

Weekly Economic Monitor

Il punto

**BCE:** l'orizzonte della *forward guidance* si sta accorciando. Alcune risposte della presidente Lagarde segnalano che a marzo potrebbe forse essere decisa un'accelerazione del percorso di riduzione degli acquisti netti, se vi sarà un'evoluzione significativa dello scenario previsionale.

**Bank of England:** dopo essere stata la prima Banca centrale del G7 ad alzare i tassi nell'era pandemica lo scorso dicembre, la BoE ha deciso un secondo rialzo da 25 punti base del tasso di riferimento. Ci aspettiamo altri tre rialzi da 25pb quest'anno.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. La produzione industriale di dicembre potrebbe aver visto una leggera crescita in Germania mentre è attesa in calo in Italia. In Germania, la seconda lettura dell'inflazione di gennaio dovrebbe confermare il rallentamento registrato nella stima flash, comunque su ritmi ancora elevati e superiori alle attese. In calendario anche l'aggiornamento d'inverno delle previsioni macroeconomiche della Commissione Europea.

Negli **Stati Uniti** ci sono pochi dati in uscita. Il CPI di gennaio catalizzerà l'attenzione dei mercati, con una previsione di rialzi ancora sostenuti e di nuovi massimi per l'inflazione. La bilancia commerciale di dicembre dovrebbe registrare un modesto ampliamento del deficit, confermando un contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita di fine 2021. La fiducia dei consumatori di febbraio dovrebbe confermare la debolezza vista nei mesi recenti a causa dei timori per l'inflazione.

4 febbraio 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

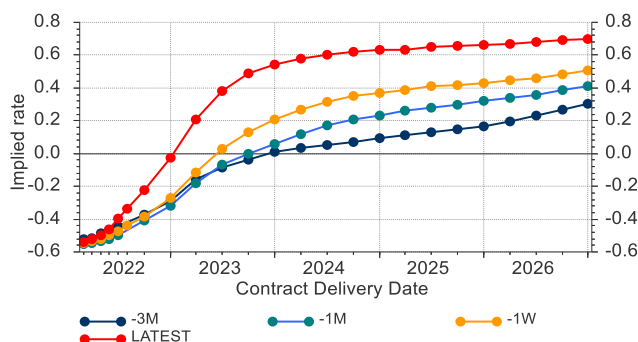
Rates, FX & Commodities  
Research

**Asmara Jamaleh**  
Economista

International Research Network

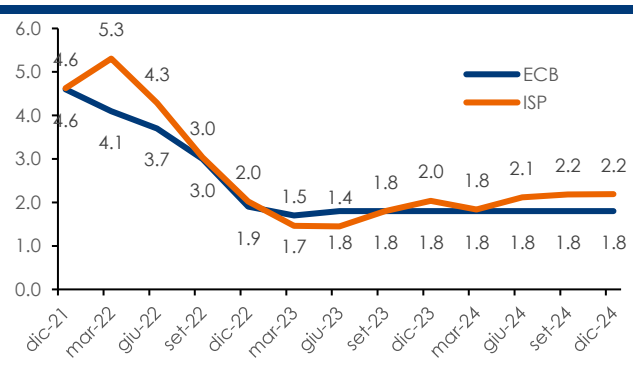
**Silvia Guizzo**  
Economista - Asia Ex Giappone

Forte movimento al rialzo delle aspettative sui tassi a breve termine (Euribor 3 mesi)



Fonte: Refinitiv Datastream

Inflazione: le nostre previsioni 2024 sono già al 2%



Fonte: BCE (Macroeconomic Projections, dicembre 2021) e Intesa Sanpaolo

## Il punto

**BCE:** l'orizzonte della *forward guidance* si sta accorciando. Alcune risposte della presidente Lagarde segnalano che a marzo potrebbe forse essere decisa un'accelerazione del percorso di riduzione degli acquisti netti, se vi sarà un'evoluzione significativa dello scenario previsionale.

- Il comunicato stampa pubblicato dalla BCE dopo la riunione di politica monetaria è immutato rispetto a dicembre, ma alcune risposte della presidente Lagarde segnalano che a marzo potrebbero essere decisi dei cambiamenti, se vi sarà un'evoluzione significativa dello scenario previsionale, e che l'orizzonte della *forward guidance* si è accorciato.
- Il momento più rilevante della conferenza stampa è stato durante la sessione di domande e risposte, e va contro le attese: si pensava che la BCE avrebbe ancora frenato le aspettative, nelle more di un aggiornamento dello scenario che sarebbe arrivato il 10 marzo. **Alle due domande sulla possibilità che i tassi ufficiali vengano alzati nel 2022, come i mercati scontano, Lagarde ha evitato di ripetere quanto in passato aveva affermato, cioè che ciò fosse improbabile alla luce della *forward guidance*.** Il cambiamento è stato giustificato affermando che la precedente valutazione era "condizionata" e che le "condizioni sono cambiate". La Presidente si è limitata a ribadire i due vincoli sulla strada del rialzo dei tassi:
  - il rialzo dei tassi richiede che siano soddisfatte le condizioni sull'andamento dell'inflazione prevista (che deve convergere e restare al 2%; ora è a 1,8% nel 2023-24) e sull'inflazione sottostante osservata (che deve essere coerente con la convergenza al 2% nel medio termine);
  - prima del rialzo dei tassi devono essere fermati gli acquisti netti di titoli PEPP/APP (che ieri la BCE ha ribadito di voler continuare almeno fino a ottobre).
- La ritrovata reticenza di Lagarde sullo scenario dei tassi va letta in congiunzione con i ripetuti avvisi che **il 10 marzo il Consiglio direttivo effettuerà un riesame approfondito delle prospettive**, dal quale potrebbero forse scaturire anche modifiche al sentiero precedentemente annunciato per gli acquisti netti (possibilità a cui è stato indirettamente fatto cenno). L'accento posto sulla riunione di marzo indica che il dibattito interno si è fatto più acceso, e che l'opposizione al piano di dicembre non consente più alla Presidente di assumere impegni sullo scenario che vadano oltre l'immediato futuro. Tuttavia, **è incomprensibile che il piano di uscita venga messo in dubbio senza fissare dei paletti e precisare quali aspetti saranno cruciali per definire la direzione.**
- **Per il momento, l'analisi economica conferma la previsione di calo dell'inflazione nel corso del 2022**, sottolinea che la sorpresa al rialzo è dovuta soltanto a energia ed alimentari freschi e parla di rischi al rialzo per l'inflazione rispetto allo scenario di dicembre, "soprattutto nel breve termine". Inoltre, **viene ancora confermato che l'andamento dei salari è ancora molto moderato.** Il rischio che a marzo e giugno le previsioni di medio termine sull'inflazione si muovano ancora verso il 2% non è tanto legato allo shock energetico, ma semmai al calo della disoccupazione al 7%: il rafforzamento del mercato del lavoro potrebbe spingere al rialzo le previsioni di medio termine sulla dinamica salariale e sul costo del lavoro. Più difficile è valutare se e quando sarà soddisfatta la condizione retrospettiva sull'inflazione sottostante: sappiamo che molte misure di inflazione sottostante sono salite, perché lo ha detto la BCE stessa, ma pure che la BCE dovrà valutare se l'aumento è persistente.
- Supponiamo che le proiezioni di marzo o giugno certifichino che le condizioni per il rialzo dei tassi sono vicine a essere soddisfatte: di quanto potrebbe essere anticipata la chiusura dell'APP, in modo da evitare di legarsi le mani troppo a lungo? E quando? Con la formulazione attuale dell'indirizzo, essi proseguirebbero fino a ottobre incluso, e ci aspettavamo che continuassero fino al primo trimestre 2023. **Il Consiglio potrebbe decidere di ridurli a 20 miliardi mensili già nel terzo trimestre per fermare tutto dopo il 30 settembre.** L'impatto di mercato sarebbe modesto: l'offerta netta da assorbire sul mercato passerebbe da -35 a +7 miliardi nel secondo semestre 2022. In questo modo, la BCE avrebbe la strada libera per alzare i tassi il 27 ottobre o il 15 dicembre. Siamo però scettici che un annuncio del

genere sia fatto a marzo, appena tre mesi dopo l'annuncio del piano attuale e alla vigilia della chiusura del PEPP: più facile che, eventualmente avvenga il 9 giugno.

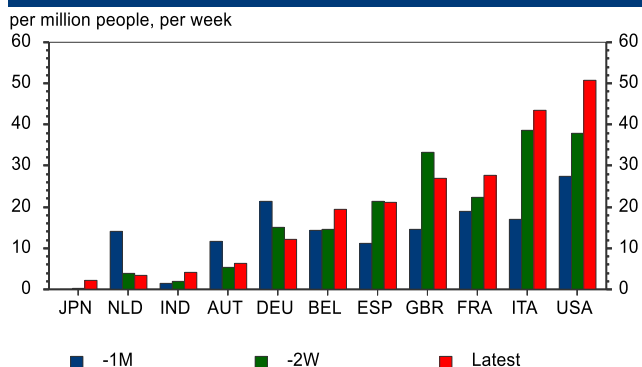
- I mercati scontano ora 42pb di rialzo entro il 15 dicembre, con un primo rialzo già prezzato l'8 settembre (+23pb). Ciò significa chiudere l'APP a giugno o luglio, dichiarando le condizioni per il rialzo dei tassi come realizzate il 9 giugno. Per ora continuiamo a ritenere più probabile un rialzo dei tassi nel 2023, sulla base di previsioni di riduzione dell'inflazione nel corso del 2022, con scenario di rischio più plausibile quello di primo rialzo a fine ottobre o metà dicembre.

**Bank of England:** dopo essere stata la prima Banca centrale del G7 ad alzare i tassi nell'era pandemica lo scorso dicembre, la BoE ha deciso un secondo rialzo da 25 punti base del tasso di riferimento. Ci aspettiamo altri tre rialzi da 25pb quest'anno.

- **La BoE ha alzato i tassi, come da attese**, da 0,25% a 0,50%, ma con una maggioranza stretta, di 5 membri su 9 (4 avrebbero preferito un rialzo più ampio, di 50pb). Per quanto riguarda il programma di acquisti, la Banca centrale **ha annunciato l'immediata cessazione del re-investimento dei titoli che giungono a scadenza**, indicando un programma per la vendita dei *corporate bond* che dovrà giungere a completamento attorno alla fine del 2023. La vendita dei titoli di Stato partirà invece solo dopo che il *bank rate* avrà raggiunto almeno l'1,00%. La BoE ha comunque ribadito che lo strumento chiave per l'aggiustamento di *policy* rimane il *bank rate*.
- Nel MPR aggiornato **sono state riviste al ribasso le previsioni di crescita** (da 5% a 3¼% quest'anno e da 1,5% a 1¼% il prossimo) **e al rialzo quelle di inflazione** (da 3,5% a 5¼% per la fine di quest'anno e da 2¼% a 2,5% per la fine del prossimo), **e qui si riassume il messaggio principale** che la BoE intende veicolare: **l'inflazione è salita e salirà più del previsto, per cui è necessario alzare i tassi e rimuovere progressivamente il QE** per riportarla a *target*, **ma la crescita sarà più debole delle attese**, sia a causa dell'effetto negativo sulla domanda della più elevata inflazione sia per il venir meno delle misure di sostegno delle politiche monetaria e fiscale che erano state introdotte per fronteggiare lo shock pandemico.
- **Come ha spiegato Bailey**, non bisogna pertanto pensare che il ciclo di aggiustamento sarà una restrizione poderosa: **"nei prossimi mesi sarà probabilmente necessaria un'ulteriore modesta restrizione monetaria", ma "sarebbe un errore... assumere che i tassi siano ora inevitabilmente su una lunga marcia al rialzo"**. Il mercato, infatti, ha ridimensionato le attese di rialzo dei tassi, togliendo approssimativamente un rialzo di 25pb da qui a metà dell'anno prossimo, assestandosi su un totale di cinque rialzi, di cui quattro quest'anno.
- **A nostro avviso, la BoE potrebbe attuare altri tre rialzi di 25pb quest'anno** (a maggio, agosto e novembre) e uno/due l'anno prossimo, avviando il programma di dismissione dei titoli di Stato tra la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo. Il livello particolarmente elevato dell'inflazione attesa (5¼% a fine anno, ma passando per un picco a 7¼% in aprile) rende infatti necessaria una sequenza di rialzi "rapida" concentrata su quest'anno, visto che lo strumento del *bank rate* è considerato prioritario rispetto allo smantellamento del QE.
- **Tuttavia**, alla luce delle più recenti dinamiche dei prezzi energetici, **l'incertezza dello scenario è inusualmente elevata** e la BoE aggiornerà di riunione in riunione la valutazione dello scenario di inflazione, **anche perché nel MPR di febbraio ha utilizzato un'assunzione piuttosto "forte" per le previsioni di crescita e inflazione, ovvero un profilo dei prezzi dell'energia in linea con i futures da qui a 6 mesi, ma costante successivamente, laddove i futures incorporano un calo dei prezzi al di là del breve periodo**. L'impiego di tale assunzione certifica una scelta di tipo prudenziale da parte della BoE, volta a dare priorità, ora, al rischio inflazione (che viene infatti giudicato verso l'alto) nel *trade-off* con la crescita. Se però il quadro generale dovesse modificarsi, rendendo più plausibile lo scenario di successivo calo dei prezzi energetici, la BoE potrebbe alleggerire il proprio intervento (eventualmente limitandosi a due rialzi quest'anno, con avvio verso fine anno del programma di vendita dei titoli di Stato).

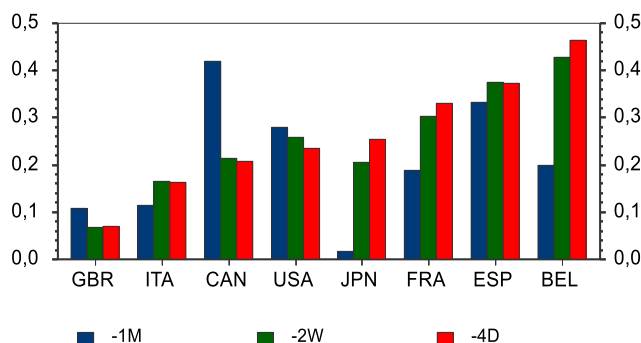
## Monitor dell'impatto COVID

### Mortalità da COVID-19



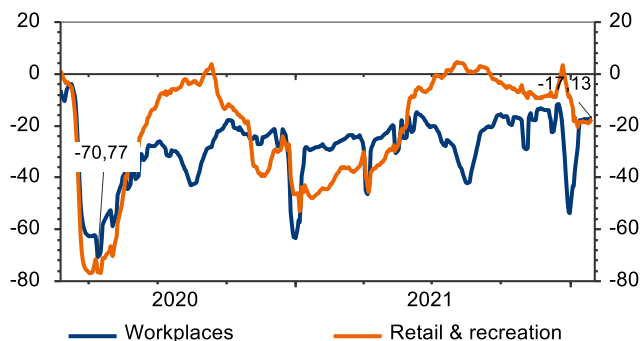
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



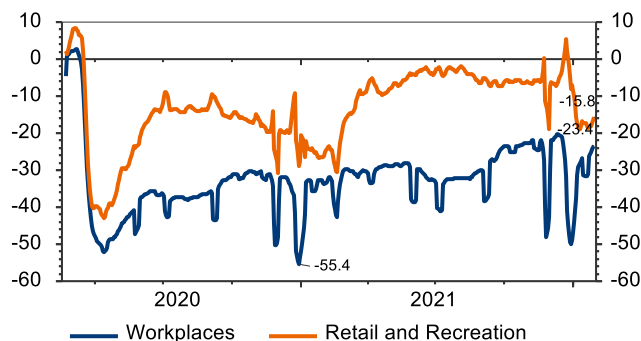
Fonte: OurWorldInData

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



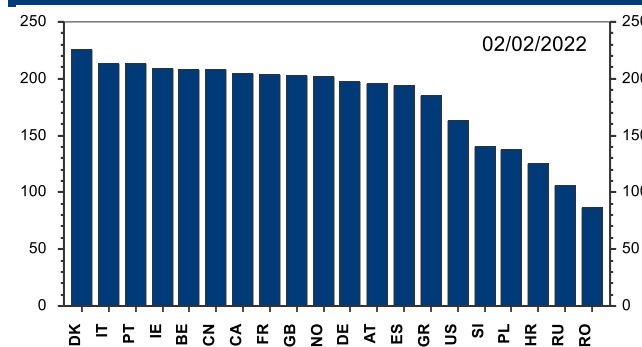
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. La produzione industriale di dicembre potrebbe aver visto una leggera crescita in Germania mentre è attesa in calo in Italia. In Germania, la seconda lettura dell'inflazione di gennaio dovrebbe confermare il rallentamento registrato nella stima flash, comunque su ritmi ancora elevati e superiori alle attese. In calendario anche l'aggiornamento d'inverno delle previsioni macroeconomiche della Commissione Europea.

Negli **Stati Uniti** ci sono pochi dati in uscita. Il CPI di gennaio catalizzerà l'attenzione dei mercati, con una previsione di rialzi ancora sostenuti e di nuovi massimi per l'inflazione. La bilancia commerciale di dicembre dovrebbe registrare un modesto ampliamento del deficit, confermando un contributo negativo delle esportazioni nette alla crescita di fine 2021. La fiducia dei consumatori di febbraio dovrebbe confermare la debolezza vista nei mesi recenti a causa dei timori per l'inflazione.

### Lunedì 7 febbraio

#### Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** è vista in lieve crescita a dicembre: stimiamo un recupero di 0,3% m/m a fronte di un calo di -0,2% in novembre. Se confermato, il dato di dicembre lascerebbe la produzione in salita di 0,8% t/t nel 4° trimestre. Le indagini congiunturali suggeriscono un nuovo aumento per l'output a gennaio, sulla scia di una possibile attenuazione dei colli di bottiglia all'offerta.

### Martedì 8 febbraio

#### Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** a dicembre dovrebbe registrare un deficit di -82,5 mld di dollari, dopo -80,2 mld di novembre, sulla scia di incrementi dei flussi di beni di 1,4% m/m per l'export e di 2% m/m per le importazioni. I dati dovrebbero confermare il contributo moderatamente negativo del canale estero alla crescita di fine 2021, in un contesto di netta ripresa degli scambi commerciali.

### Mercoledì 9 febbraio

- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa in calo a dicembre, dopo il balzo di +1,9% m/m registrato il mese precedente. Vediamo una correzione di mezzo punto percentuale su base mensile. La flessione potrebbe proseguire a gennaio, sulla scia dei rincari delle materie prime energetiche nonché della accelerazione dell'ondata pandemica. Dovrebbe comunque trattarsi di una pausa all'interno di un trend ancora espansivo per l'industria.

### Giovedì 10 febbraio

#### Area euro

- La **Commissione Europea** pubblica le **previsioni macroeconomiche d'inverno**. L'aggiornamento ad interim di febbraio (che non include le proiezioni sugli indicatori di finanza pubblica) potrebbe evidenziare una nuova revisione al ribasso delle previsioni sulla crescita del PIL nel 2022, intorno al 4%, dopo quella già effettuata in autunno quando si stimava una crescita del 4,3%. Potrebbero essere invece riviste verso l'alto le previsioni per il 2023, probabilmente intorno al 2,5% dal 2,3% precedente. Il nostro scenario, dopo il 5,2% registrato nel 2021, include un'espansione al 3,9% nell'anno in corso e al 2,6% in quello successivo. È inoltre probabile una ampia revisione al rialzo delle stime di inflazione, che tre mesi fa si attestavano al 2,2% per il 2022 e all'1,4% per il 2023.

## Stati Uniti

- Il **CPI** di gennaio è atteso in aumento di 0,4% m/m (7,2% a/a), dopo 0,5% m/m di dicembre. L'indice **core** dovrebbe aumentare di 0,5% m/m (5,9% a/a), segnalando solo un marginale ridimensionamento dopo 0,6% m/m. L'inflazione, sia headline sia core, dovrebbe toccare i massimi dal 1982. I beni dovrebbero ancora registrare variazioni sostenute, con le auto usate in rialzo solido, intorno a 0,8% m/m, ma più contenuto rispetto ai mesi precedenti e dovuto agli effetti della destagionalizzazione. Le scorte di auto usate si sono normalizzate, con indicazioni di probabile rallentamento della dinamica dei prezzi nei prossimi mesi (37,3% a/a a dicembre). Nei servizi, l'abitazione dovrebbe mantenersi su un trend compreso fra 0,3% e 0,4% m/m per via dell'accelerazione degli affitti. Le tariffe aeree dovrebbero essere ancora deboli per via di Omicron, mentre per la ristorazione gli effetti della nuova ondata pandemica sono relativamente moderati in termini di domanda, ma significativi in termini di offerta, con probabili persistenti pressioni verso l'alto sui prezzi. L'indice core dovrebbe registrare aumenti mediamente compresi fra 0,3% e 0,4% m/m nella prima metà dell'anno, mantenendo l'inflazione core prevista a fine anno vicina al 3% a/a anche ipotizzando un sentiero particolarmente favorevole, con rialzi mensili contenuti nella seconda metà del 2022.

## Venerdì 11 febbraio

### Area euro

- **Germania.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di gennaio dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua in discesa a 4,9% sull'indice nazionale da 5,3% di dicembre e a 5,1% sull'indice armonizzato UE da 5,7% precedente. Sul mese i listini dovrebbero essere confermati in aumento di quattro decimi sull'indice nazionale e di nove sull'armonizzato. Stimiamo una media 2022 al 3,5% dopo il 3,1% registrato lo scorso anno. I rischi sulla previsione restano al rialzo.

### Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a febbraio (prel.) dovrebbe essere poco variata, a 67,5, circa in linea con il livello debole di gennaio (67,2), sui minimi dal 2011, spinto verso il basso sia dalle condizioni correnti sia dalle aspettative. Le famiglie sono preoccupate per l'inflazione e per le prospettive del reddito reale; sono pessimiste riguardo alla politica economica e ai rischi geopolitici. Le aspettative di inflazione dovrebbero confermare i livelli elevati visti a gennaio, con 4,9% per l'orizzonte a 1 anno (massimo dal 2008) e a 3,1% per quello a 5 anni (massimo dal 2011).

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (7 – 11 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	7/2	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	gen	53.1			
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	dic	-0.2	% -0.3	0.3	
Mar	8/2	00:00	CN	Riserve in valuta estera		gen	3.250	1000Mld \$	3.260	
		00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	dic	-1.3	%	0.3	
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		dic	4.8	%		
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		dic	12.5	%		
		14:30	USA	Bilancia commerciale		dic	-80.2	Mld \$	-82.9	-82.5
Mer	9/2	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		dic	10.9	Mld €	10.0	
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	dic	1.9	%	-0.6	-0.5
Gio	10/2	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	238	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.628	Mln		
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		gen	5.5	%	5.9	5.9
		14:30	USA	CPI a/a		gen	7.0	%	7.2	7.2
		14:30	USA	CPI m/m	*	gen	0.5	%	0.4	0.4
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	gen	0.6	%	0.5	0.5
Ven	11/2	00:00	CN	M2 a/a	*	gen	9.0	%		
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	gen	1130	Mld ¥ CN		
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	gen	2370	Mld ¥ CN		
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	dic	1.0	%		
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		dic	-11.3	Mld £		
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		dic	-5.7	Mld £		
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	gen	prel 0.9	%	0.9	0.9
		08:00	GER	CPI a/a finale		gen	prel 4.9	%	4.9	4.9
		08:00	GER	IPCA a/a finale		gen	prel 5.1	%	5.1	5.1
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	gen	prel 0.4	%	0.4	0.4
		10:30	GB	PIL t/t 1a stima	*	T4	1.1	%	1.1	
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		feb	67.2		67.6	67.5

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 (7 – 11 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	8/2	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)	
Mer	9/2	14:10	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		16:30	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		18:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
Gio	10/2	11:00	EUR	* La Commissione Europea pubblica le Previsioni Economiche d'Inverno
		13:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		21:15	GB	* Discorso di Bailey (BoE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

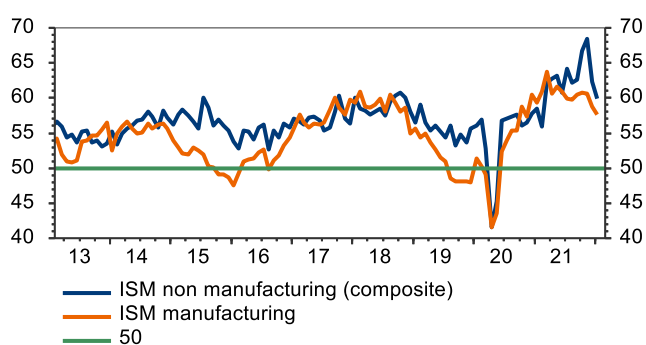
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI (Chicago)	gen	64.3 <del>(63.1)</del>		61.7	65.2
Markit PMI Manif. finale	gen	55.0			55.5
Spesa in costruzioni	dic	0.6 <del>(0.4)</del>	%	0.6	0.2
Indice ISM manifatturiero	gen	58.8 <del>(58.7)</del>		57.5	57.6
Nuovi occupati: stima ADP	gen	776 <del>(807)</del>	x1000	207	-301
Richieste di sussidio	settim	261 <del>(260)</del>	x1000	245	238
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.672 <del>(1.675)</del>	Mln	1.620	1.628
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T4	9.3 <del>(9.6)</del>	%	1.5	0.3
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. prelim	T4	-5.0 <del>(-5.2)</del>	%	3.2	6.6
Markit PMI Composito finale	gen	50.8			51.1
Markit PMI Servizi finale	gen	50.9			51.2
Indice ISM non manifatturiero composito	gen	62.3 <del>(62.0)</del>		59.5	59.9
Ordinativi industriali m/m	dic	1.8 <del>(1.6)</del>	%	-0.2	-0.4
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	dic	-0.9	%		-0.7
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	dic	0.4	%		0.6
Tasso di disoccupazione	gen	3.9	%	3.9	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	gen	199	x1000	150	
Salari orari m/m	gen	0.6	%	0.5	

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

L'**ISM manifatturiero** ha mostrato un calo contenuto a gennaio, da 58,8 a 57,6, con correzioni per ordini (a 57,8), produzione (a 57,8) e tempi di consegna (a 56,4). Invece gli indici di occupazione e dei prezzi sono aumentati a 54,5 e 76,1 (+7,9 punti), rispettivamente. Il settore rimane caratterizzato da una domanda forte e da un'offerta insufficiente, anche se emerge qualche segnale di miglioramento, sia per i tempi di consegna sia per gli occupati.

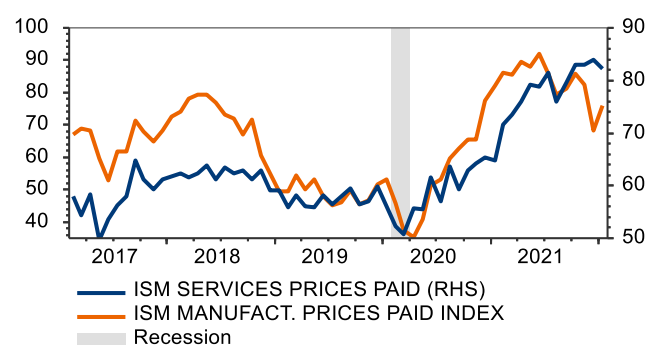
L'**ISM dei servizi** a gennaio ha registrato una flessione a 59,9 da 62,3 di dicembre, con cali dei sotto-indici di attività (a 59,9 da 68,3), ordini (a 61,7 da 62,1), occupazione (a 53,2 da 54,7) e prezzi pagati (a 82,3 da 83,9, sempre su massimi storici). Scorte e tempi di consegna indicano strozzature all'offerta in ulteriore aumento. La crescita rimane solida, nonostante Omicron, con una domanda forte e segnali di persistente scarsità di offerta di beni e lavoro e aumenti dei prezzi.

#### Indici ISM: correzione transitoria per Omicron



Fonte: Refinitiv-Datastream

#### Indici dei prezzi pagati sempre elevati



Fonte: Refinitiv-Datastream

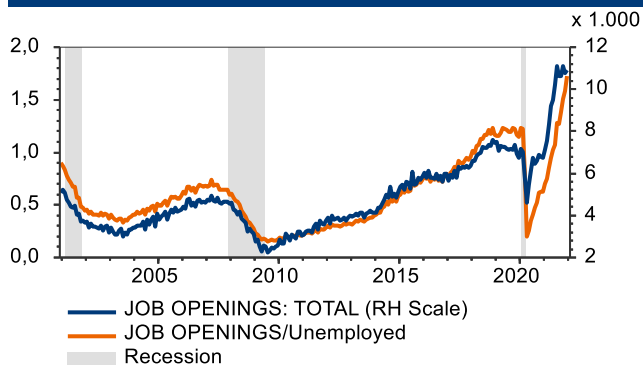
Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 29 gennaio sono calate a 238 mila, da 261 mila della settimana precedente e sono vicini alla media del 2019. Anche i sussidi esistenti restano in flessione e al 22 gennaio scendono a 1,628 mln, in linea con una domanda di lavoro sempre molto robusta.

L'indagine dei **Job Openings and Labor Turnover** di dicembre riporta 10,6 mln di posizioni aperte, in marginale calo da novembre e sempre superiori al numero di disoccupati. Le assunzioni sono



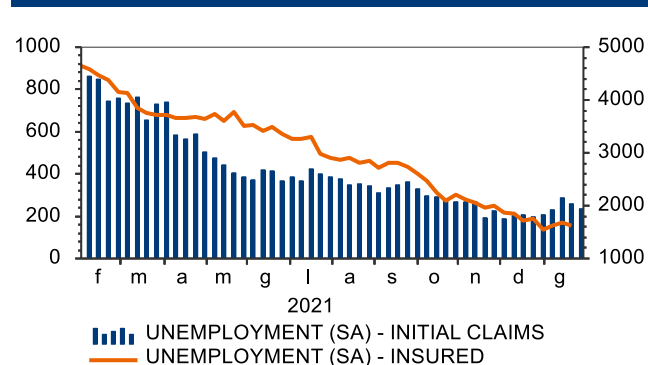
poco variate, a 6,7 mln, mentre le dimissioni volontarie, a 4,3 mln, restano vicine al massimo storico di novembre (4,5 mln), segnalando persistente eccesso di domanda in molti settori.

#### Le posizioni aperte restano su massimi storici e al di sopra del numero di disoccupati a dicembre



Fonte: Refinitiv-Datastream

#### Nuovi sussidi di disoccupazione coerenti con un mercato del lavoro alla piena occupazione



Fonte: Refinitiv-Datastream

La **spesa in costruzioni** a dicembre è aumentata marginalmente (0,2% m/m) per via di una correzione nella componente pubblica. La spesa privata ha invece segnato un rialzo solido di 0,7% m/m, grazie alla variazione di 1,1% m/m dell'edilizia residenziale.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	dic	1.9	%	2.7	1.4
Produzione industriale m/m prelim	dic	7.0	%	-0.8	-1.0
Fiducia delle famiglie	gen	39.1			36.7
Job to applicant ratio	dic	1.15		1.16	1.16
Tasso di disoccupazione	dic	2.8	%	2.8	2.7
PMI manifatturiero finale	gen	54.6			55.4

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

Il **tasso di disoccupazione** è sceso a 2,7% a dicembre (consenso: 2,8%), da 2,8% di novembre, con aumenti degli occupati e della forza lavoro di 49 mila e 43 mila, rispettivamente. Il **jobs to applicant ratio** è aumentato marginalmente a 1,16.

Il **PMI manifatturiero finale** a gennaio è stato rivisto ampiamente al rialzo, a 55,4, da 54,6 della lettura preliminare, con l'indice di produzione sui massimi dal 2014 e aumenti per ordini, ordini inevasi e occupazione. La percentuale elevata di popolazione vaccinata (80%) e la recente svolta della curva dei contagi contribuiscono alla riaccelerazione della crescita attesa a inizio 2022.

La **produzione industriale** a dicembre (prel.) ha registrato una correzione di -1% m/m, con segnali modestamente positivi in alcuni settori (auto, energia), e aspettative di ripresa a inizio 2022. L'indagine del METI riporta previsioni di incrementi di 5,2% m/m e 2,2% m/m a gennaio e febbraio, rispettivamente.

Le **vendite al dettaglio** di dicembre sono aumentate di 1,4% a/a, al di sotto delle aspettative di consenso.

La **fiducia delle famiglie** a gennaio ha corretto a 36,7 da 39,1, sulla scia di minore ottimismo riguardo al mercato del lavoro e alla crescita del reddito.

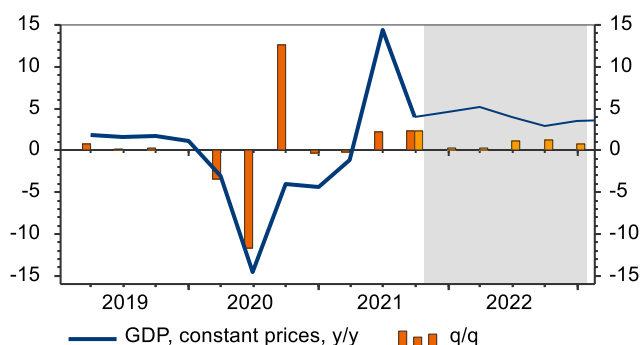
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PIL t/t 1a stima	T4	2.3	<del>(2.2)</del>	%	0.3	0.3
EUR	PIL a/a 1a stima	T4	3.9		%	4.7	4.6
EUR	PMI manifatturiero finale	gen	59.0			59.0	58.7
EUR	Tasso di disoccupazione	dic	7.1	<del>(7.2)</del>	%	7.1	7.0
EUR	CPI a/a stima flash	gen	5.0		%	4.4	5.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	gen	2.7		%	2.0	2.5
EUR	PMI servizi finale	gen	51.2			51.2	51.1
EUR	PMI composito finale	gen	52.4			52.4	52.3
EUR	PPI a/a	dic	23.7		%	26.1	26.2
EUR	Vendite al dettaglio m/m	dic	1.0		%	-0.5	-3.0
FRA	PMI manifatturiero finale	gen	55.5			55.5	55.5
FRA	PMI servizi finale	gen	53.1			53.1	53.1
FRA	Occupati non agricoli prelim	T4	0.4		%		0.5
FRA	Produzione industriale m/m	dic	-0.5	<del>(-0.4)</del>	%	0.5	-0.2
GER	IPCA m/m prelim	gen	0.3		%	-0.4	0.9
GER	IPCA a/a prelim	gen	5.7		%	4.7	5.1
GER	CPI (Lander) a/a prelim	gen	5.3		%	4.3	4.9
GER	CPI (Lander) m/m prelim	gen	0.5		%	-0.3	0.4
GER	Vendite al dettaglio a/a	dic	0.5	<del>(-2.9)</del>	%	1.1	0.0
GER	Vendite al dettaglio m/m	dic	0.8	<del>(0.6)</del>	%	-1.4	-5.5
GER	PMI manifatturiero finale	gen	60.5			60.5	59.8
GER	Tasso di disoccupazione	gen	5.2		%	5.2	5.1
GER	Variazione n° disoccupati	gen	-29	<del>(-23)</del>	x1000	-6	-48
GER	PMI servizi finale	gen	52.2			52.2	52.2
GER	Ordini all'industria m/m	dic	3.6	<del>(3.7)</del>	%	0.5	2.8
ITA	PIL a/a prelim	T4	3.9		%	6.2	6.4
ITA	PIL t/t prelim	T4	2.6		%	0.5	0.6
ITA	PMI manifatturiero	gen	62.0			61.0	58.3
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	dic	9.1	<del>(9.2)</del>	%	9.2	9.0
ITA	IPCA m/m prelim	gen	0.5		%	-0.9	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	gen	3.9		%	3.8	4.8
ITA	IPCA a/a prelim	gen	4.2		%	4.0	5.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	gen	0.4		%		1.6
ITA	PMI servizi	gen	53.0			50.0	48.5
SPA	IPCA a/a prelim	gen	6.6		%	5.5	6.1

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

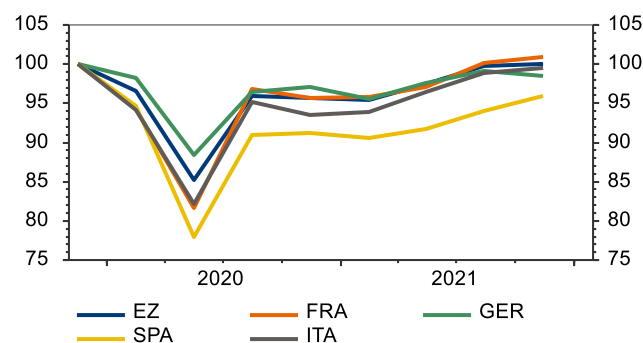
**Area euro.** Nel 4° trimestre 2021 il **PIL** è cresciuto di 0,3% t/t (4,6% a/a) da 2,3% t/t precedente; l'economia ha così recuperato i livelli di attività pre-COVID. Alla luce dei dati nazionali disponibili il ritmo di crescita più vivace è stato registrato in Spagna (2% t/t), dove però il divario rispetto ai livelli precedenti alla pandemia è ancora ampio (-4%). Il PIL è cresciuto anche in Francia (0,7%), Italia (0,6% t/t), Belgio (0,5% t/t) e soprattutto Portogallo (1,6% t/t), mentre è calato in Germania (-0,7% t/t); è stata invece l'economia austriaca, penalizzata dal *lockdown* di novembre, a registrare la più ampia flessione (-2,2% t/t). Al momento non è ancora disponibile lo spaccato per componenti di domanda, ma i primi dati disponibili suggeriscono che nel 4° trimestre i consumi privati potrebbero avere subito una modesta contrazione a fronte di un rimbalzo per gli investimenti fissi. **Dopo il rallentamento di fine 2021, difficilmente assisteremo ad una riaccelerazione della crescita a inizio 2022, che è attesa rimanere debole.** La ripresa dovrebbe aver, infatti, perso vigore tra dicembre e gennaio per via della risalita dei contagi; l'attività dovrebbe rimbalzare con il ridimensionamento del rischio sanitario, ma il rincaro delle tariffe energetiche e dei prezzi al consumo potrebbe continuare a pesare sulla crescita almeno fino alla primavera quando, anche per ragioni stagionali, dovrebbero farsi meno vincolanti. La ripresa dovrebbe quindi riaccelerare nei trimestri centrali dell'anno: **dopo il 5,2% registrato nel 2021 prevediamo un'espansione, in media annua, al 3,9% nel 2022 e al 2,6% nel 2023.**

### Area euro: la ripresa dovrebbe rimanere fiacca a cavallo d'anno, prima di riaccelerare nei trimestri centrali del 2022



Fonte: Eurostat, Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

### La Spagna dispone del maggior potenziale di recupero, è quindi attesa registrare ritmi più vivaci rispetto agli altri Paesi nel 2022

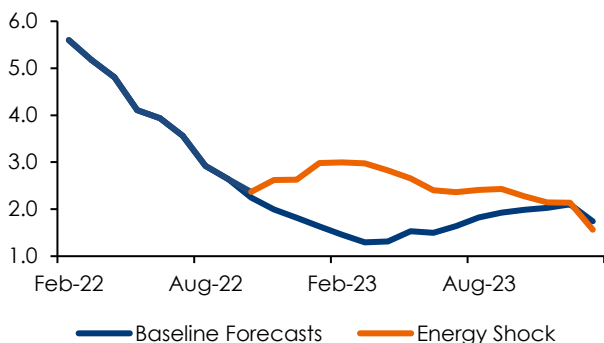


Nota: 2019Q4 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Refinitiv-Datastream

L'**inflazione** è cresciuta di un decimo nel mese di gennaio, a 5,1% a/a (mentre il consenso si attendeva un rallentamento a 4,4%): si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili ovvero almeno dal 1998. Il rialzo della componente energetica (a 28,6% a/a da 25,9% precedente) e le strozzature all'offerta, il cui contributo sull'inflazione di questo mese è stimato intorno a +0,4%, hanno più che compensato la spinta ribassista dovuta ad effetti base favorevoli. In prospettiva, riteniamo che il trend nel corso dell'anno sarà discendente; tuttavia il ritorno sotto la soglia del 2%, nella migliore delle ipotesi, è previsto solamente da dicembre 2022. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia è calato meno delle attese, al 2,5% a/a dal 2,7% precedente; la flessione riflette il rallentamento tendenziale dei beni manufatti, al 2,3% dal 2,9% di dicembre. I servizi (la componente principale dell'indice sottostante) sono risultati stabili al 2,4% a/a. Sul fronte degli effetti delle "strozzature all'offerta", ci sono segnali di lieve attenuazione, ma l'incertezza rimane alta e correlata all'andamento del quadro sanitario. Continuiamo a ritenere che i colli di bottiglia avranno un impatto ritardato sui prezzi dei beni manufatti, che toccherà un massimo nel 2° trimestre 2022 e che contribuirà per almeno lo 0,4% alla crescita dell'inflazione media annua nel 2022.

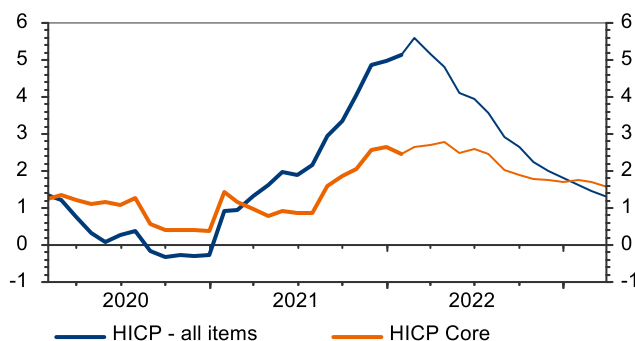
I dati sulla crescita dei prezzi alla produzione e le indicazioni sui prezzi di vendita che emergono dalle indagini di fiducia segnalano che **aumenta la tentazione per le imprese di trasferire a valle i rincari dei costi degli input**. I salari però sono ancora poco reattivi alle dinamiche occupazionali, e il costo del lavoro per unità di prodotto rimane ampiamente sotto controllo. In altre parole, al momento **non vi sono segnali preoccupanti di attivazione di un circolo vizioso tra minor slack nel mercato del lavoro, salari e prezzi**. L'aumento del prezzo del gas naturale e il conseguente effetto di trascinamento sul petrolio manterranno la crescita dei listini energetici a due cifre sino al trimestre estivo. Tuttavia, una replica degli shock energetici dell'anno passato nel 2022 rallenterebbe la discesa dell'energia e sposterebbe verso l'alto il profilo dell'inflazione a cavallo fra 2022 e 2023, con ritorno sotto la soglia del 2% solamente da gennaio 2024. **Secondo le nostre previsioni, nel 2022 in media d'anno l'indice generale dei prezzi dovrebbe crescere di 3,6%, in accelerazione dal 2,6% stimato nel 2021**; anche la componente core vedrà un'accelerazione, intorno al 2,3% nel 2022 dall'1,5% registrato lo scorso anno. In ogni caso, la dinamica generale dipenderà molto anche dalla forza e dalla persistenza degli shock dal lato dell'energia: i rischi sullo scenario previsivo restano al rialzo, in un contesto di ampia incertezza.

**Una replica degli shock energetici del 2021 manterrebbe l'inflazione headline sopra il 2% almeno sino al 4° trimestre 2023**



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

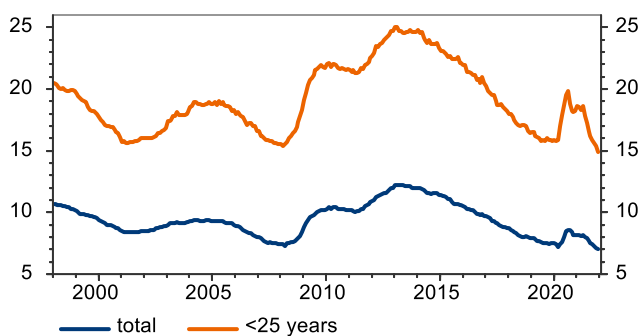
**Dinamica dei prezzi: previsioni Intesa Sanpaolo**



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

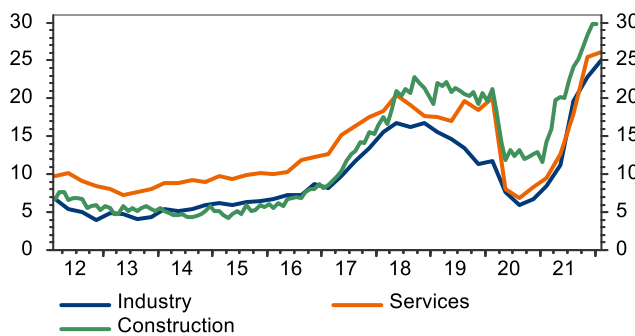
Il **tasso di disoccupazione** a dicembre è calato a 7,0% da 7,1% (rivisto al ribasso di un decimo), toccando un minimo storico dall'inizio delle rilevazioni nel 1995. Nel mese le persone in cerca di occupazione sono calate di 185 mila unità, chiudendo il 2021 con una flessione complessiva di oltre 1,8 milioni, che ha permesso un calo del tasso di disoccupazione di oltre un punto percentuale nel corso dell'anno. I segnali dalle indagini suggeriscono che la domanda di lavoro da parte delle imprese è ancora solida e che il rallentamento ciclico a cavallo d'anno non dovrebbe aver frenato in maniera significativa le assunzioni; al contrario emergono segnali di difficoltà nel reperire manodopera, diffuse a tutti i settori, a livelli record. Il gap in termini di attività dovrebbe essere stato quasi completamente colmato perciò, a meno di ulteriori progressi nella partecipazione, il calo del tasso di disoccupazione nel corso del 2022 dovrebbe rallentare, prevediamo al 6,9% in media annua. Un contesto di eccesso di domanda anche nel mercato del lavoro (oltre che in quello dei beni) potrebbe generare pressioni al rialzo sulla dinamica salariale, che al momento non mostra segnali di surriscaldamento ma che sarà un fattore chiave da monitorare per valutare le prospettive di inflazione, e di politica monetaria, tra il 2022 e il 2023.

**Il tasso di disoccupazione tocca nuovi minimi storici...**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Refinitiv-Datastream

**... e si aggravano le difficoltà nel reperire manodopera, che potrebbero spingere al rialzo anche i salari**

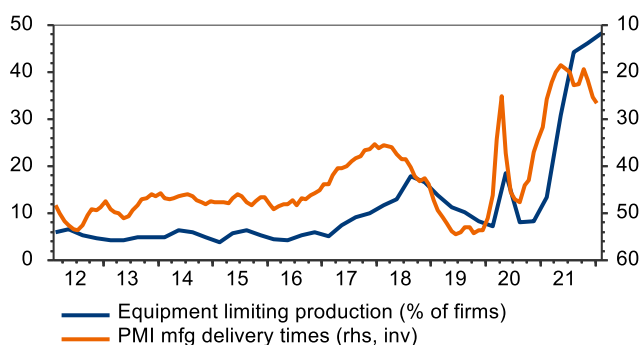


Nota: % di imprese che riportano la mancanza di personale come elemento che limita l'attività. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea, Refinitiv-Datastream

L'indice **PMI manifatturiero** è stato rivisto al ribasso a gennaio, a 58,7 da 59 della stima flash, comunque ancora in crescita dal 58 di dicembre. La lettura è stata confermata a 55,5 in Francia (sostanzialmente stabile rispetto al 55,6 del mese precedente) e limata a 59,8 da 60,5 in Germania (57,4 a dicembre). In Italia l'indice PMI manifatturiero è calato al minimo da febbraio 2021: a 58,3 da 62 di dicembre; mentre in Spagna è rimasto stabile a 56,2. Le revisioni non

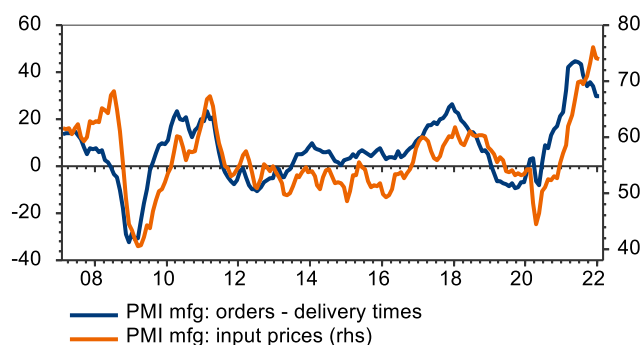
modificano comunque le indicazioni già emerse dalle stime flash di riaccelerazione dell'attività produttiva e del flusso di ordinativi in entrata a fronte di un allentamento delle tensioni all'offerta. Rallenta, infatti, la crescita delle commesse inevase e dei tempi di consegna, ma i livelli degli indici restano coerenti con un contesto ancora molto teso. L'attenuamento, seppur contenuto, delle strozzature sembra comunque riflettersi sulla crescita dei prezzi degli input produttivi (l'indice relativo resta su livelli storicamente elevati ma sui minimi dallo scorso aprile). Accelera invece la crescita dei listini di vendita, un segnale che le imprese stanno trasferendo i maggiori costi a valle della catena produttiva e che i rischi per l'inflazione nel corso del 2022 sono ancora al rialzo. Le indagini PMI di gennaio sembrano dunque suggerire come le filiere produttive in Eurozona non siano state, almeno per il momento, significativamente perturbate dalla diffusione su scala globale della variante Omicron. È comunque possibile che le strozzature nei porti cinesi, congiuntamente al Capodanno Lunare, possano riverberarsi sulla tornata di indagini di febbraio, che potrebbero anche risentire del forte rincaro dei prezzi energetici soprattutto nei paesi più vulnerabili come l'Italia. In sintesi, nella manifattura le condizioni di domanda restano solide, ma le problematiche all'offerta restano acute e verosimilmente continueranno a limitare l'attività anche a inizio 2022.

#### Il PMI manifatturiero offre indicazioni di allentamento delle strozzature che restano però acute...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit, Commissione Europea, Refinitiv-Datastream

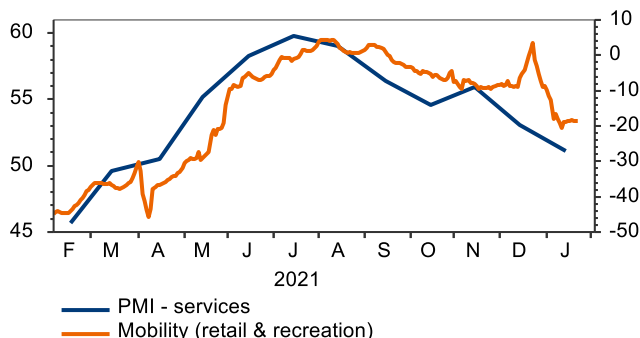
#### ... le tensioni lungo le filiere produttive saranno cruciali anche per le pressioni sui prezzi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit, Refinitiv-Datastream

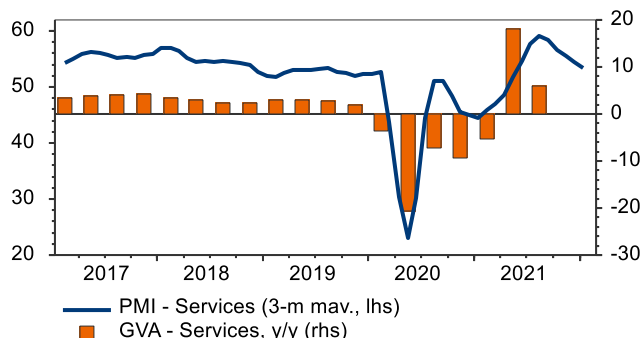
Anche l'indice **PMI dei servizi** è stato limato rispetto alle stime flash, a 51,1 da 51,2 (53,1 a dicembre) che, con la modifica del dato manifatturiero, implica una marginale revisione di un decimo anche dell'indice composito a 52,3, in calo da 53,3 del mese precedente. Le letture tedesche e francesi non hanno subito modifiche rispetto alle stime flash mentre le stime in Italia e in Spagna hanno evidenziato una marcata flessione su livelli coerenti con una decisa contrazione dell'attività nel settore a inizio 2022. In Italia infatti l'indice PMI dei servizi è calato a 48,5 da 53, un minimo dallo scorso aprile, mentre in Spagna è sceso a 46,6 da 55,8, il livello più basso da febbraio 2021. Le indagini riportano un indebolimento della domanda dovuta alla risalita dei contagi ma le imprese rimangono comunque ottimistiche offrendo quindi indicazioni incoraggianti sull'attività una volta ridimensionato il rischio sanitario. La tornata di indagini di febbraio potrebbe quindi offrire segnali di ripresa ma al momento i dati sulla mobilità non sono ancora coerenti con una significativa riaccelerazione nei servizi.

**La risalita dei contagi riflessa nei dati di mobilità ha penalizzato i servizi a gennaio**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Google, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

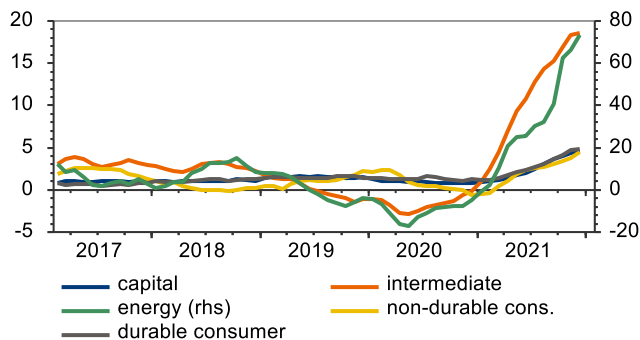
**L'attività nel terziario dovrebbe risultare fiacca a cavallo d'anno**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit, Eurostat, Refinitiv-Datastream

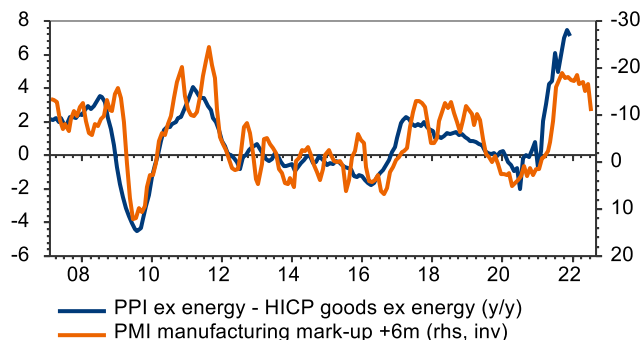
A dicembre il **PPI** è cresciuto di 2,9% m/m, in accelerazione dall'1,8% m/m registrato a novembre. L'inflazione dei prezzi alla produzione ha raggiunto quindi un nuovo massimo storico, al 26,2% a/a da 23,7% precedente. Come nei mesi precedenti è ancora l'energia a guidare la crescita dei costi (7% m/m, 73,4% a/a), ma il rincaro risulta diffuso anche alle altre componenti. Al netto dell'energia, infatti, la crescita del PPI rallenta modestamente a 0,5% m/m da 0,9% precedente ma la tendenza annua resta sostenuta (10% a/a da 9,8%), e diffusa a tutte le tipologie di beni. Le più recenti indagini congiunturali riportano un attenuamento delle pressioni sui prezzi degli input a inizio anno ma il rincaro dovrebbe essere comunque proseguito anche a gennaio e la dinamica corrente dei prezzi alla produzione nell'industria conferma i rischi al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita nel 2022. Nel caso in cui i produttori non fossero in grado di trasferirli agli utilizzatori finali, i maggiori costi, energetici e degli input, potrebbero risultare insostenibili e spingere le imprese a interrompere la produzione, mentre l'erosione dei margini potrebbe frenare gli investimenti fissi.

**L'inflazione dei prezzi alla produzione è trainata da energia e beni intermedi ma i rincari sono generalizzati**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Refinitiv-Datastream

**Le imprese stanno iniziando a trasferire i maggiori costi agli utilizzatori finali ma i margini dovrebbero comunque risentirne**

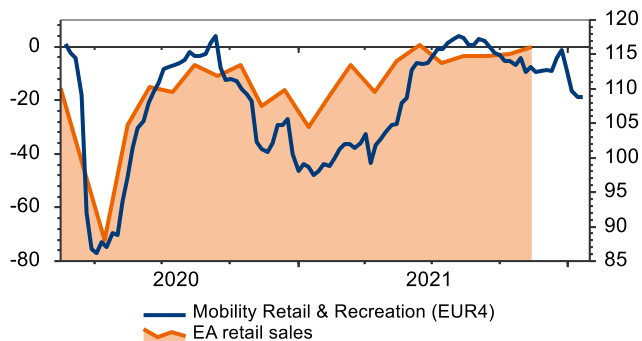


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

A dicembre le **vendite al dettaglio** sono calate di -3% m/m dopo essere cresciute dell'1% il mese precedente. La variazione tendenziale è rallentata a 2% da 8,2% precedente. Nel mese ha pesato la risalita dei contagi che ha frenato la mobilità verso gli esercizi commerciali, ma potrebbe aver avuto un ruolo anche il rincaro dei prezzi. Diversamente da quanto avvenuto durante le precedenti ondate pandemiche, la flessione è risultata infatti generalizzata a tutti i comparti, compresi gli alimentari e quelli compiuti attraverso il canale online, che di norma sono positivamente correlati con la crescita dei contagi. I primi dati di contabilità nazionale

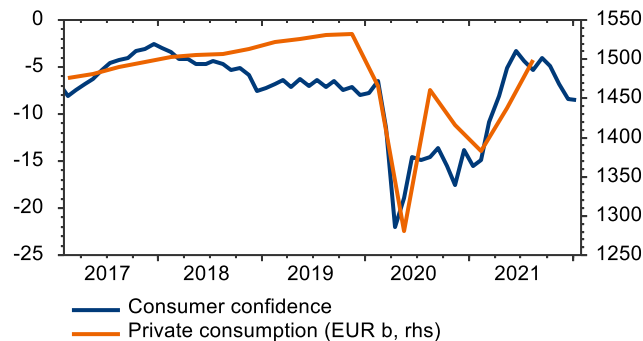
suggeriscono che nel 4° trimestre i consumi privati hanno subito una contrazione e sono attesi sostanzialmente stagnanti anche a inizio anno, ancora penalizzati dal contesto sanitario e inflattivo.

#### I dati di mobilità suggeriscono che le vendite al dettaglio dovrebbero essere calate anche a gennaio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Google

#### I consumi privati potrebbero aver subito una contrazione nel 4° trimestre, e dovrebbero rimanere fiacchi anche a inizio 2022



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea, Refinitiv-Datastream

**Germania.** A gennaio, la **stima flash** ha mostrato una flessione dell'**inflazione** sia sull'indice nazionale, al 4,9% dal 5,3%, che sull'armonizzato, al 5,1% da 5,7% precedente. I dati sono stati comunque superiori alle attese. Rispetto al mese di dicembre, i prezzi al consumo sono cresciuti di quattro decimi sulla misura domestica e nove sull'armonizzato. Il rialzo di gennaio è spiegato principalmente dall'aumento dei prezzi dell'energia (a 20,5% da 18,3% precedente). In sintesi, l'inflazione è attesa salire al 3,5% in media nel 2022.

**Italia. Nel 4° trimestre 2021, il PIL è cresciuto dello 0,6% t/t.** Si tratta di un significativo rallentamento rispetto ai due trimestri precedenti (2,7% nei mesi primaverili, 2,6% in estate), ma il dato è lievemente più forte delle aspettative di consenso (e delle nostre attese). A fine anno, la variazione tendenziale (rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente) è salita a 6,4%, dal 4% del 3° trimestre. Soprattutto, per via di una revisione sui dati dei trimestri precedenti, **l'anno 2021 ha fatto segnare un rimbalzo superiore alle attese, pari a 6,5%** dopo il crollo vicino a -9% visto nel 2020.

A fine 2021, **l'economia italiana resta inferiore di appena mezzo punto percentuale rispetto ai livelli pre-pandemici.** Tra le quattro principali economie dell'eurozona, solo la Francia ha fatto meglio, sia nel confronto con i livelli di fine 2019 (+0,9%), sia nella crescita 2021 (7%).

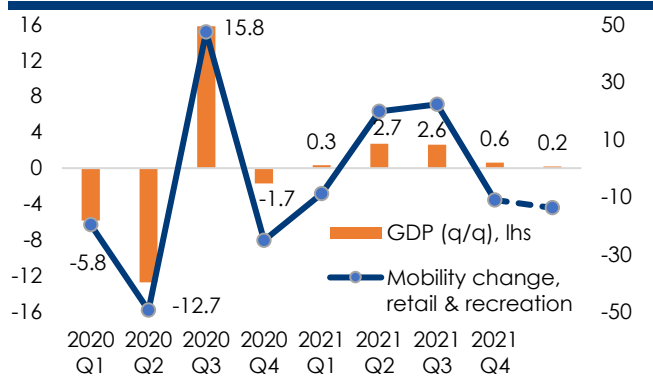
L'Istat ha comunicato che l'incremento del PIL nel 4° trimestre è dovuto all'aumento del valore aggiunto sia nei servizi che nell'industria (a fronte di una diminuzione nell'agricoltura). **Pensiamo che i servizi siano stati la ragione principale del rallentamento rispetto ai trimestri centrali dell'anno** (mentre il contributo dell'industria dovrebbe essere risultato vicino a quello dei mesi precedenti).

Dal lato della domanda, il comunicato-stampa dell'Istat riporta che c'è stato un apporto positivo della domanda interna (al lordo delle scorte), mentre il commercio estero ha frenato il PIL. Ciò non è sorprendente, in quanto i dati mensili sul commercio di beni mostrano che le importazioni stanno aumentando a un ritmo più veloce delle esportazioni. In ogni caso, dal lato della domanda domestica, **pensiamo che gli investimenti delle imprese possano essere cresciuti a un ritmo più sostenuto dei consumi delle famiglie** (frenati dalla minore spesa per servizi aggregativi, nonché da un iniziale impatto dello shock energetico).

In sintesi, **il dato è migliore delle nostre attese. Tuttavia, il trend nel corso del trimestre dovrebbe essere stato decrescente**, con un'attività economica resiliente in ottobre e novembre, e in deciso rallentamento a dicembre. **Questa tendenza sembra essersi intensificata a gennaio**, quando la recrudescenza dell'ondata pandemica ha causato con ogni probabilità una contrazione dell'attività economica. Il calo degli indici di mobilità (in particolare verso gli esercizi commerciali e i luoghi ricreativi, attorno a -20% rispetto alla norma) segnala il rischio che il PIL nel 1° trimestre 2022 sia più debole che a fine 2021: per evitare questa eventualità, **occorrerebbe un ampio rimbalzo in febbraio e marzo, uno scenario coerente solo con un rapido rientro dell'ondata pandemica. Inoltre, lo shock energetico non sembra aver dispiegato completamente i suoi effetti** sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese.

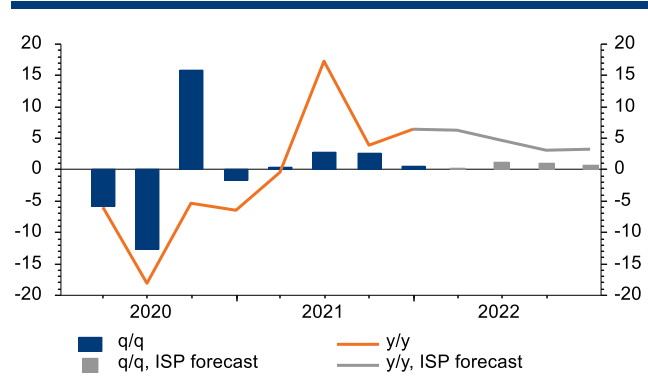
**In prospettiva, ci aspettiamo che il PIL resti temporaneamente debole nel 1° trimestre, prima di riaccelerare su ritmi di poco superiori al punto percentuale su base congiunturale nei trimestri centrali dell'anno.** Questo profilo è coerente con la nostra previsione di 4,3% sul PIL italiano nel 2022; rispetto a questa stima, oggi i rischi appaiono moderatamente al ribasso.

#### Italia: l'evoluzione recente degli indici di mobilità segnala il rischio che il PIL a inizio 2022 sia più debole che a fine 2021



Fonte: Istat, Google, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

#### Tuttavia, il ritmo di crescita congiunturale dovrebbe riaccelerare nei trimestri centrali dell'anno



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

La **stima preliminare** dei **prezzi al consumo** di gennaio ha sorpreso al rialzo, spingendo l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC al 4,8% a/a da 3,9% di dicembre, e quella armonizzata al 5,3% a/a (massimo da quando esiste la serie storica) da 4,2% precedente; un contributo decisivo è venuto dagli aumenti delle tariffe di luce e gas: i beni energetici regolamentati hanno fatto segnare un record storico a 42,9% m/m e 93,5% a/a. Si nota però una accelerazione della dinamica anche per gli alimentari (1,7% m/m, 3,5% a/a), e i servizi ricettivi e di ristorazione (1,3% m/m, 3,5% a/a). In ogni caso, la componente di fondo (sul NIC) è rimasta stabile all'1,5% a/a. L'inflazione italiana in media d'anno nel 2022 potrebbe avvicinarsi al 4% (inflazione acquisita a gennaio: 3,4%).

A dicembre il **tasso di disoccupazione** è calato di un decimo al 9%. La flessione è spiegata da una diminuzione delle persone in cerca di occupazione (-29 mila unità, -1,3% m/m) a fronte di una sostanziale stabilità per occupati (in crescita di solo mille unità) e inattivi (+4 mila). La stagnazione degli occupati nasconde però un aumento dei nuovi contratti a termine (+59 mila) a fronte di un calo per i dipendenti permanenti (-7 mila) e i lavoratori autonomi (-51 mila). I dati di dicembre sembrano dunque confermare le dinamiche registrate nel corso del 2021: da inizio anno, infatti, sono stati creati 540 mila nuovi posti di lavoro, ma si tratta per l'80% di occupazione temporanea; gli autonomi sono calati ancora amplificando le perdite già subite nel 2020. Rispetto ai livelli pre-COVID, gli occupati sono ancora inferiori di 286 mila unità (e solo i dipendenti a termine hanno superato i numeri di febbraio 2020), mentre i disoccupati sono inferiori di 195 mila unità. Il minor numero di persone in cerca di occupazione è però in parte spiegato da un tasso di inattività ancora superiore ai livelli pre-crisi (35,1% vs 34,6%). Al netto di un possibile



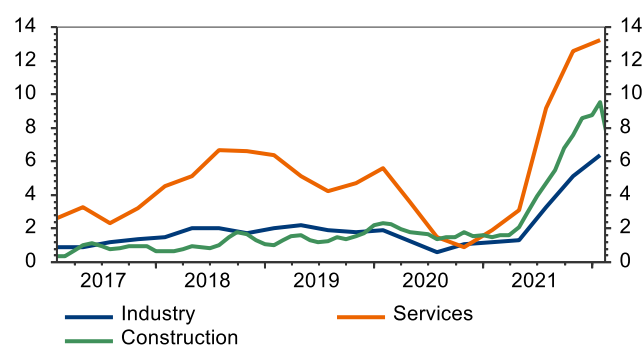
rallentamento a inizio 2022 le prospettive per l'occupazione nel corso dell'anno restano favorevoli: le più recenti indagini congiunturali Istat e PMI offrono, infatti, valutazioni ancora espansive circa la domanda di lavoro da parte delle imprese, che iniziano anche a lamentare difficoltà nel reperire manodopera (anche se in misura decisamente più contenuta rispetto alle altre economie europee). Le frizioni tra domanda e offerta potrebbero quindi spiegare il rallentamento dell'occupazione registrato nel 4° trimestre 2021 (0,3% t/t da 0,8% precedente) a fronte di un marginale incremento delle persone in cerca di occupazione (0,1% t/t da -6,7% t/t precedente) e di un'accelerazione nel rientro degli inattivi nella forza lavoro (1,4% t/t da 0,5%). Pensiamo che la tendenza al miglioramento del quadro occupazionale possa interrompersi nei primi mesi del 2022, per riprendere solo successivamente. Per la media 2022, vediamo un tasso dei senza-lavoro in linea con il livello di dicembre (9%).

#### Rallenta la crescita degli occupati mentre calano ancora le persone in cerca di occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

#### Aumentano le imprese che segnalano difficoltà nel reperire manodopera



Nota: % di imprese che riportano la carenza di personale come fattore limitante per l'attività; dati interpolati per mancanza di osservazioni nel q2 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea, Refinitiv-Datastream

**Francia.** La **stima flash** indica che a gennaio l'**inflazione** ha visto una crescita sull'indice nazionale, a 2,9% a/a da 2,8% di dicembre, ed un calo sulla misura armonizzata, a 3,3% a/a da 3,4% precedente. Nel mese i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di tre decimi sull'indice nazionale ed un decimo su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dalla componente energia (a 19,7% a/a da 18,5%). In media d'anno nel 2022 l'inflazione è vista a 2,8% sia sull'indice nazionale, che sull'armonizzato.

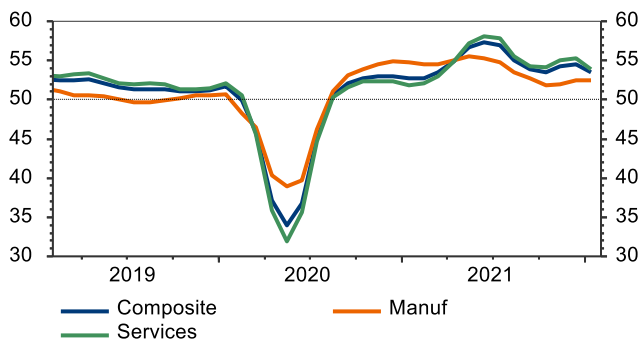
**Francia.** A dicembre, la **produzione industriale** è calata a sorpresa di -0,2% m/m (consenso: +0,5%), dopo la flessione di mezzo punto di novembre. L'output manifatturiero ha visto invece un marginale progresso (+0,1% m/m da un precedente -0,6%). Il gap di produzione industriale e manifatturiera rispetto ai livelli pre-crisi (febbraio 2020) resta ampio (-5,3% e -5,9% rispettivamente). Lo spaccato, tuttavia, evidenzia un forte rimbalzo per i mezzi di trasporto (+11,3% m/m), un progresso più moderato per i macchinari (+0,5% m/m) e un calo di alimentari e bevande (-2,1%), prodotti della raffinazione (-2,3%) e parte residuale della manifattura (-1,4%). Al di fuori del manifatturiero si registra una flessione nelle costruzioni (-6,9% dopo il -2,9% di novembre) e nelle attività di estrazione di minerali (-1,7% da +0,1%). L'output industriale, condizionato da tensioni ancora elevate lungo le filiere produttive, potrebbe rimanere debole a gennaio, prima di tornare a crescere nei mesi successivi.

**Cina.** L'aumento dei contagi di COVID-19 a cavallo d'anno e le relative misure di contenimento hanno avuto un effetto negativo sull'andamento dell'attività economica in gennaio, sia nel manifatturiero, sia nei servizi. Il **PMI del settore manifatturiero rilevato da Caixin-Markit** è sceso da 50,9 a 49,1 in gennaio. Le imprese hanno segnalato una contrazione della produzione e degli ordini, in particolare esteri (la componente è scesa da 49,9 in dicembre a 46,5 in gennaio, il

minimo da febbraio 2021), e un contemporaneo aumento dei tempi di consegna. Le imprese hanno inoltre ridotto le scorte per la prima volta in tre mesi, sia di prodotti finiti sia di materiali, così come gli occupati, la cui componente è scesa ai minimi da aprile 2020. Le componenti dei prezzi di input e output, dopo tre mesi di discesa, sono invece risalite. L'indice PMI dei servizi sarà pubblicato il 7 febbraio. Il **PMI manifatturiero rilevato dal NBS** ha avuto una dinamica simile a quello di Caixin-Markit, anche se meno marcata: è infatti rimasto in territorio espansivo a 50,1 in gennaio (dicembre: 50,3). La scomposizione per tipologia d'impresa ha rilevato un moderato aumento dell'attività per le grandi imprese, una riduzione del ritmo di espansione per le medie imprese e una contrazione dell'attività per le piccole imprese, il cui indice è sceso da 46,5 in dicembre a 46, minimo dal febbraio 2020. Il **PMI del settore non manifatturiero** è sceso da 52,7 in dicembre a 51,1 in gennaio, spinto al ribasso dal calo sia del PMI dei servizi (da 52 a 50,3) sia da quello delle costruzioni (da 56,3 a 55,4). Nel settore dei servizi, gli ordini e l'occupazione hanno continuato a contrarsi, mentre i prezzi sono segnalati in aumento. La dinamica di prezzi e dell'occupazione è stata simile nel settore delle costruzioni dove però si è registrata un'accelerazione dei nuovi ordini (53,3 in gennaio) e un netto rimbalzo della componente aspettative (da 59,9 a 64,4). L'indice composito è sceso da 52,2 a 51.

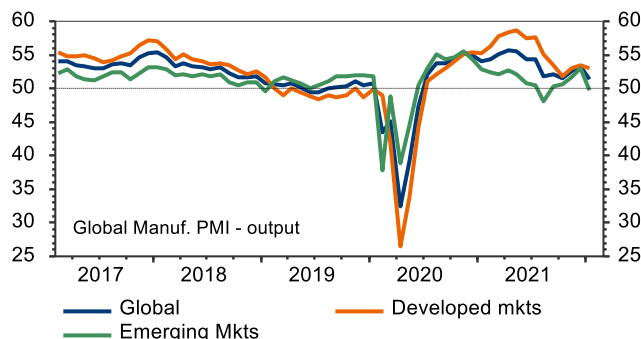
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



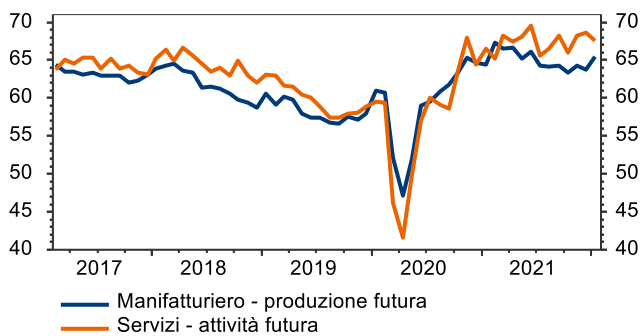
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



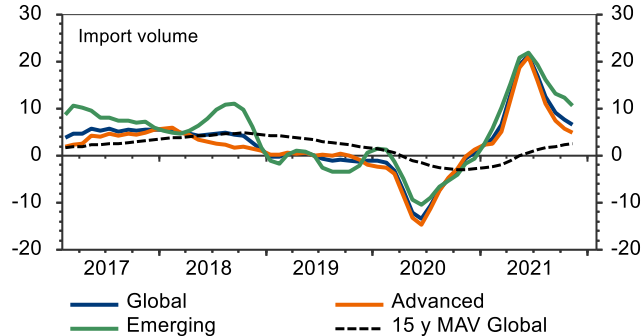
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



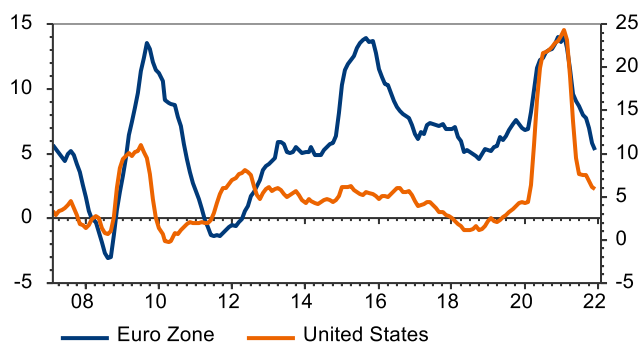
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



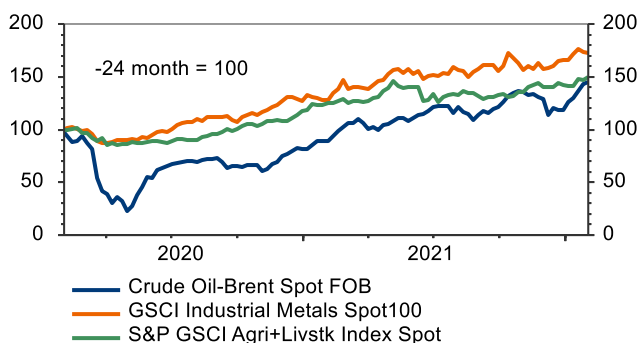
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

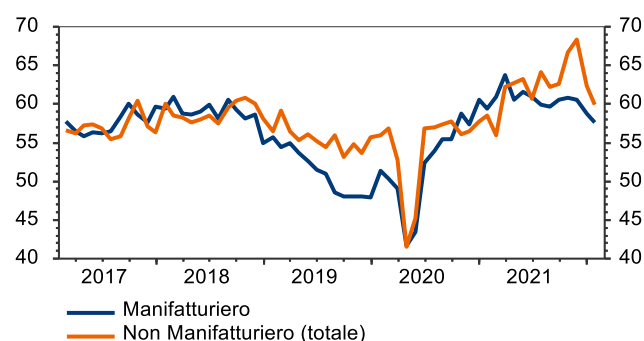
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

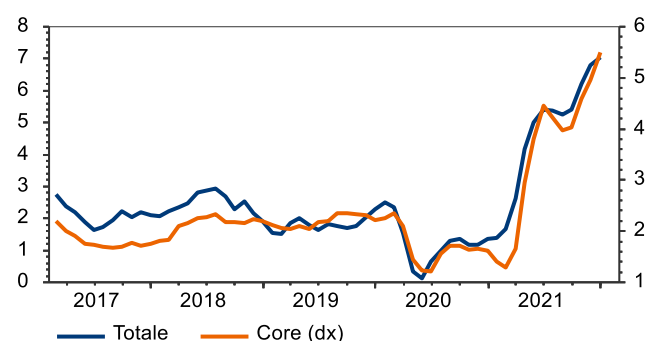
## Stati Uniti

## Indagini ISM



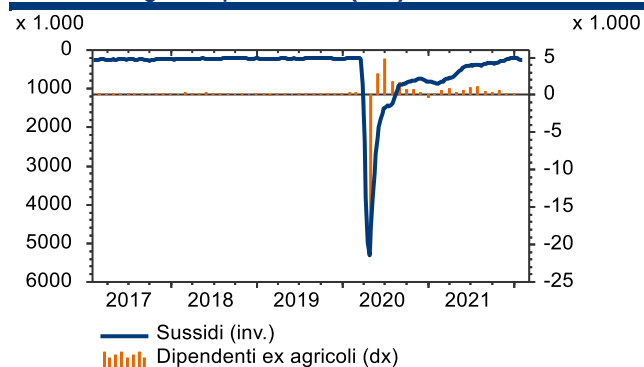
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



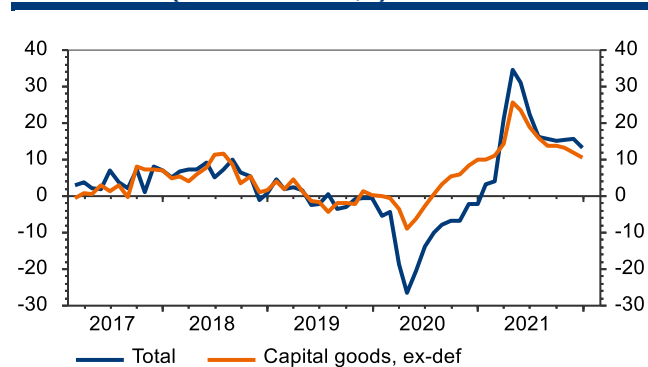
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

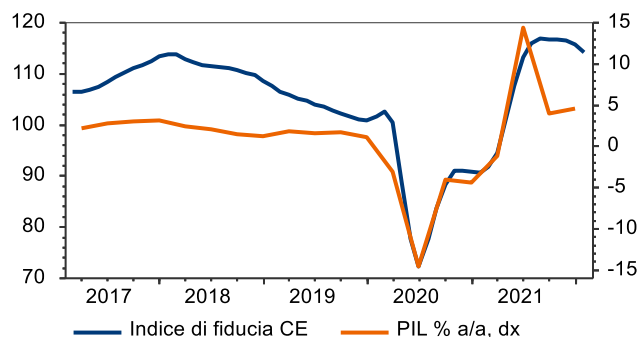
## Previsioni

	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	-3.6	-3.3								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.6	-12.1	-6.0								
Debito pubblico (% PIL)	161.7	150.7	145.3								
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	3.2	2.0	1.0	1.6	0.9	1.0	0.3	1.2	0.6
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.

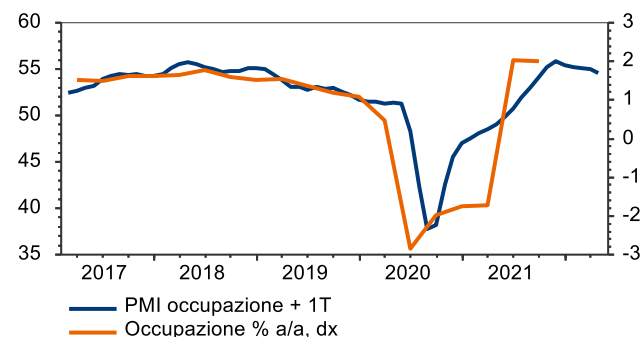
## Area euro

## PIL



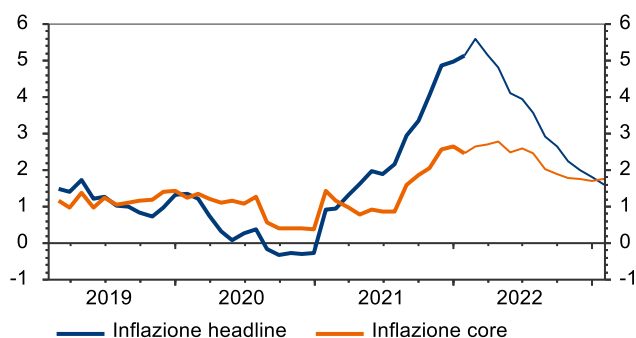
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	5.1
febbraio	1.2	0.9	5.6
marzo	0.7	1.3	5.2
aprile	0.3	1.6	4.8
maggio	0.1	2.0	4.1
giugno	0.3	1.9	3.9
luglio	0.4	2.2	3.6
agosto	-0.2	3.0	2.9
settembre	-0.3	3.4	2.6
ottobre	-0.3	4.1	2.2
novembre	-0.3	4.9	2.0
dicembre	-0.3	5.0	1.8

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022			2022	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	5.2	4.2	3.0
- t/t				-0.3	-0.2	2.2	2.3	0.3	0.3	1.2	1.1
Consumi privati	-8.0	3.4	4.8	-3.0	-2.3	3.9	4.3	-0.2	0.2	1.2	1.2
Investimenti fissi	-7.3	3.7	4.8	2.7	0.0	1.2	-0.9	1.7	1.4	1.7	1.2
Consumi pubblici	1.2	3.9	1.3	0.8	-0.6	2.0	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0
Esportazioni	-9.4	9.8	5.4	4.3	1.2	2.5	1.4	1.6	1.2	1.2	0.8
Importazioni	-9.3	7.5	5.5	4.8	1.0	3.0	1.0	2.0	1.2	1.1	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	-0.1	0.5	1.0	-0.4	-0.1	0.1	-0.2	0.1	0.2
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	3.6	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.6	5.3	4.3	3.0
Produzione industriale (a/a)	-7.9	7.6	1.5	-0.5	4.7	23.1	6.1	-0.8	-0.9	0.4	2.5
Disoccupazione (%)	8.0	7.7	6.9	8.3	8.2	8.0	7.5	7.1	7.0	7.0	6.9
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

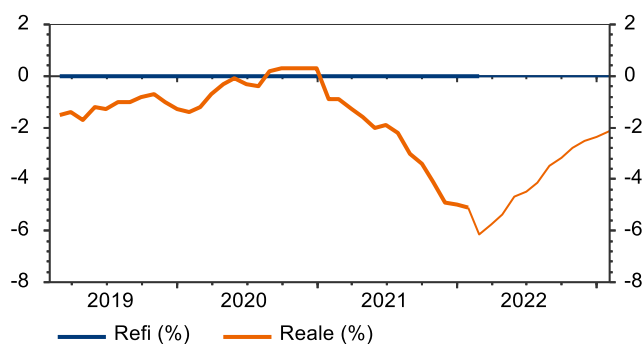
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	giu	set	dic	3/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.57	-0.56	-0.58	<b>-0.56</b>	-0.57	-0.56	-0.55	-0.54
Euribor 3m	-0.54	-0.55	-0.57	<b>-0.55</b>	-0.57	-0.57	-0.54	-0.54

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

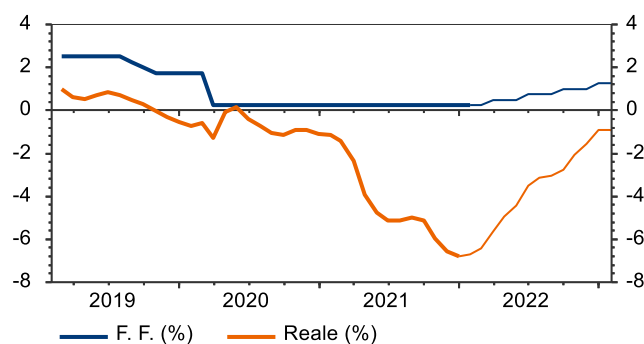


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	3/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.50	0.75	1.00	1.25
OIS 3m	0.09	0.08	0.12	<b>0.27</b>	0.30	0.57	0.82	1.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

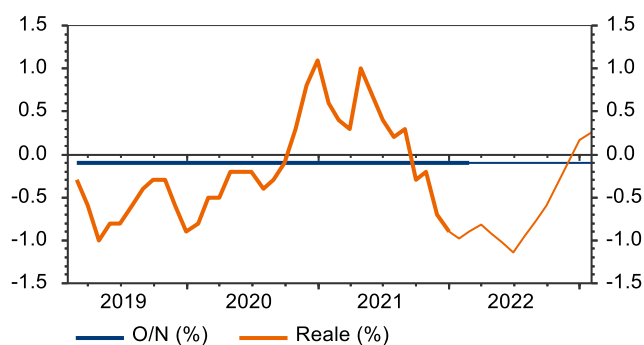


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	giu	set	dic	3/2	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.08	-0.08	-0.08	<b>-0.02</b>	-0.04	-0.07	-0.06	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

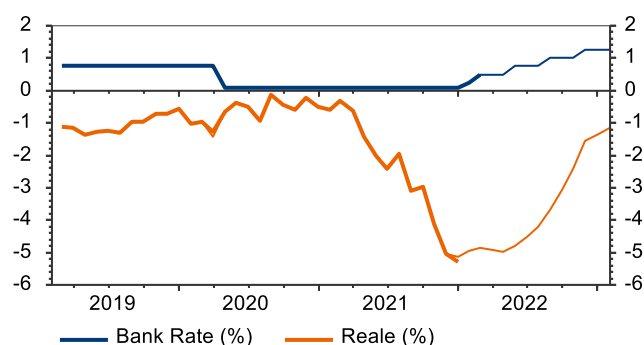


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	3/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.25	<b>0.50</b>	0.50	0.75	1.00	1.25
Libor GBP 3m	0.08	0.08	0.26	<b>0.65</b>	0.70	0.90	1.20	1.30

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	4/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.20	1.19	1.16	1.13	<b>1.1457</b>	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	109	105	110	114	116	<b>114.92</b>	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.30	1.37	1.39	1.35	1.36	<b>1.3568</b>	1.33	1.38	1.42	1.44	1.48
EUR/CHF	1.07	1.08	1.07	1.06	1.04	<b>1.0560</b>	1.03	1.06	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	121	126	129	132	131	<b>131.68</b>	127	130	136	141	147
EUR/GBP	0.85	0.88	0.85	0.85	0.84	<b>0.8444</b>	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.fiberi@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
---------------	-------	---------------------------------