54.6			
08:00	GER			Vendite al dettaglio m/m	*	dic	0.6	%	-1.0	
08:00	GER			Vendite al dettaglio a/a		dic	-2.9	%	-0.6	
08:45	FRA			IPCA a/a prelim	*	gen	3.4	%	3.0	2.9
09:45	ITA			PMI manifatturiero	*	gen	62.0			61.5
09:50	FRA			PMI manifatturiero finale		gen	prel 55.5		55.5	55.5
09:55	GER			PMI manifatturiero finale	*	gen	prel 60.5		60.5	60.5
09:55	GER			Variazione n° disoccupati	*	gen	-23.0	x1000	-10.0	
09:55	GER			Tasso di disoccupazione		gen	5.2	%	5.2	5.2
10:00	EUR			PMI manifatturiero finale	*	gen	prel 59.0		59.0	59.0
10:00	ITA			Tasso di disoccupazione mensile	*	dic	9.2	%		9.2
10:30	GB			Credito al consumo		dic	1.233	Mld £		
10:30	GB			PMI manifatturiero finale	*	gen	56.9			
11:00	EUR			Tasso di disoccupazione	*	dic	7.2	%	7.1	7.1
15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		gen	55.0					
16:00	USA	Spesa in costruzioni		dic	0.4	%	0.7	0.6		
16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	gen	58.8	(58.7)	58.3	58.4		
Mer	2/2	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	gen	3.9	%	4.4	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	gen	0.4	%	1.1	
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	gen	4.2	%	3.7	4.6
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	gen	0.5	%	-1.1	-0.5
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	gen	5.0	%	4.4	4.5
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	gen	2.7	%	2.0	2.0
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		gen	807	x1000	250	
Gio	3/2	09:45	ITA	PMI servizi	*	gen	53.0		51.5	
		09:50	FRA	PMI servizi finale		gen	prel 53.1		53.1	
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	gen	prel 52.2		52.2	
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	gen	prel 52.4		52.4	
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	gen	prel 51.2		51.2	
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	gen	53.3			
		11:00	EUR	PPI a/a		dic	23.7	%		
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	260	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.675	Mln		
		14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T4	9.6	%	1.5	
		14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T4	-5.2	%	2.8	
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		gen	50.8			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		gen	50.9			
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	gen	62.3	(62.0)	61.8	61.5
16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		dic	1.6	%	0.3			
16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	dic	prel -0.9	%				
16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	dic	prel 0.4	%				

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario dei dati macroeconomici (31 gennaio – 4 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Ven	4/2	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	dic	3.7	%	0.6	0.4
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	dic	-0.4	%		0.5
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T4	0.6	%			
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		dic	1.0	%	-0.4	0.1	
	14:30	USA	Salari orari m/m		gen	0.6	%	0.5	0.5	
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	gen	3.9	%	3.9	3.8	
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	gen	199	x1000	238	170	

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 (31 gennaio – 4 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	31/1	17:30	USA	Discorso di Daly (Fed)
Gio	3/2	13:00	GB	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +25pb a 0,50%)
		13:30	GB	** Conferenza stampa di Bailey (BoE)
		13:45	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0,5%)
		14:30	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
		16:00	USA	* Audizioni di Raskin, Cook, Jefferson in Senato per la nomina a membri del Board della Fed
Ven	4/2	10:00	EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
		13:15	GB	Discorso di Broadbent (BoE)

Note: (**) molto importante; (*) importante
 Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

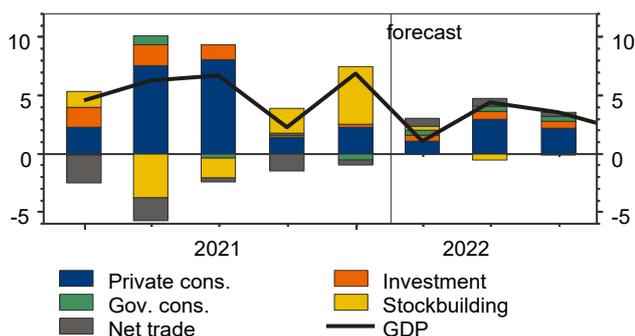
Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito prelim.	gen	57.0		50.8
Markit PMI Manif. prelim.	gen	57.7	56.7	55.0
Markit PMI Servizi prelim.	gen	57.6	55.0	50.9
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	nov	18.5 (18.4)	18.0	18.3
Indice dei prezzi delle case m/m	nov	1.1	%	1.1
Fiducia consumatori (CB)	gen	115.2 (115.8)	111.8	113.8
Bilancia commerciale prelim	dic	-98.04	Mld \$	-100.96
Vendite di nuove case (mln ann.)	dic	0.725 (0.744)	Mln	0.760
Richieste di sussidio	settim	290 (286)	x1000	260
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.624 (1.635)	Mln	1.650
PIL t/t ann. advance	T4	2.3	%	6.9
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	dic	3.2 (2.6)	%	-0.5
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	dic	1.1 (0.9)	%	0.4
Costo del lavoro	T4	1.3	%	1.2
Deflatore consumi (core) a/a	dic	4.7	%	4.8
Deflatore consumi a/a	dic	5.7	%	
Spesa per consumi (nominale) m/m	dic	0.6	%	-0.6
Redditi delle famiglie m/m	dic	0.4	%	0.5
Deflatore consumi (core) m/m	dic	0.5	%	0.5
Fiducia famiglie (Michigan) finale	gen	68.8		68.7

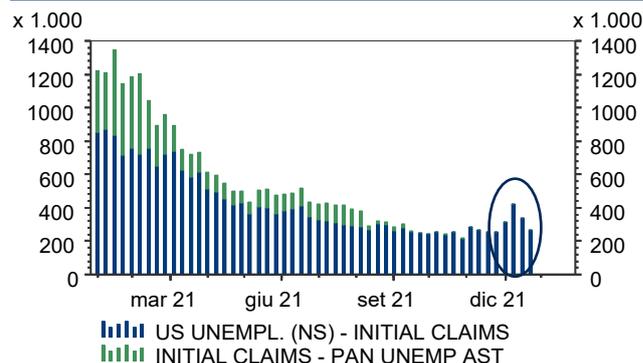
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

La stima *advance* del **PIL del 4° trimestre** ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 6,9% t/t ann., dopo 2,3% t/t ann. dell'estate. L'accelerazione della crescita è dovuta a un balzo delle **scorte** (contributo: 5pp), oltre che a una maggiore crescita dei **consumi** (3,3% t/t ann. dopo 2% nel 3° trimestre). Le ampie variazioni di **export** (24,5% t/t ann.) e import (17,7%) si elidono in larga misura (contributo netto: -0,4pp). I dati sono meno solidi di quanto appaia (domanda finale domestica in aumento di solo +2% t/t ann.), essendo spinti da un massiccio contributo delle scorte. La crescita è attesa in netto rallentamento nel 1° trimestre (1,1% t/t ann.), sulla scia di una frenata (temporanea) dei consumi e delle scorte.

Il balzo del PIL nel 4° trimestre è spinto da un contributo delle scorte pari a 5pp



Il rialzo dei nuovi sussidi visto a inizio 2022 sta rientrando

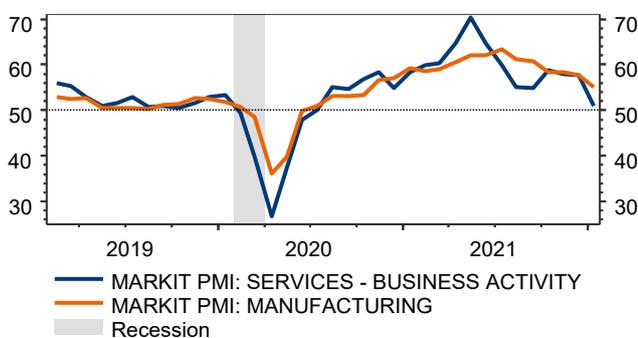


Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** al 22 gennaio sono calate di 30 mila, a 260 mila, dando supporto all'ipotesi che il recente rialzo dei sussidi fosse in larga misura causato da difficoltà di destagionalizzazione.

Gli **ordini di beni durevoli** a dicembre hanno segnato una flessione di -0,9% m/m, per via del crollo nell'aeronautica civile. Al netto dei trasporti, gli ordini sono aumentati di 0,4% m/m. Le consegne di beni capitali ex-difesa e aerei, in rialzo di 1,3% m/m, danno indicazioni positive per gli investimenti.

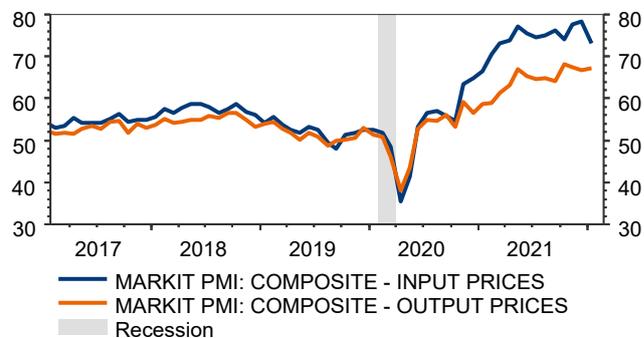
I **PMI flash** di gennaio hanno registrato correzioni dovute agli effetti di Omicron sulle strozzature all'offerta e sulla disponibilità di manodopera. L'indice del **manifatturiero** è calato a 55 (minimo da 15 mesi) da 57,7 di dicembre, con cali per l'output e gli ordini e una discesa dell'occupazione in territorio recessivo. I tempi di consegna sono in peggioramento ma le pressioni sui prezzi stanno cominciando a moderarsi. Le imprese restano ottimiste sulla ripresa. Nei **servizi**, l'indice di attività corregge a 50,9 da 57,6, indicando stagnazione, a causa della mancanza di manodopera, in parte dovuta a Omicron e in parte legata a scarsità di lavoratori disponibili. La domanda rimane solida, ma le imprese sono preoccupate per l'impatto dell'inflazione e della pandemia. Il continuo rialzo dei costi, legato anche agli aumenti salariali, è in parte trasferito sui prezzi di vendita. L'impatto di Omicron dovrebbe essere transitorio, dato che la curva dei contagi a livello nazionale ha svoltato a metà gennaio.

Gli indici PMI di gennaio indicano rallentamento nel manifatturiero e stagnazione nei servizi sulla scia degli effetti di Omicron e delle strozzature all'offerta



Fonte: Refinitiv-Datastream

PMI composto: primi segnali di rallentamento degli aumenti dei costi, prezzi di vendita sempre in rialzo



Fonte: Refinitiv-Datastream

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a gennaio è calata a 113,8 da 115,2 di dicembre, con un miglioramento delle condizioni correnti (a 148,2 da 144,8) e una correzione delle aspettative a 90,8 da 95,4. L'indice corrente segnala un inizio positivo per il 2022, con aumenti della percentuale di famiglie che programma acquisti di case, auto e altri beni durevoli nel 1° trimestre. Le preoccupazioni per l'inflazione sono in calo per il secondo mese consecutivo. Su un orizzonte a 6 mesi, la valutazione del mercato del lavoro, della situazione finanziaria e delle prospettive economiche è in modesta flessione. Complessivamente, i dati sono in linea con la prosecuzione di aumenti sostenuti dei consumi.

L'**indagine delle aspettative di spesa delle famiglie** condotta dalla NY Fed a dicembre rileva un aumento previsto della spesa di 5,1% a/a, sui massimi dall'inizio della serie e al di sopra dei ritmi di espansione pre-Covid per tutte le categorie, eccetto le vacanze, con indicazioni favorevoli per l'andamento dei consumi nel 2022.

Le **vendite di case nuove** di dicembre hanno sorpreso verso l'alto, con un aumento di 11,9% m/m, a 811 mila, sui massimi da marzo, confermando la scarsità di offerta con prezzi in rialzo di 3,4% a/a e scorte di case in calo a livelli equivalenti a 6 mesi di offerta.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	gen	54.3		54.6

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

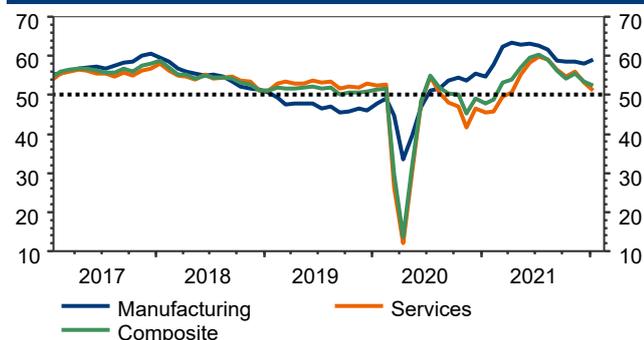
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	gen	3.6		2.7
BEL	PIL t/t prelim	T4	2.0	%	0.4
EUR	PMI servizi prelim	gen	53.1		52.2
EUR	PMI manifatturiero prelim	gen	58.0		57.5
EUR	PMI composito prelim	gen	53.3		52.6
EUR	M3 dest. a/a	dic	7.3	%	6.8
EUR	Fiducia consumatori finale	gen	-8.4	(-8.5)	-8.5
EUR	Fiducia servizi	gen	10.9	(11.2)	10.3
EUR	Indice di fiducia economica	gen	113.8	(115.3)	114.5
EUR	Fiducia industria	gen	14.6	(14.9)	15.0
FRA	PMI servizi prelim	gen	57.0		55.3
FRA	PMI manifatturiero prelim	gen	55.6		55.5
FRA	Fiducia consumatori	gen	100		98
FRA	PIL t/t prelim	T4	3.1	(3.0)	0.5
FRA	Spese per consumi m/m	dic	0.9	(0.8)	0.2
GER	PMI servizi prelim	gen	48.7		48.0
GER	PMI manifatturiero prelim	gen	57.4		57.0
GER	IFO	gen	94.8	(94.7)	94.7
GER	IFO (sit. corrente)	gen	96.9		96.3
GER	IFO (attese)	gen	92.7	(92.6)	93.0
GER	Fiducia consumatori	feb	-6.9	(-6.8)	-7.8
GER	Prezzi import a/a	dic	24.7	%	26.4
GER	PIL s.a. t/t prelim	T4	1.7	%	-0.3
GER	PIL s.a. a/a prelim	T4	2.9	(2.5)	1.8
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	dic	4.21	Mld €	4.74
ITA	Fatturato industriale a/a	nov	17.0	(16.9)	22.2
ITA	Fatturato industriale m/m	nov	2.9	(2.8)	2.4
ITA	PPI a/a	dic	22.2	(22.1)	22.6
ITA	PPI m/m	dic	1.2	%	0.8
ITA	Fiducia consumatori	gen	117.7		116.5
ITA	Indice di fiducia delle imprese	gen	115.0	(115.2)	115.3
SPA	PIL t/t prelim	T4	2.6	%	1.4

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

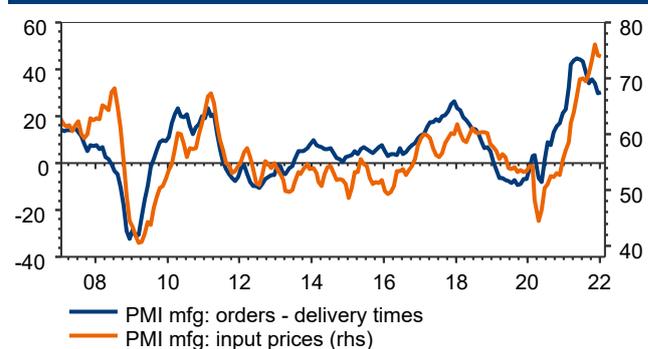
Area euro. Le indagini **PMI** di gennaio hanno riportato un rallentamento della ripresa a inizio 2022, soprattutto nei **servizi** (51,2 da 53,1, sui minimi da aprile 2021), frenati dalla risalita dei contagi che appare però meno severa rispetto a precedenti ondate. L'indicatore è infatti ancora su livelli espansivi e nasconde un'ampia differenza di performance a livello settoriale: il rapporto di IHS Markit riporta infatti come, a fronte di un'attività che nella ristorazione e nei servizi ricreativi è crollata ai minimi di inizio 2021, i comparti meno *contact-intensive* continuano a registrare solidi ritmi di espansione. Inoltre, le aspettative, seppur in correzione rispetto al mese precedente, rimangono espansive suggerendo come con il progressivo ridimensionamento dei contagi la ripresa nei servizi potrà tornare a riaccelerare. L'indice **manifatturiero** (59 da 58, sui massimi dallo scorso agosto) sembra invece beneficiare di un allentamento delle strozzature all'offerta, che rimangono comunque ancora acute, e di una crescita dell'output diffusa a tutti i comparti, compreso quello delle auto. Al momento però riteniamo che i rischi per la manifattura a inizio 2022 siano ancora rivolti verso il basso: l'elevata incertezza sui prezzi energetici e sulle forniture di gas naturale potrebbe frenare l'attività, così come le restrizioni sanitarie varate in Cina potrebbero contribuire a peggiorare nuovamente i vincoli all'offerta a livello internazionale. L'indice **composito** è quindi calato a 52,4 da 53,3 del mese precedente: dopo la frenata subita a inizio 2022 la ripresa dovrebbe riguadagnare spinta una volta ridimensionato il rischio sanitario, e quindi già a partire dalla tornata di indagini di febbraio potrebbero emergere degli spunti incoraggianti di ripartenza del ciclo.

Area euro: a gennaio cala il PMI dei servizi mentre torna a salire quello manifatturiero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

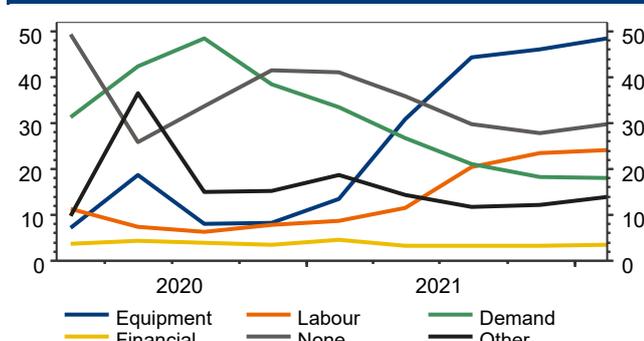
Ci sono segnali di allentamento delle strozzature all'offerta nel manifatturiero ma le pressioni sui prezzi sono ancora acute



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

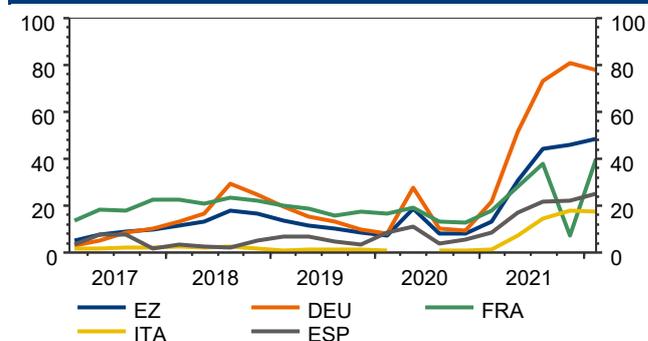
A gennaio l'indice composito di fiducia economica **ESI** della Commissione Europea è calato più delle attese a 112,7, sui minimi da aprile 2021, mentre il dato di dicembre è stato rivisto ampiamente al ribasso a 113,8 da 115,3 precedente. Lo **spaccato nazionale** mostra un quadro simile a quello già emerso dai PMI flash di gennaio, che hanno riportato un miglioramento del morale in **Germania** (112,3 da 111,5, comunque ancora al di sotto dei livelli di novembre) a fronte di una correzione in **Francia** (110,9 da 113,7, vicino alla lettura di settembre). Tra le principali economie però è **l'Italia** il paese che registra la flessione mensile più ampia dal novembre del 2020, con l'indice composito che si porta sui minimi dallo scorso aprile a 110,6 da un precedente 116,7. A **livello settoriale** invece il minor ottimismo risulta diffuso sia all'**industria** (13,9 da 14,6, sui livelli di agosto 2021) che ai **servizi** (9,1 da 10,9, un minimo da nove mesi). Se il morale nei servizi è penalizzato dalla situazione pandemica, la correzione registrata nella manifattura è imputabile prevalentemente a indicazioni di ricostituzione delle scorte a fronte di progressi per l'attività produttiva (sia passata che attesa) e di una domanda in rallentamento ma ancora robusta. Correggono modestamente ma restano su livelli storicamente elevati invece i prezzi di vendita. I risultati dell'**indagine trimestrale** mostrano però come nell'industria le **strozzature all'offerta** siano ancora severe e probabilmente destinate a continuare a limitare l'output anche nei prossimi mesi. Tocca un nuovo minimo storico la capacità produttiva disponibile, mentre ritardi e aumenti dei prezzi limitano la competitività internazionale delle imprese europee. La percentuale di imprese che riportano difficoltà nel reperire componentistica e macchinari sale infatti al 48% ma in alcuni settori, come l'elettronica e le macchine utensili supera l'80%. Emergono comunque le prime, modeste, indicazioni di miglioramento in Germania (dove però la situazione rimane ancora severa) e di stabilizzazione in Italia. Le indagini congiunturali di gennaio suggeriscono che il **1° trimestre del 2022 presenta dunque rischi rivolti prevalentemente verso il basso**. Le nostre previsioni di crescita per l'Eurozona nel 2022 al 3,9% sono più caute rispetto al consenso, ma i rischi al ribasso si stanno facendo più importanti.

Nell'industria le strozzature restano severe, soprattutto per quanto riguarda la scarsità di materiali e attrezzature...



Nota: fattori che limitano la produzione. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Commissione Europea

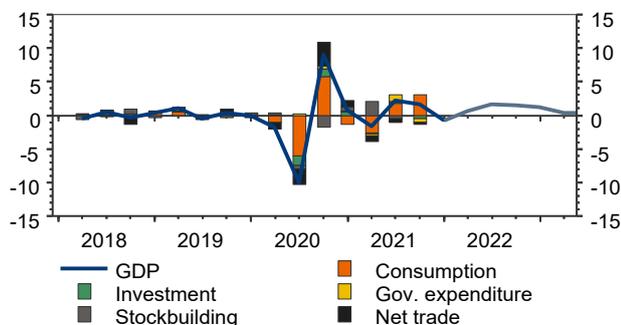
... ma emergono segnali di allentamento in Germania e di stabilizzazione in Italia



Nota: % di imprese che riportano la scarsità di componentistica/macchinari come fattore che frena l'attività. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Commissione Europea

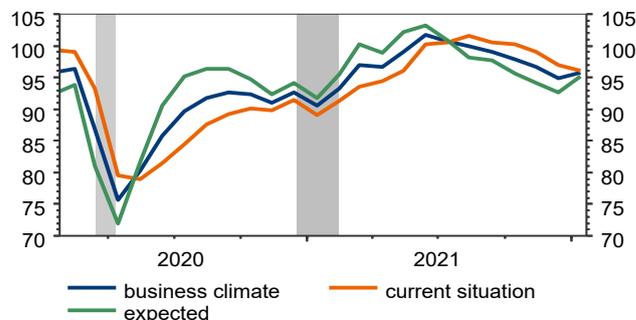
Germania. Nel 4° trimestre 2021 il PIL a prezzi costanti, destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario, è calato di -0,7% t/t, dopo il +1,7% t/t precedente; la variazione tendenziale è stimata in 1,4% a/a (dato corretto per gli effetti di calendario). Rispetto al 4° trimestre 2019 il PIL risulta più basso di -1,5%: il recupero dei livelli pre-Covid, inizialmente previsto a fine 2021, è rimandato di circa 6 mesi. Dal lato della **domanda finale**, i consumi privati hanno registrato un calo a fronte di un aumento dei consumi pubblici; anche gli investimenti in costruzioni hanno visto una flessione rispetto al trimestre precedente. In sintesi, **il 2021 si chiude con una crescita del PIL al 2,8%**, dato rivisto al rialzo di un decimo rispetto alla stima provvisoria fornita da Destatis precedentemente per via della revisione verso l'alto che ha riguardato sia il 1° che il 2° trimestre 2021 (rispettivamente a -1,7% t/t da -1,9% t/t e a 2,2% t/t da 2% t/t). In prospettiva, riteniamo che la ripresa sarà fiacca nel trimestre invernale (0,6% t/t) e che riprenderà forza solamente a partire dai mesi primaverili. Questo profilo si rifletterebbe in **un'espansione del PIL su base annua del 3,8% quest'anno**; la nostra previsione risulta, al momento, soggetta a rischi verso il basso.

Germania: cala il PIL nel 4° trimestre 2021



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo di dati DeStatis

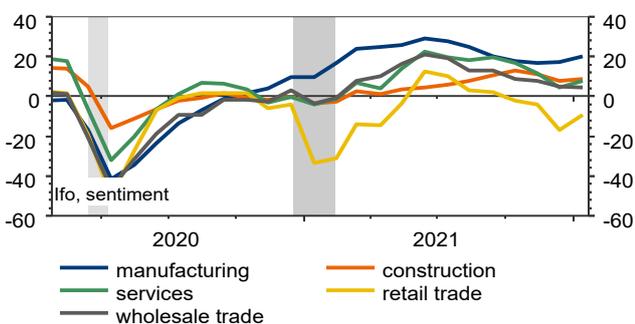
L'indice IFO cresce a gennaio



Fonte: IFO, Refinitiv-Datastream

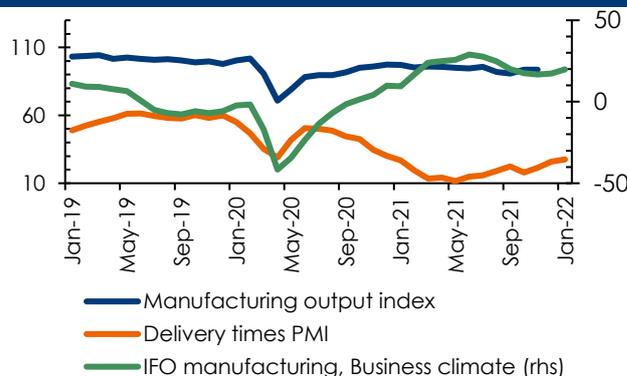
L'indice di fiducia **IFO** sale a 95,7 in gennaio, dopo sei mesi di cali continui. Il dato si colloca al di sopra delle attese di consenso. L'indicatore sulla situazione corrente flette marginalmente a 96,1 da 96,9, mentre le attese crescono a 95,2 da 92,7. L'impatto della variante Omicron sull'attività economica risulta, finora, meno minaccioso del previsto ma sia l'indice sintetico che gli indicatori su situazione corrente e attese restano ancora al di sotto della media di lungo termine. Lo spaccato settoriale mostra un miglioramento del clima di fiducia diffuso a quasi tutti i settori. Nel manifatturiero, il morale è salito a 19,9 da un precedente 17,4. Nei servizi, la fiducia è passata, inaspettatamente, a 7,7 da 4,6. Nella distribuzione, il morale cala di 0,4 punti a 4,6, a fronte di un aumento di fiducia nel commercio al dettaglio a -9,3 da -16,9. Anche nelle costruzioni si registra una crescita a 8,7 da 7,6. Le indicazioni dell'istituto IFO sono in linea con i segnali di stabilizzazione emersi con la pubblicazione degli indici PMI relativi a gennaio. Dalle indagini di questo mese emergono infatti i primi segnali di attenuazione dei colli di bottiglia all'offerta. Tuttavia, l'elevata incertezza sui prezzi energetici e sulle forniture di gas naturale potrebbe penalizzare la ripresa dell'industria nel 1° trimestre 2022. Lo scenario macroeconomico appare quindi meno roseo rispetto a qualche mese fa. Per queste ragioni riteniamo che il PIL vedrà una crescita fiacca nei mesi invernali (intorno allo 0,6% t/t), **dopo la contrazione di -0,7% t/t registrata nel trimestre autunnale**.

Miglioramento della fiducia diffuso a quasi tutti i settori



Fonte: IFO, Refinitiv-Datastream

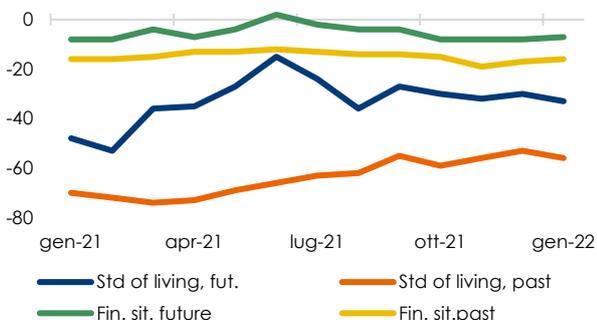
Dalle indagini congiunturali di questo mese sono emersi segnali di allentamento dei colli di bottiglia all'offerta



Fonte: IFO, IHS Markit via Refinitiv-Datastream

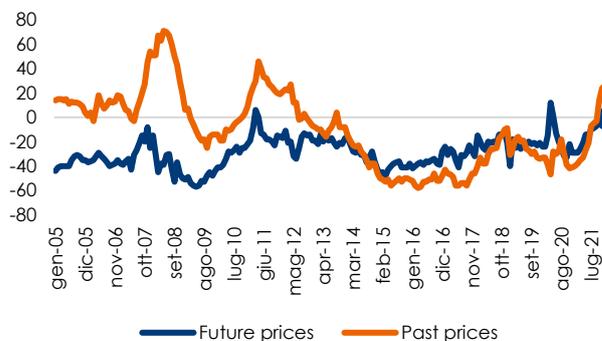
Francia. L'indice di fiducia dei consumatori INSEE, per il mese di gennaio, ha riportato un moderato calo a 99 (-1 punto), appena sotto la media di lungo periodo. Il saldo finale delle opinioni riflette un calo di 3 punti, rispetto a condizioni di vita nei precedenti e nei successivi 12 mesi, intenzioni di acquisto (-3 punti) e un'accresciuta percezione dell'inflazione passata (+2 punti). Il morale è rimasto invece invariato con riguardo a timori di disoccupazione, su livelli storicamente molto bassi, a fronte di un miglioramento della propria situazione finanziaria passata e futura (+1 punto) e capacità di risparmio attuale e futura (rispettivamente +1 e +5 punti.). Nella prima parte dell'anno, ci attendiamo un ritorno dell'indice al di sopra dei 100 punti, sulla scia di un progressivo miglioramento del contesto sanitario e alleggerimento delle misure restrittive.

Il saldo delle opinioni su standard di vita, riflette un contesto sanitario ancora emergenziale...



Fonte: INSEE

...mentre la percezione dei prezzi passati è sui livelli più elevati di periodo



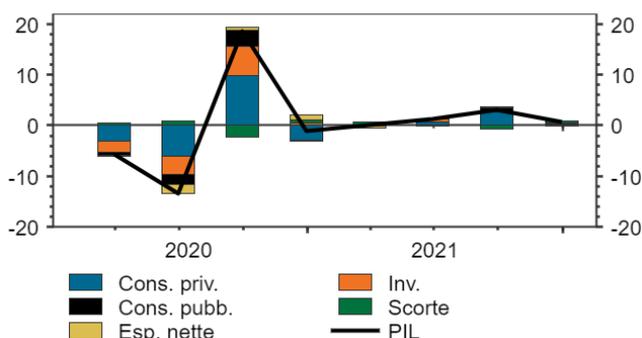
Fonte: INSEE

La **spesa per consumi** rallenta a 0,2% m/m a dicembre, dopo lo 0,9% di novembre (dato rivisto verso l'alto di un decimo). Sul dato ha influito negativamente la decisa flessione negli acquisti di beni durevoli (-3,4% dopo il +3,1% di novembre) ed il calo (-1,3%) dei consumi energetici, a fronte del rimbalzo nel tessile (+6,3% dopo -0,9%) e del più moderato incremento degli alimentari (+1,5% da +0,4%). Nel trimestre la spesa per consumi ha riportato una crescita di +0,3% t/t. Nel breve termine, gli acquisti di beni potrebbero risultare ancora condizionati da elevati livelli di inflazione percepita, ed emergenza sanitaria, per poi accelerare nella seconda parte dell'anno.

La lettura preliminare del **PIL**, relativa al 4° trimestre, ha riportato una crescita dell'economia transalpina di 0,7% t/t; nell'insieme del 2021 l'economia riporta un progresso del 7%, ben al di sopra delle stime iniziali. Rispetto ai livelli di fine 2019, già superati nel 3° trimestre (dopo la revisione

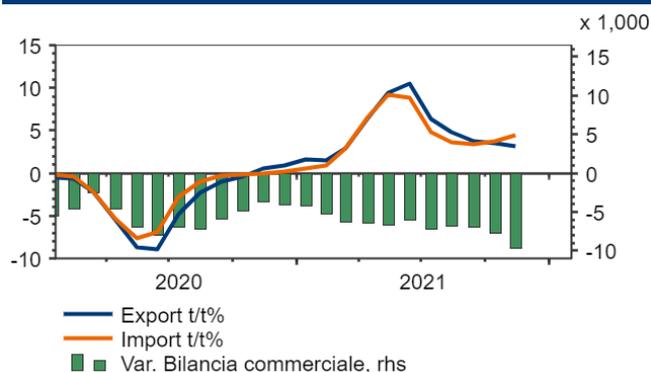
verso l'alto a 3,1% t/t), il PIL si posiziona ora a +0,9%. L'apporto della domanda interna (al netto delle scorte) è stato pari a +0,5% (dopo il +3,6% nel 3° trimestre); i consumi privati, dopo il balzo del 3° trimestre (+5,6%) sono rimasti positivi, sia pure in rallentamento (+0,4% t/t), così come la spesa pubblica (+0,3% t/t dopo il +2,7% nel Q3); gli investimenti sono in moderata accelerazione (0,5% t/t da 0,1% precedente). Cresce nuovamente anche il commercio estero, sebbene l'apporto risulti complessivamente negativo per -0,2% (specularmente a quanto avvenuto nel 3° trimestre). Le scorte, infine, sono tornate a contribuire positivamente alla crescita (+0,4% t/t). Per il 1° trimestre ci attendiamo un ulteriore, moderato, rallentamento della crescita (a 0,5% t/t).

Il PIL registra 4 trimestri consecutivi in crescita, portandosi a +0,9% dai livelli pre-crisi



Fonte: Refinitiv-Datastream

Nel 4° trimestre, il contributo del commercio estero torna moderatamente negativo



Fonte: Refinitiv-Datastream

Italia. Sia la fiducia dei consumatori che quella delle imprese è calata più del previsto a gennaio.

Il morale delle famiglie è sceso a 114,2 da 117,7 precedente: è il calo mensile più ampio da novembre 2020. La flessione è dovuta principalmente al clima economico nazionale (in diminuzione di quasi 10 punti) e alle aspettative per il futuro (in calo di oltre 7 punti). **La situazione economica attesa del Paese è tornata in territorio negativo**, ai minimi da un anno (si è trattato della flessione su base mensile più ampia dal mese di marzo 2020). **I timori occupazionali sono tornati a salire** (è il maggiore aumento mensile da ottobre 2020). **Le opportunità attuali di risparmio sono crollate ai minimi da 6 anni** (maggior calo congiunturale da settembre 2017). **I prezzi attesi per i prossimi 12 mesi sono saliti ulteriormente da 58,9 a 69,4, nuovo record dal 2000.**

L'indice composito del clima di fiducia delle imprese Istat (IESI) è sceso a 105,4 dal 112,7 di dicembre (rivisto da una stima preliminare a 113,1). Si tratta del livello più basso dall'aprile dello scorso anno. Come previsto, **il deterioramento del clima è dovuto ai servizi**, dove il morale delle aziende è crollato da 109,6 a 94,9, segnando il più ampio calo su base mensile dal mese di scoppio della pandemia (marzo 2020). **La diminuzione della fiducia delle imprese è decisamente più lieve nel commercio al dettaglio (-0,8, a 106,6) e nelle costruzioni; quest'ultimo rimane di gran lunga il settore più vivace** (in calo di appena tre decimi, a 158,8).

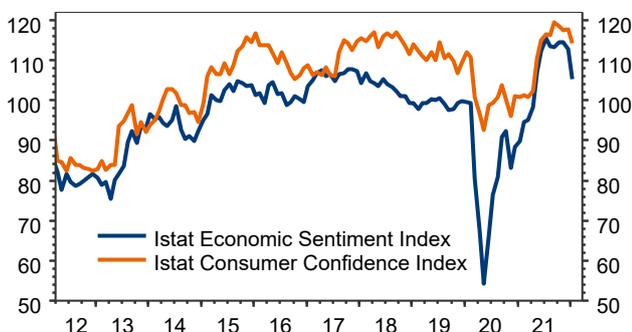
Nel manifatturiero, la fiducia delle imprese è scesa più del previsto, a 113,9 da 115 di dicembre (rivisto da un preliminare 115,2). Tutte le componenti principali dell'indagine hanno mostrato una flessione, che ha riguardato in particolare la produzione corrente e gli ordini futuri. **È in corso un processo di ricostituzione delle scorte** (il saldo relativo ai magazzini è salito al livello più alto da marzo dello scorso anno). **Le aspettative sul clima economico generale si sono fortemente deteriorate** per il secondo mese (è il maggior calo mensile da novembre 2020), **e anche le intenzioni di assunzione sono tornate a calare** (al ritmo mensile più ampio da marzo 2020). **I prezzi attesi di vendita sono diminuiti solo lievemente** (a 42,8 da 44,4).

In sintesi, la tornata di indagini Istat di gennaio è stata più debole del previsto. **La recrudescenza dell'ondata pandemica ha pesato sulla fiducia dei consumatori e sul morale delle imprese dei servizi. Nel manifatturiero, si registrano iniziali segnali di allentamento delle strozzature dal lato**

dell'offerta (aumento delle scorte, lieve frenata dei prezzi di vendita); tuttavia, ha pesato il rallentamento degli ordini correnti sul mercato domestico. In ogni caso, l'industria, così come le costruzioni, si mantiene in territorio espansivo, ma gli effetti della nuova ondata pandemica sui servizi non potranno non pesare sul PIL.

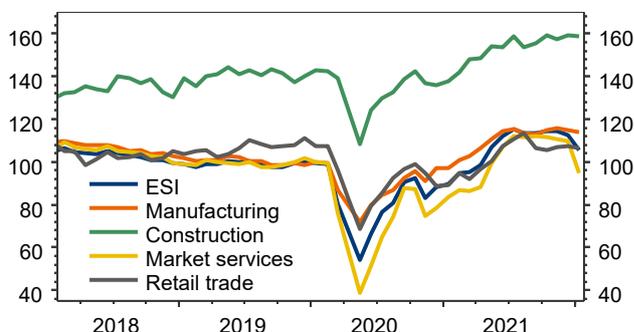
Lunedì 31 gennaio l'Istat diffonderà i dati preliminari di contabilità nazionale relativi al 4° trimestre 2021. **La nostra stima, più cauta del consenso, è per un rallentamento a 0,3% t/t** dopo il 2,6% registrato nei mesi estivi. Le indagini di gennaio segnalano però che è probabile che l'attività economica si sia contratta nel primo mese dell'anno; **è necessario dunque un rimbalzo significativo a febbraio e marzo per evitare che il PIL nel 1° trimestre 2022 risulti più debole che a fine 2021**. È possibile in effetti che gennaio possa rappresentare il punto di minimo del ciclo, in coincidenza con il picco per la curva di nuovi contagi; tuttavia, lo shock energetico non sembra aver ancora dispiegato pienamente i suoi effetti. In sintesi, appaiono in aumento i rischi al ribasso sulla nostra stima di crescita del PIL nel 2022 (4,3%).

In calo il morale di famiglie e imprese a gennaio



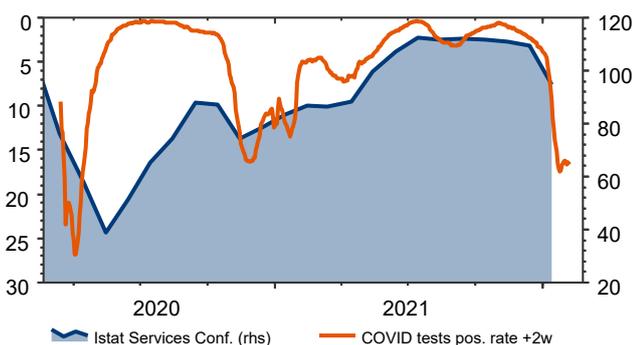
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

I servizi tornano ad essere il settore maggiormente in difficoltà...



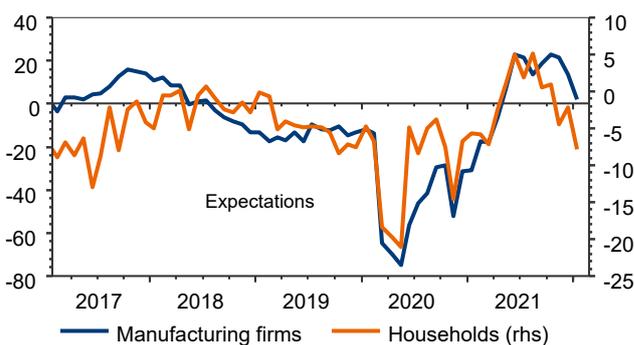
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

... a causa della recrudescenza dell'ondata pandemica



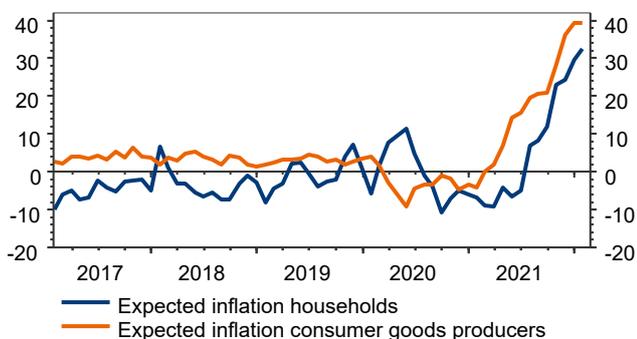
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Sia le famiglie che le imprese sono meno ottimiste sulla situazione economica del Paese...



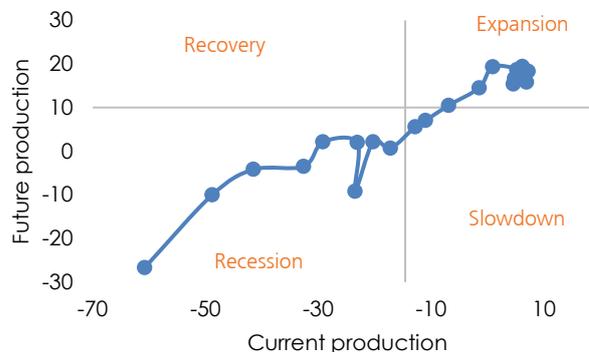
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

... e segnalano un ulteriore aumento delle aspettative inflazionistiche



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

L'industria resta in territorio espansivo (ma va verso un rallentamento dell'attività)



Nota: dati da maggio 2020 a gennaio 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

Italia. I dati sul **commercio estero extra-UE** di dicembre hanno evidenziato un calo delle esportazioni (-2,1% m/m) condizionato da operazioni occasionali ad alto impatto nella cantieristica navale, al netto delle quali la correzione è più contenuta (-0,7% m/m). La contrazione dell'export risulta comunque diffusa a tutti i principali comparti, compresa l'energia (-27,3% m/m), ad eccezione dei beni di consumo non durevoli (+5,8% m/m). In termini tendenziali le esportazioni sono in salita del 12,6%. Sono aumentate anche per il settimo mese consecutivo le importazioni (+4,3% m/m), trainate dai beni di consumo (+7,6% m/m) ma con robusti incrementi anche per quelli intermedi (+5,8% m/m) e strumentali (+5,6% m/m). Se si escludono gli acquisti di energia (-1,1% m/m), la crescita dell'import è quindi ancora più ampia (+6,4% m/m). Rispetto a dicembre 2020 le importazioni sono in aumento di un robusto 45,8%. Il saldo commerciale nei confronti dei Paesi extra-UE è calato a +4.737 milioni di euro (+7.972 mln un anno prima) e a +9.291 da +9.962 milioni al netto dell'energia. Il 4° trimestre si chiude quindi con una crescita dell'import (+7,8% t/t) a ritmi decisamente superiori dell'export (+0,5% t/t).

A novembre il **fatturato industriale** è cresciuto del 2,4% m/m (sesto mese consecutivo di aumento), spingendo la variazione tendenziale e corretta per gli effetti di calendario al 22,2%. Sul mese si registrano robusti incrementi diffusi sia al mercato interno (2,2%) che estero (2,7%) che tra tutti i principali raggruppamenti d'industria. A novembre è il fatturato di prodotti energetici a mostrare il maggior dinamismo (4% m/m), ma anche al netto dell'energia il dato rimane robusto (2,4%) con ampi incrementi tra i beni intermedi (3,1%), di consumo (2,4%) e strumentali (1,1%). Lo spaccato settoriale evidenzia infine progressi tendenziali diffusi a tutti i comparti ad eccezione dei mezzi di trasporto, che però stanno iniziando a riportare i primi modesti segnali di recupero.

Spagna. La lettura preliminare del **PIL**, relativa al 4° trimestre, sorprende verso l'alto riportando una crescita del 2% t/t (dopo la revisione verso l'alto, a 2,6%, nel 3° trimestre). Il progresso nella parte finale dell'anno consente alla Spagna di recuperare terreno nei confronti delle principali economie europee, riportando una crescita del 5% nel 2021 (ma ancora inferiore del 4% rispetto ai livelli pre-crisi e dell'1,55 rispetto alle attese del Governo). Il progresso è spiegato quasi esclusivamente dal balzo degli investimenti, cresciuti di 8,5% t/t dopo l'1,8% del 3° trimestre, a fronte di un apporto ancora positivo dal canale estero (6,5% l'export, 3,5% l'import). L'elevata inflazione, invece, potrebbe aver condizionato negativamente sia i consumi privati che quelli pubblici (rispettivamente -1,2% e -0,4% t/t). Nel 2022, ci attendiamo una accelerazione al 5,6% del PIL (che consentirebbe di chiudere il gap con i livelli pre-crisi intorno a fine anno).

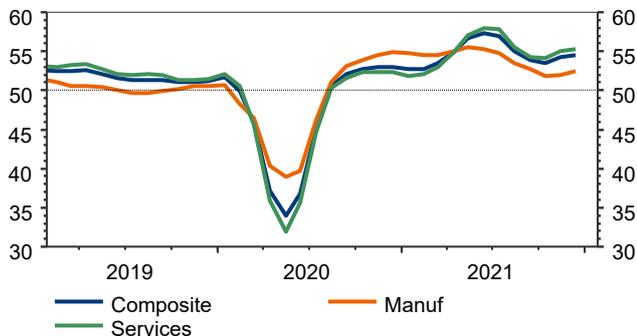
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	gen	52.2		
PMI manifatturiero - NBS	gen	50.3	50.0	
PMI non manifatturiero - NBS	gen	52.7		
PMI manifatturiero - Caixin	gen	50.9	50.4	

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

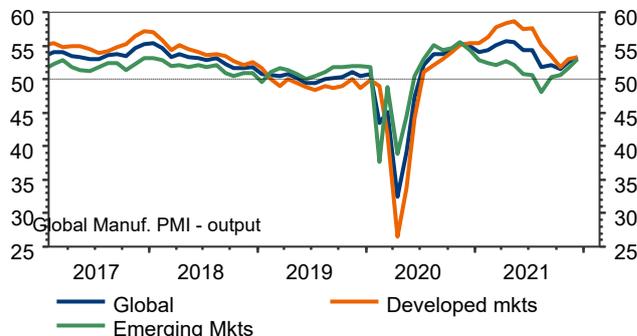
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



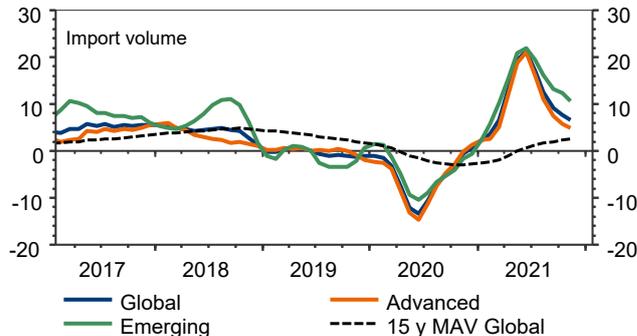
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



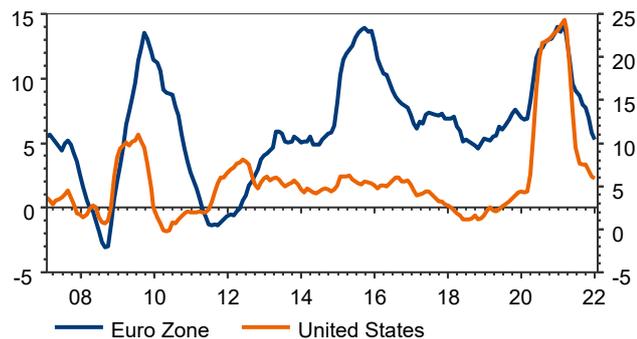
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



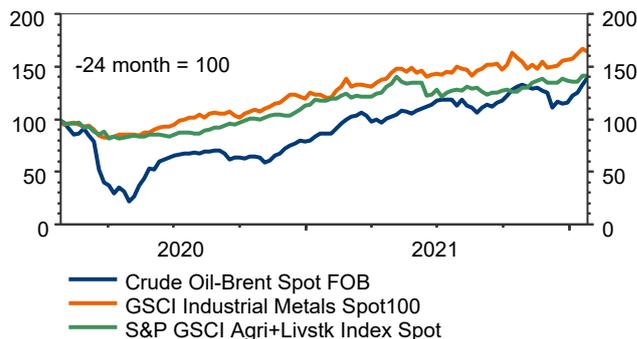
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

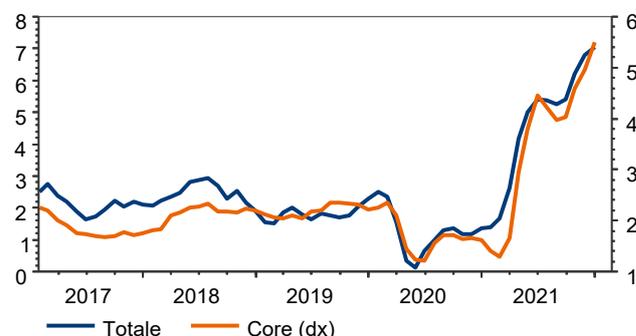
Stati Uniti

Indagini ISM



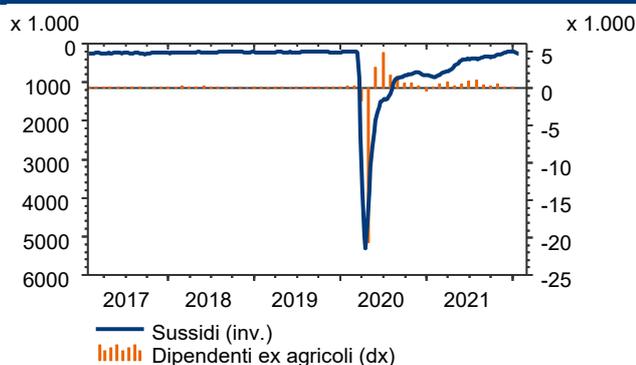
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



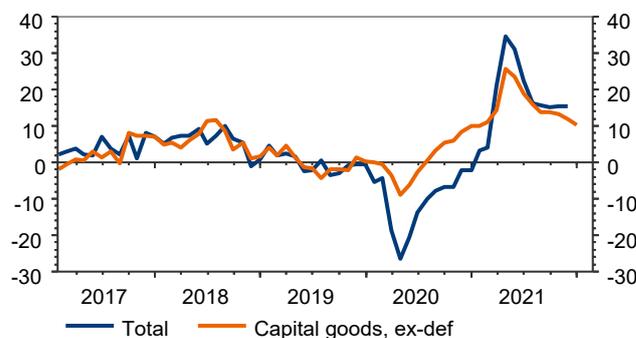
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

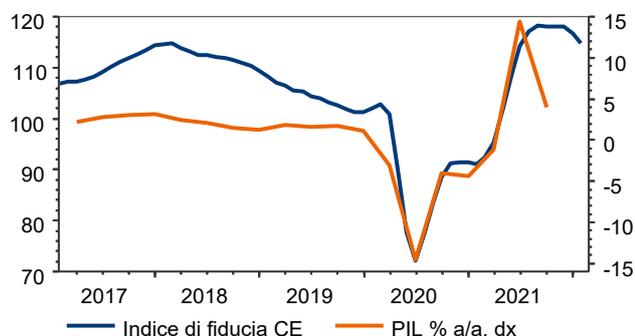
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.7	3.7	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.5	4.2	3.7	4.0
- trim./trim. annualizzato				4.5	6.3	6.7	2.3	6.9	1.1	4.7	3.6
Consumi privati	-3.8	7.9	3.3	3.4	11.4	12.0	2.0	3.3	1.5	4.3	3.1
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.3	3.8	12.5	12.9	9.2	1.7	2.0	3.8	4.8	4.3
IFL - privati residenziali	6.8	9.0	-1.0	34.4	13.3	-11.7	-7.7	-0.8	3.2	0.8	0.3
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.5	1.1	-0.5	4.2	-2.0	0.9	-2.9	2.7	2.3	2.8
Esportazioni	-13.6	4.6	9.2	22.5	-2.9	7.6	-5.3	24.5	3.5	14.2	10.1
Importazioni	-8.9	14.0	5.6	31.3	9.3	7.1	4.7	17.7	-1.5	5.1	4.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	0.0	1.1	1.4	-3.8	-1.7	2.1	4.9	0.3	-0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.4	-3.2								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.6	-12.0	-5.7								
Debito pubblico (% PIL)	161.6	153.2	147.2								
CPI (a/a)	1.2	4.7	4.4	1.2	1.9	4.8	5.3	6.7	6.6	4.9	3.8
Produzione Industriale	-7.2	5.5	3.3	2.0	1.0	1.6	0.9	1.0	0.3	1.0	0.9
Disoccupazione (%)	8.1	5.4	3.5	6.8	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.5

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

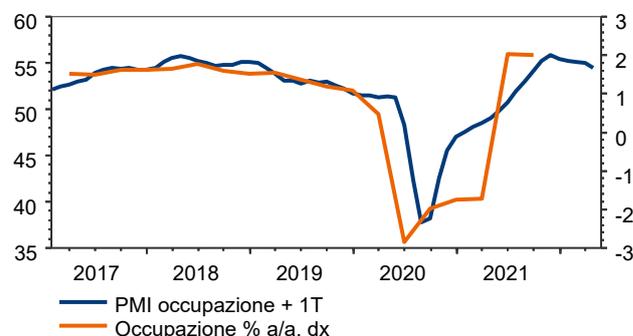
Area euro

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	4.5
febbraio	1.2	0.9	4.8
marzo	0.7	1.3	4.5
aprile	0.3	1.6	4.3
maggio	0.1	2.0	3.9
giugno	0.3	1.9	3.7
luglio	0.4	2.2	3.6
agosto	-0.2	3.0	3.2
settembre	-0.3	3.4	3.0
ottobre	-0.3	4.1	2.6
novembre	-0.3	4.9	2.2
dicembre	-0.3	5.0	2.0

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022			2022		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.2	3.9	-4.4	-1.1	14.4	3.9	4.6	5.1	4.0	2.9
- t/t				-0.3	-0.2	2.2	2.3	0.3	0.3	1.1	1.2
Consumi privati	-8.0	3.6	5.2	-3.0	-2.3	3.9	4.3	0.4	0.3	1.1	1.1
Investimenti fissi	-7.3	3.6	4.5	2.7	0.0	1.2	-0.9	1.3	1.3	1.6	1.3
Consumi pubblici	1.2	3.8	1.2	0.8	-0.6	2.0	0.5	0.2	0.2	0.1	0.0
Esportazioni	-9.4	9.7	5.1	4.3	1.2	2.5	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
Importazioni	-9.3	7.4	5.5	4.8	1.0	3.0	1.0	1.7	1.2	1.2	1.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	-0.1	0.5	1.0	-0.4	-0.1	0.0	-0.2	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	1.9	2.5	2.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-6.7	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	97.3	98.6	96.2								
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	2.6	3.5	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.6	4.6	4.0	3.3
Produzione industriale (a/a)	-7.9	7.6	1.4	-0.5	4.7	23.1	6.1	-0.8	-1.0	0.3	2.2
Disoccupazione (%)	7.9	7.7	7.1	8.2	8.1	8.0	7.5	7.2	7.2	7.1	7.0
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.55	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.57	-0.57	-0.55

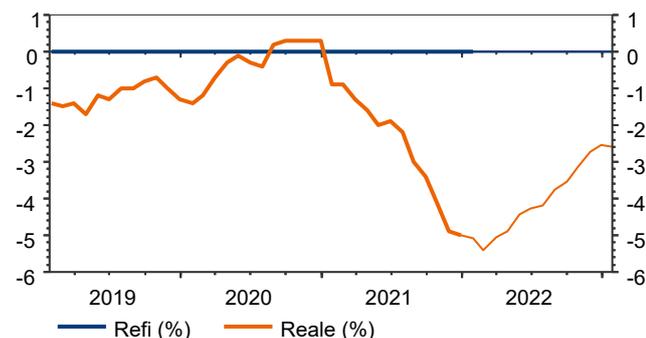
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	27/1	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.57	-0.56	-0.58	-0.56	-0.57	-0.56	-0.55	-0.54
Euribor 3m	-0.54	-0.55	-0.57	-0.55	-0.57	-0.57	-0.54	-0.54

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

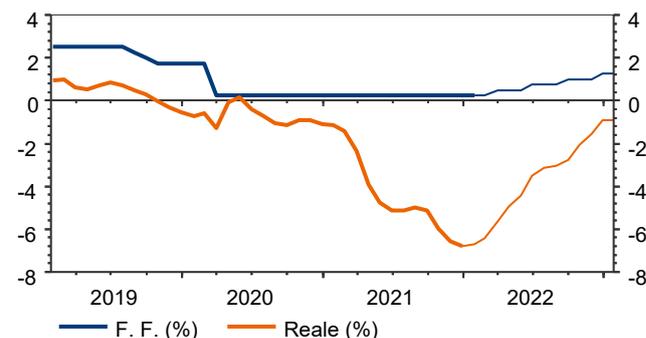


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	27/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25
OIS 3m	0.09	0.08	0.12	0.24	0.30	0.57	0.82	1.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

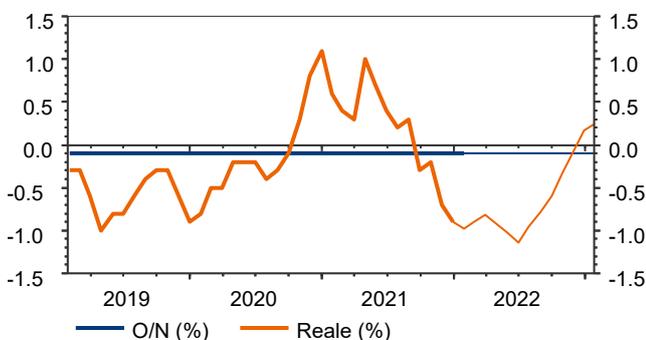


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	27/1	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	-0.08	-0.08	-0.02	-0.04	-0.07	-0.06	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

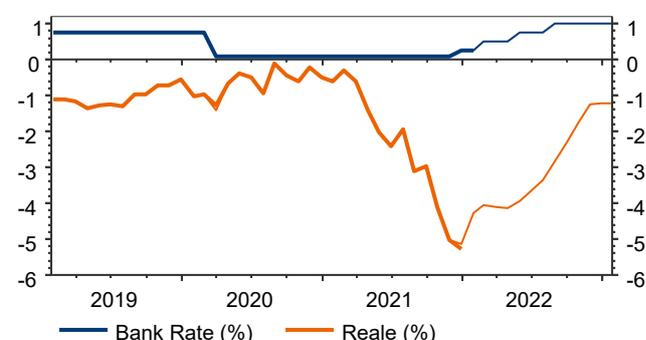


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	27/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.00
Libor GBP 3m	0.08	0.08	0.26	0.59	0.70	0.90	1.10	1.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	28/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.21	1.18	1.16	1.13	1.1130	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	109	104	110	113	115	115.59	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.30	1.37	1.39	1.38	1.34	1.3376	1.33	1.37	1.41	1.44	1.48
EUR/CHF	1.07	1.08	1.08	1.07	1.04	1.0363	1.03	1.06	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	120	126	130	132	130	128.69	127	130	136	142	147
EUR/GBP	0.85	0.89	0.85	0.84	0.84	0.8318	0.83	0.82	0.82	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		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------