

Weekly Economic Monitor

Il punto

Area euro. La crisi russo-ucraina rischia di avere pesanti ripercussioni sull'economia dell'Eurozona. Secondo le nostre simulazioni, lo shock esogeno sul prezzo delle materie prime (petrolio e gas) avrà come effetto **non solo un ampio aumento dell'inflazione, ma anche un freno alla crescita del PIL** nel breve termine. Tale effetto può estendersi anche al medio-periodo, negli scenari più avversi, e aumenta l'incertezza complessiva della previsione.

Stati Uniti. FOMC: nessuna novità dai verbali di gennaio, in attesa della svolta di marzo. Il sentiero dell'inflazione continua a spostarsi verso l'alto, aumentando l'urgenza di rimuovere lo stimolo monetario. I verbali della riunione di gennaio non incorporano le sorprese recenti e non modificano la nostra previsione di un rialzo di 50pb a marzo, interventi consecutivi da 25pb a maggio e giugno e l'inizio della riduzione del bilancio a giugno.

I market mover della settimana

La settimana nell'**area euro** vedrà il completamento della tornata di indagini di fiducia di febbraio: saranno diffusi l'Ifo tedesco, gli indici Istat in Italia, i PMI flash per l'Eurozona, gli indici di fiducia della Commissione e gli indici INSEE francesi. Le indicazioni potrebbero essere miste, con un recupero in Germania e Francia, e verosimilmente nell'insieme dell'Eurozona, e viceversa un calo nei Paesi dove i picchi pandemici si sono manifestati con maggior ritardo (Italia e Spagna). La prima stima dell'inflazione di febbraio in Francia dovrebbe vedere una stabilità rispetto al mese precedente (in questa fase, le pressioni inflazionistiche sono meno accentuate in Francia rispetto agli altri principali Paesi dell'area, grazie alle più tempestive e incisive misure calmieranti decise dal Governo transalpino).

In settimana negli **Stati Uniti** saranno pubblicati diversi dati di rilievo. Gli indici PMI Markit a febbraio dovrebbero essere in ripresa, specialmente nel settore servizi, grazie alla riduzione dei contagi, ma la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in ulteriore calo, a causa dell'inflazione in rialzo e delle tensioni geopolitiche. Fra i dati di gennaio, gli ordini di beni durevoli sono attesi in rialzo, le vendite di case nuove dovrebbero essere poco variate, la spesa personale dovrebbe riaccelerare, mentre il reddito personale dovrebbe correggere per effetto della fine della distribuzione mensile del credito di imposta per i figli, nonostante un probabile ampio rialzo del reddito da lavoro. Il deflatore dei consumi e il deflatore core sono previsti in aumento di 0,5% m/m, con l'inflazione core attesa a 5,4% a/a, sui massimi dal 1983.

Gli effetti delle tensioni tra Russia e Ucraina sull'economia dell'area euro

%	2022		2023	
	Inflazione (IPCA)	Crescita del PIL reale	Inflazione (IPCA)	Crescita del PIL reale
Scenario 1 (tensioni transitorie)	0.8	-0.6	-0.2	0.0
Scenario 2 (tensioni persistenti)	1.1	-0.7	1.2	-0.8
Scenario 3 (conflitto locale con conseguenze persistenti)	1.8	-1.1	1.8	-0.9

Fonte: simulazioni Intesa Sanpaolo

18 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

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista - Asia Ex Giappone

Il punto

Area euro. La crisi russo-ucraina rischia di avere pesanti ripercussioni sull'economia dell'Eurozona.

Secondo le nostre simulazioni, lo shock esogeno sul prezzo delle materie prime (petrolio e gas) avrà come effetto **non solo un ampio aumento dell'inflazione, ma anche un freno alla crescita del PIL** nel breve termine. Tale effetto può estendersi anche al medio-periodo, negli scenari più avversi, e aumenta l'incertezza complessiva della previsione.

■ La crisi ucraina rischia di avere pesanti ripercussioni sull'economia dell'area euro, fortemente dipendente dalle forniture russe di gas naturale. Al momento non è chiaro se la presenza massiccia di truppe russe nell'area sia soltanto uno strumento di pressione per ottenere concessioni dal Governo ucraino e/o una maggiore influenza nell'ampio scacchiere dell'Europa orientale, oppure se prelude a un'azione militare sul campo. Ai fini della nostra simulazione abbiamo ipotizzato tre scenari possibili:

- **Scenario 1 – tensioni transitorie.** In questo caso, i contrasti tra Russia ed Occidente si inaspriscono (senza che si arrivi ad un'*escalation* militare), ma la fase acuta si risolve entro 6 mesi. La Russia potrebbe ridurre ulteriormente le forniture di idrocarburi, anche come possibile risposta a eventuali sanzioni economiche e finanziarie, ma per un periodo limitato. Nell'immediato i mercati delle materie prime energetiche reagiscono all'incertezza con violenti aumenti dei corsi, che rientrano rapidamente – e quasi integralmente – non appena le tensioni si allentano.
- **Scenario 2 – tensioni persistenti.** Nel secondo scenario, la crisi diplomatica tra Russia ed Occidente è destinata a durare nel medio periodo e le sanzioni, minacciate o imposte, potrebbero essere più punitive. Gli effetti immediati sono simili a quelli descritti dallo scenario 1, ma il rientro dei prezzi degli idrocarburi è più lento, poiché le trattative diplomatiche si trascinano più a lungo alimentando una persistente incertezza sulla sicurezza delle forniture dalla Russia. Anche nel lungo periodo i mercati finanziari continuano a incorporare un premio al rischio geopolitico per la perdita di credibilità della Russia come fornitore affidabile e per la volontà politica europea di ricercare fonti energetiche alternative, più costose, per ridurre la dipendenza dalle importazioni russe.
- **Scenario 3 – conflitto locale con conseguenze persistenti.** Con questa ipotesi, la crisi diplomatica degenera in un conflitto militare locale, che si protrae per molti mesi. Il mix di sanzioni, da una parte, e di riduzione dell'offerta di petrolio e gas, dall'altra, porta a un aumento dei prezzi permanente delle materie prime. Come nel punto precedente, i mercati finanziari continuano a incorporare anche nel medio periodo un premio per il rischio geopolitico.

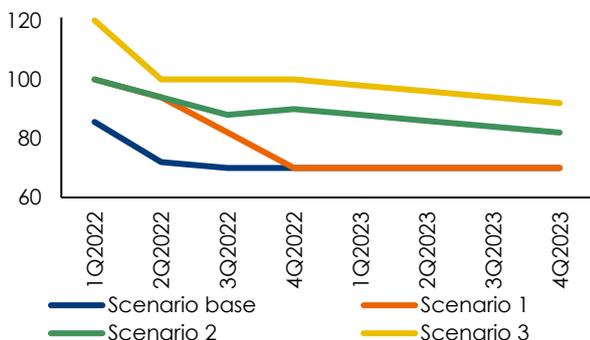
■ L'ordine di grandezza dell'impatto dello shock dei prezzi energetici sulle principali variabili macroeconomiche può essere inferito attraverso un'analisi empirica a **due fasi**. La prima consiste nello stimare l'**effetto sul livello dei prezzi domestici** utilizzando un *tool* di simulazione sviluppato da Intesa Sanpaolo; successivamente, il profilo inflattivo dello scenario ipotizzato viene fissato nel modello a equazioni simultanee di Oxford Economics per cogliere appieno gli **effetti su variabili macroeconomiche reali**. È importante evidenziare che la nostra analisi ipotizza una politica monetaria invariata negli scenari alternativi e l'assenza di ulteriori shock esogeni legati alla situazione sanitaria. Rinviamo al [Focus](#) pubblicato il 16/02 per maggiori dettagli, i principali risultati sono i seguenti:

- Nello **scenario 1** la crescita addizionale dell'**inflazione media annua ammonterebbe a +0,8% per il 2022 e -0,2% per il 2023**. Il differenziale con lo scenario centrale toccherebbe il massimo a cavallo tra il 2° e il 3° trimestre, con l'inflazione che poi seguirebbe un trend di discesa più rapido rispetto al nostro scenario base; a partire dal 2° trimestre 2023 la dinamica dei prezzi dovrebbe spostarsi sotto le previsioni nel caso di assenza di shock. **Il differenziale di crescita del PIL rispetto allo scenario base sarebbe di circa -0,6% nel 2022**, con un massimo assoluto di -0,4% nel 2° trimestre 2022. Ad ogni modo, lo shock sulla crescita del PIL dovrebbe essere riassorbito nel 2023. L'impatto dei maggiori costi dell'energia sarebbe più ampio sugli investimenti fissi (-1,1% in media quest'anno) che sui

consumi. Dal lato delle famiglie, l'**erosione del reddito disponibile dovrebbe risultare significativa** (-0,7% nel trimestre primaverile), **ma è possibile che l'impatto sui consumi venga in parte spazzato dall'utilizzo dei risparmi**. Il saldo commerciale si deteriorerebbe di circa -0,8 punti di PIL nel 2022.

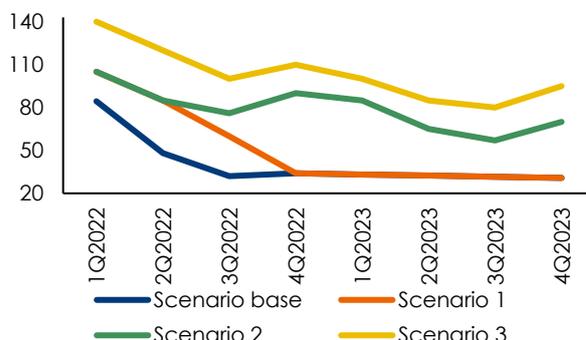
- Nello **scenario 2** abbiamo un rialzo **dell'inflazione media annua di +1,1% nel 2022 e +1,2% nel 2023**; il picco si avrebbe nel 1° trimestre 2022, ma la differenza tra scenario 2 e quello attuale toccherebbe il suo massimo nella parte finale dell'anno; in dicembre 2022 l'inflazione potrebbe stazionare poco sotto il 4% contro l'1,8% nello scenario base. La **crescita del PIL risulta più bassa rispetto allo scenario base di -0,7% nel 2022** e di -0,8% nel 2023. Sarebbero soprattutto i trimestri centrali del 2022 a subire maggiormente lo shock energetico, con effetti sia sui consumi delle famiglie (-0,8% sia nel 2022 che nel 2023) che sugli investimenti delle imprese (-1,3% quest'anno e -1,8% nel 2023). Il deterioramento delle ragioni di scambio implica che nel 2022 **la bilancia commerciale peggiori di circa 159 miliardi** rispetto allo scenario base; l'impatto sarebbe consistente anche il prossimo anno (-126 miliardi). La più alta inflazione impatterebbe negativamente **sul reddito disponibile reale delle famiglie** per -1,5% nel 2022 e -1% nel 2023.
- In ultima analisi, nello **scenario 3**, il rialzo **dell'inflazione media annua rispetto alle nostre previsioni centrali risulterebbe di +1,8% sia nel 2022 che l'anno prossimo**. La dinamica dei prezzi stazionerebbe in un intorno del 6% da febbraio a luglio (con un picco mensile al 6,2% in aprile); a fine anno l'inflazione risulterebbe solo di poco inferiore al 5%. Infine, in questo scenario **la crescita del PIL nel 2022 risulterebbe più bassa di ben -1,1%**, con un massimo di -0,6% (t/t) nel 2° trimestre 2022; il differenziale tra scenario 3 e scenario base calerebbe solo marginalmente nel prossimo anno (-0,9%).

Prezzo del petrolio: scenario attuale vs. scenari alternativi



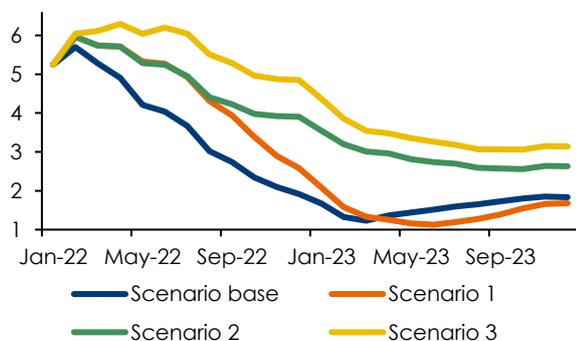
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg Finance LP

Prezzo del gas naturale in Europa: scenario attuale vs. scenari alternativi



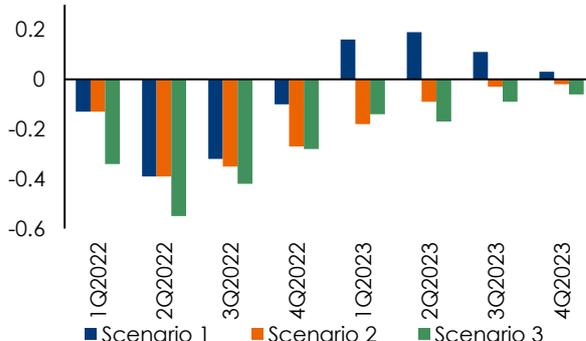
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg Finance LP

Dinamica dell'inflazione headline nei vari scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo

Impatto sulla crescita congiunturale (% t/t) del PIL



Fonte: Intesa Sanpaolo

Stati Uniti. FOMC: nessuna novità dai verbali di gennaio, in attesa della svolta di marzo. Il sentiero dell'inflazione continua a spostarsi verso l'alto, aumentando l'urgenza di rimuovere lo stimolo monetario. I verbali della riunione di gennaio non incorporano le sorprese recenti e non modificano la nostra previsione di un rialzo di 50pb a marzo, interventi consecutivi da 25pb a maggio e giugno e l'inizio della riduzione del bilancio a giugno.

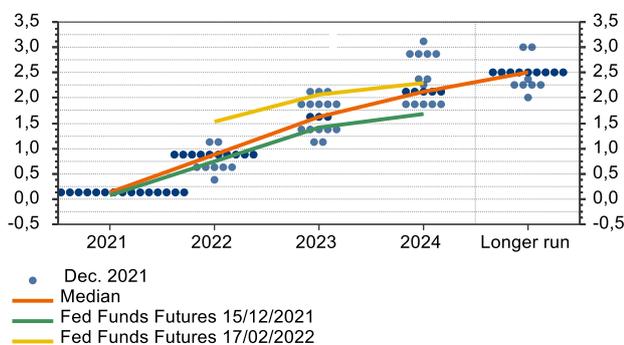
■ I **verbali della riunione del FOMC** di gennaio sono stati meno informativi di quanto atteso sui due temi cruciali della politica monetaria, **ritmo dei rialzi dei tassi e modalità e tempi della riduzione del bilancio**. Le indicazioni fornite sono ancora molto generiche, anche se aprono la strada a una rimozione rapida dello stimolo monetario.

□ Sul fronte dei **tassi** emerge che, in un contesto di condizioni economiche più solide rispetto al 2015, "la maggior parte dei partecipanti suggeriva che sarebbe giustificato un ritmo di aumenti più rapido" rispetto al periodo post-2015, rilevando però che "la rimozione dello stimolo monetario dipenderà dai tempi e dal ritmo sia degli aumenti dei tassi sia della riduzione del bilancio". In ogni caso, "la maggior parte dei partecipanti ha notato che, se l'inflazione non scenderà come si aspetta, sarebbe appropriato per il comitato rimuovere lo stimolo a un ritmo più veloce di quanto atteso" a gennaio. Lo staff ha riportato un rialzo delle previsioni di inflazione per il breve termine, ma continuava a prevedere un rallentamento della dinamica mensile dei prezzi e manteneva l'aspettativa di inflazione *core* a 2,6% a/a a fine 2022, in calo al 2% a/a a fine 2023. Prevediamo che le revisioni delle proiezioni macro a marzo, insieme alle sorprese dai prezzi, mostrino un'inflazione attesa più elevata sia nel 2022 sia nel 2023, giustificando un'accelerazione del sentiero dei tassi anche rispetto alle previsioni di gennaio.

□ Per quanto riguarda il **bilancio**, non sono emersi dettagli sul ritmo delle scadenze né sul punto di arrivo. I verbali riportano che la discussione proseguirà nelle prossime riunioni, ma chiariscono che "per i partecipanti sarà probabilmente appropriata una riduzione significativa" dei titoli in portafoglio. La discussione riporta ancora una volta l'obiettivo di un bilancio composto "principalmente" da Treasury, segnalando che "molti" ritenevano che "a un certo punto in futuro" potrà essere opportuno vendere e/o reinvestire MBS in Treasury. A gennaio, un paio di partecipanti avrebbe voluto interrompere immediatamente gli acquisti, ma la maggior parte ha preferito proseguire sul sentiero già delineato. In termini di tempistica, si ripete solo che "un certo numero di partecipanti" riteneva probabile iniziare la riduzione del bilancio "più avanti quest'anno".

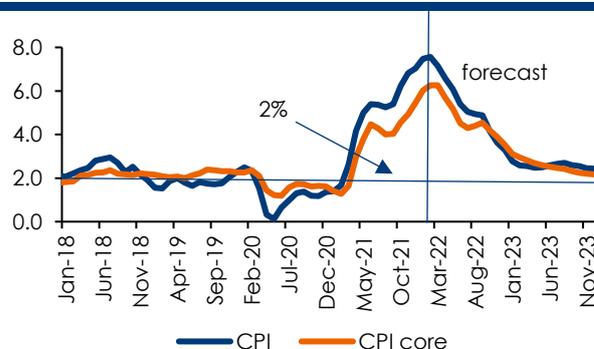
■ In conclusione, i verbali, essendo anche "datati" sul fronte delle informazioni macro, non modificano la nostra **previsione per un rialzo di 50pb a marzo**, seguito da due aumenti consecutivi di 25pb a maggio e giugno, con una pausa estiva quando dovrebbe iniziare la riduzione del bilancio, e un punto di arrivo per i Fed Funds intorno a 2,75% nel 2023.

Il FOMC è anni luce dietro la curva...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...e dietro l'inflazione

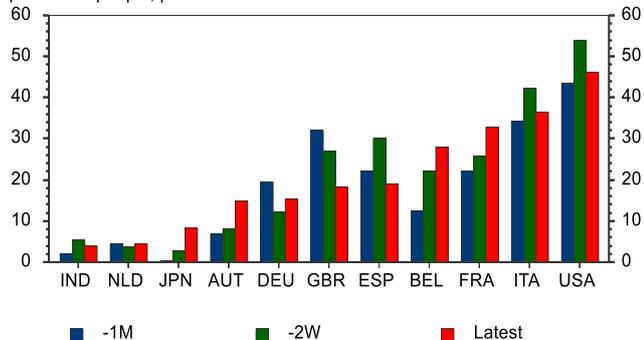


Fonte: Refinitiv-Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

Monitor dell'impatto COVID

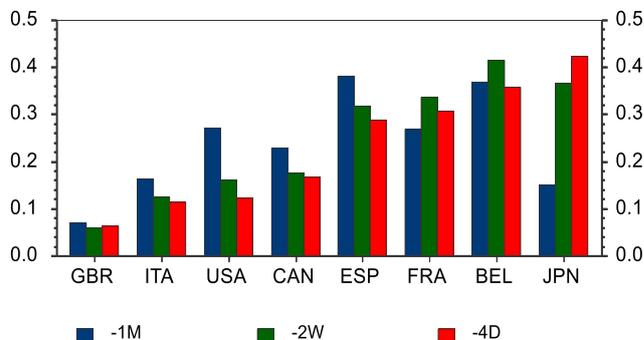
Mortalità da COVID-19

per million people, per week



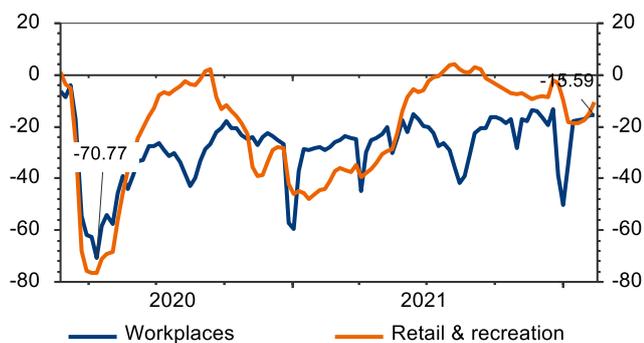
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



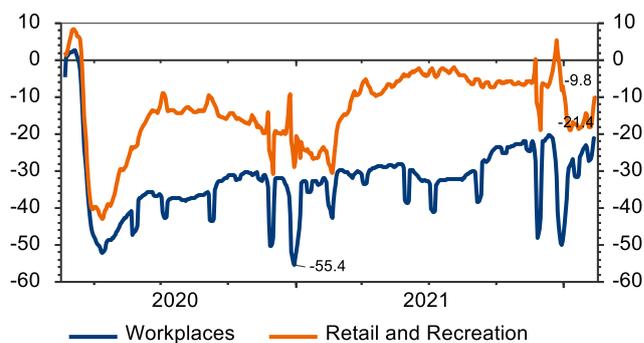
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



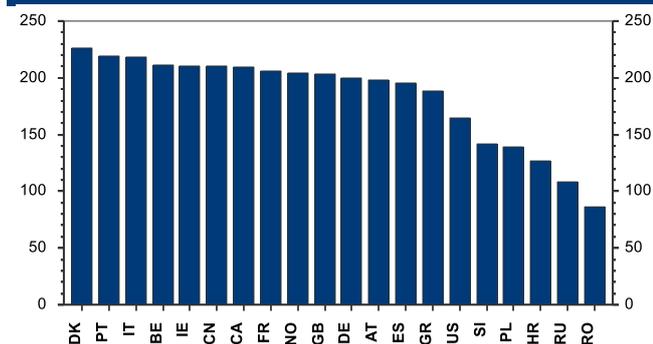
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



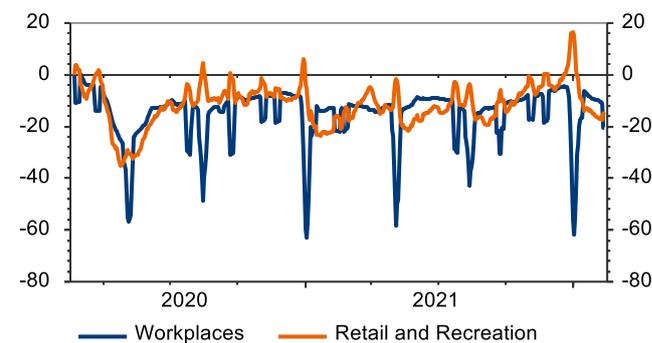
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – Indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

La settimana nell'**area euro** vedrà il completamento della tornata di indagini di fiducia di febbraio: saranno diffusi l'Ifo tedesco, gli indici Istat in Italia, i PMI flash per l'Eurozona, gli indici di fiducia della Commissione e gli indici INSEE francesi. Le indicazioni potrebbero essere miste, con un recupero in Germania e Francia, e verosimilmente nell'insieme dell'Eurozona, e viceversa un calo nei Paesi dove i picchi pandemici si sono manifestati con maggior ritardo (Italia e Spagna). La prima stima dell'inflazione di febbraio in Francia dovrebbe vedere una stabilità rispetto al mese precedente (in questa fase, le pressioni inflazionistiche sono meno accentuate in Francia rispetto agli altri principali Paesi dell'area, grazie alle più tempestive e incisive misure calmieranti decise dal Governo transalpino).

In settimana negli **Stati Uniti** saranno pubblicati diversi dati di rilievo. Gli indici PMI Markit a febbraio dovrebbero essere in ripresa, specialmente nel settore servizi, grazie alla riduzione dei contagi, ma la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in ulteriore calo, a causa dell'inflazione in rialzo e delle tensioni geopolitiche. Fra i dati di gennaio, gli ordini di beni durevoli sono attesi in rialzo, le vendite di case nuove dovrebbero essere poco variate, la spesa personale dovrebbe riaccelerare, mentre il reddito personale dovrebbe correggere per effetto della fine della distribuzione mensile del credito di imposta per i figli, nonostante un probabile ampio rialzo del reddito da lavoro. Il deflatore dei consumi e il deflatore core sono previsti in aumento di 0,5% m/m, con l'inflazione core attesa a 5,4% a/a, sui massimi dal 1983.

Lunedì 21 febbraio

Area euro

■ **Area euro.** Le stime flash dei **PMI** di febbraio dovrebbero riportare un miglioramento dell'attività nei servizi per via del calo dei contagi, mentre nell'industria il morale dovrebbe essere rimasto in territorio espansivo. L'indice PMI manifatturiero è visto registrare un modesto rialzo a 58,8 a 58,7, sintesi però di un miglioramento dell'attività in Germania e Francia a fronte di un'ulteriore frenata nei paesi della periferia, i più colpiti dal rincaro energetico. Il PMI dei servizi dovrebbe invece tornare a salire portandosi a 52,5 da 51,1. In sintesi, dopo i cali registrati tra dicembre e gennaio, le indagini dovrebbero offrire segnali di ripresa dell'attività in Eurozona. L'indice composito è quindi visto salire a 53,5 da un precedente 52,3.

Stati Uniti

■ Mercati chiusi per festività (Presidents' Day).

Martedì 22 febbraio

Area euro

■ **Germania.** L'indagine **Ifo** di febbraio dovrebbe evidenziare un lieve miglioramento della situazione economica, malgrado l'elevata incertezza del contesto internazionale e la dinamica rialzista dei prezzi energetici. Gli indicatori delle aspettative e della situazione corrente dovrebbero seguire una dinamica simile a quella registrata dalle medesime componenti dell'indagine ZEW, pubblicata in settimana: le aspettative dovrebbero salire a 95,8 da 95,2, mentre l'indice sulla situazione corrente dovrebbe crescere di mezzo punto (a 96,6). L'indice sintetico è atteso quindi passare da 95,7 a 96,2 punti.

■ **Italia.** La stima finale dell'**inflazione** di gennaio è attesa confermare l'accelerazione sia sul NIC, al 4,8% a/a dal 3,9% precedente sul NIC, che sulla misura armonizzata UE, al 5,3% a/a (massimo da quando esiste la serie storica) dal 4,2%. Il contributo principale nel mese è giunto dai beni energetici regolamentati, per via dei rincari di luce e gas, e dalla crescita dei listini alimentari. La componente di fondo (sul NIC) dovrebbe essere confermata stabile all'1,5% a/a. L'inflazione italiana in media d'anno nel 2022 potrebbe avvicinarsi al 4%.

Stati Uniti

- Il **PMI manifatturiero Markit** flash a febbraio è previsto a 56,1 da 55,5 di gennaio. L'indice dovrebbe registrare moderati miglioramenti per occupazione e output, ancora vincoli sulle scorte e ulteriori pressioni verso l'alto sui prezzi. Il **PMI dei servizi** dovrebbe recuperare in misura più significativa sulla scia del calo dei contagi, salendo a 53,5 da 51,2 di gennaio e recuperando circa metà del terreno perso da dicembre.
- La **fiducia dei consumatori** di febbraio rilevata dal Conference Board è prevista in ulteriore calo, a 109 da 113,8, alla luce dell'ampia correzione registrata dagli indici Tipp e dell'Univ. of Michigan questo mese. I timori per gli effetti dell'inflazione continuano a dominare e prevalgono anche sulla situazione favorevole del mercato del lavoro.

Mercoledì 23 febbraio

Area euro

- **Area euro.** La **stima finale** di gennaio dovrebbe confermare un'**inflazione** ancora in crescita, a 5,1% a/a (0,5% m/m); si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili (ovvero almeno dal 1998). L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia dovrebbe anch'esso confermare la stima preliminare a 2,5% a/a (dal 2,7% precedente). Secondo le nostre previsioni, il trend per l'inflazione sarà discendente nel corso dell'anno, ma il ritorno sotto quota 2% è previsto solo, nella migliore delle ipotesi, tra fine 2022 e inizio 2023; l'ampia incertezza sull'andamento dei prezzi energetici, legata in particolare agli sviluppi della crisi ucraina, rende le proiezioni molto instabili.
- **Francia.** L'**indice di fiducia delle imprese** INSEE di febbraio dovrebbe riportare un rimbalzo dopo la flessione di gennaio (+2 a 109): a fronte di una stabilità nel manifatturiero, a 112 (permangono difficoltà di approvvigionamento, cui si sommano le criticità connesse ai rincari energetici), si dovrebbe vedere un recupero nei servizi, grazie ai segnali di miglioramento sul fronte sanitario.

Giovedì 24 febbraio

Area euro

- **Francia.** L'**indice di fiducia dei consumatori** INSEE, a febbraio, dovrebbe recuperare il punto perso a gennaio e riportarsi sulla media di lungo periodo, a 100. Sul morale delle famiglie dovrebbero incidere positivamente sia migliori prospettive di standard di vita che minori timori sulla disoccupazione (sui minimi di periodo). Il dato potrebbe risultare ancora frenato da basse intenzioni di acquisto, compresse dagli effetti sul reddito reale delle famiglie dei rincari energetici.

Stati Uniti

- La seconda stima del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe registrare una modesta revisione al rialzo, a 7% t/t ann., da 6,9% t/t ann.
- Le **vendite di case nuove** a gennaio sono attese a 806 mila, da 811 mila di dicembre. A gennaio la fiducia dei costruttori di case è rimasta su livelli elevati a 83, da 84 di dicembre, e lo stock di case invendute era in modesto aumento. Gli altri indicatori per le vendite sono misti, con i cantieri in ulteriore aumento, ma i nuovi mutui frenati dai rialzi dei tassi e dei prezzi delle case.

Venerdì 25 febbraio

Area euro

- **Area euro.** Le **indagini della Commissione Europea** di febbraio dovrebbero essere coerenti con una ripartenza dell'attività dopo la battuta d'arresto registrata a cavallo d'anno. L'indice composito di fiducia economica ESI dovrebbe risalire a 113,8 dopo aver toccato un minimo da aprile a 112,7 a gennaio. Il miglioramento dovrebbe riguardare, oltre che

l'industria (14,1 da 13,9), soprattutto i servizi (11 da 9,1) e il commercio al dettaglio, visti i miglioramenti sul fronte pandemico. Gli indici non dovrebbero comunque discostarsi in maniera significativa dai livelli di dicembre, segnale di una ripresa che al momento resta su ritmi moderati.

- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** dovrebbe calare ancora a febbraio, dopo la correzione già vista il mese precedente: l'indagine di gennaio non sembra aver incorporato pienamente né il peggioramento del quadro sanitario (nonostante i segnali di miglioramento delle ultime settimane) né gli effetti dello shock inflazionistico. Vediamo il morale dei consumatori a 113 da 114,2, quello delle aziende (in base all'indice composito Istat) a 104,5 da 105,4; nel manifatturiero, la flessione della fiducia dovrebbe essere più tenue, a 113,5 da 113,9 precedente.
- **Germania.** La **stima finale** dovrebbe confermare il calo del **PIL** di -0,7% t/t nel trimestre finale del 2021, dopo il +1,7% precedente, per una variazione tendenziale all'1,4% a/a (dato corretto per gli effetti di calendario). Dal lato della domanda, i consumi privati dovrebbero aver registrato una contrazione, a fronte di un aumento dei consumi pubblici; anche gli investimenti in costruzioni sono attesi in flessione rispetto al trimestre precedente. Già nel 1° trimestre 2022 il PIL dovrebbe tornare in positivo (a 0,6% t/t), per poi accelerare dalla primavera. Questo profilo si rifletterebbe in un'accelerazione del PIL su base annua a 3,9% nel 2022, dal 2,8% dell'anno scorso.
- **Francia.** In febbraio l'**inflazione** è attesa stabile sia sull'indice nazionale, a 2,9% a/a, che sull'armonizzato, a 3,3% a/a. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere cresciuti di un decimo su entrambe le misure. La componente energetica dovrebbe confermarsi meno vivace rispetto alle altre economie dell'area euro, anche per via delle più incisive misure calmieranti decise dal Governo. In media d'anno nel 2022, il CPI è visto a 2,8%, così come l'indice armonizzato.
- **Francia.** La lettura finale del **PIL**, relativa al quarto trimestre 2021, dovrebbe confermare la stima preliminare (+0,7% t/t), che consente all'economia transalpina di posizionarsi -a fine 2021- sopra i livelli pre-crisi di +0,9%. Nel trimestre, la crescita è dovuta soprattutto all'apporto della domanda interna (+0,5% al netto delle scorte). Per il trimestre corrente, ci attendiamo un rallentamento a 0,5% t/t (con qualche rischio al ribasso).
- **Francia.** A gennaio, la **spesa per consumi** è attesa in calo (a -0,3% m/m, dopo il +0,2% di dicembre), per via della maggiore cautela nei comportamenti di spesa delle famiglie, indotta dal quadro sanitario, nonché degli effetti dei rincari energetici sul potere d'acquisto delle famiglie. La spesa per consumi potrebbe ritrovare vigore solo da fine inverno / inizio primavera.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a gennaio dovrebbe rimbalzare dopo la contrazione di dicembre, registrando un aumento di 0,6% m/m, spinta dalla ripresa dei consumi di beni, ma indebolita nel comparto dei servizi dall'incremento dei contagi. Il **reddito personale** dovrebbe essere in calo di -0,2% m/m per via della fine dei versamenti diretti del credito d'imposta per i figli, nonostante il previsto rialzo del reddito da lavoro, sostenuto da incrementi solidi degli occupati e dei salari. Il **deflatore dei consumi** dovrebbe essere in rialzo di 0,5% m/m (6% a/a), con un aumento analogo per il **deflatore core** (5,1% a/a).
- Gli **ordini di beni durevoli** a gennaio (prel.) sono attesi in crescita di 1,2% m/m, dopo -0,7% m/m a dicembre, grazie a un solido rimbalzo previsto per la componente dell'aeronautica civile. La componente al netto dei trasporti dovrebbe rallentare, con una variazione prevista di 0,4% m/m, dopo 0,7% m/m. Le consegne dovrebbero mantenersi sul trend in rialzo ed essere supportate da un incremento nei trasporti.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a febbraio (finale) dovrebbe confermare l'ampia correzione vista con la lettura preliminare e mantenersi a 62, sui minimi dal 2011. Il focus resterà sulle aspettative di inflazione, che sembrano non avere ancora toccato il picco.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (21 – 25 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 21/2	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		feb	55.4		
	02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	feb	4.6	%	
	02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	feb	3.7	%	
	08:00	GER	PPI a/a		gen	24.2	%	
	08:00	GER	PPI m/m		gen	5.0	%	1.5
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	feb	53.1		53.5
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	feb	55.5		55.5
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	feb	52.2		53.0
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	feb	59.8		59.4
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	feb	51.1		51.7
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	feb	58.7		58.7
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	feb	52.3		52.7
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	feb	57.3		57.5
10:30	GB	PMI servizi prelim	*	feb	54.1		55.2	
Mar 22/2	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	gen	prel 1.6	%	1.6
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	gen	prel 0.2	%	0.2
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		gen	prel 5.3	%	5.3
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		gen	prel 4.8	%	4.8
	10:00	GER	IFO	**	feb	95.7		96.5
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		feb	96.1		96.6
	10:00	GER	IFO (attese)		feb	95.2		96.0
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		feb	2.7		
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		dic	18.3	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		dic	1.1	%	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	feb	55.5		56.1
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		feb	51.1		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	feb	51.2		53.5
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	feb	113.8		110.0
	Mer 23/2	08:00	GER	Fiducia consumatori		mar	-6.7	
08:45		FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	feb	112		112
11:00		EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		gen	prel 2.5	%	2.5
11:00		EUR	CPI a/a finale	*	gen	prel 5.1	%	5.1
11:00		EUR	CPI m/m finale	*	gen	prel 0.3	%	0.4
Gio 24/2	08:45	FRA	Fiducia consumatori		feb	99		100
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		dic	2.4	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		dic	22.2	%	
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T4	prel 4.9	%	
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T4	prel 7.0	%	
	14:30	USA	PIL t/t ann. prelim		T4	6.9	%	7.0
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	248	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.593	Mln	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	gen	0.811	Mln	0.807
Ven 25/2	08:00	GER	Prezzi import a/a		gen	24.0	%	
	08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T4	1.4	%	1.4
	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T4	-0.7	%	-0.7
	08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	gen	0.2	%	-0.3
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	feb	3.3	%	3.5
	08:45	FRA	PIL t/t finale	*	T4	prel 0.7	%	0.7
	09:00	ITA	Fiducia consumatori		feb	114.2		113.0
	09:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	feb	113.9		113.5
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		gen	4.7	Mld €	
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	gen	6.9	%	6.7
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	feb	112.7		113.0
	11:00	EUR	Fiducia servizi		feb	9.1		11.0
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		feb	-8.5		
	11:00	EUR	Fiducia industria		feb	13.9		14.2
	11:00	BEL	PIL t/t finale		T4	prel 0.5	%	0.5
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	gen	-0.7	%	0.5
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	gen	0.6	%	0.4
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	gen	0.5	%	0.5
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	gen	-0.6	%	0.6
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	gen	4.9	%	5.1
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	gen	5.8	%	6.0
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		gen	0.3	%	-0.3
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		feb	prel 61.7		62.0

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

Calendario degli eventi (21 – 26 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar	22/2	11:45 GB	Discorso di Ramsden (BoE)
		21:30 USA	Discorso di Bostic (Fed)
Mer	23/2	10:30 GB	* Testimonianza di Bailey, Broadbent, Haskel e Tenreyro (BoE) presso commissione parlamentare
		18:00 GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
Gio	24/2	14:15 GB	* Discorso di Bailey BoE)
		17:00 GB	Discorso di Broadbent (BoE)
		17:10 USA	Discorso di Bostic (Fed)
		18:00 USA	Discorso di Mester (Fed)
		19:00 GB	Discorso di Pill (BoE)
Ven	25/2	EUR	* Riunione Eurogruppo
		EUR	* Riunione Ecofin
Sab	26/2	EUR	* Riunione Ecofin

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	gen	0.6 (0.5)	%	0.5	0.8
PPI m/m	gen	0.4 (0.2)	%	0.5	1.0
Indice Empire Manufacturing	feb	-0.7		12.1	3.1
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	dic	137.9 (137.4)	Mld \$		114.5
Prezzi all'import m/m	gen	-0.4 (0.2)	%	1.3	2.0
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	gen	-2.8 (2.3)	%	0.8	3.3
Vendite al dettaglio m/m	gen	-2.5 (1.9)	%	2.0	3.8
Produzione industriale m/m	gen	-0.1	%	0.4	1.4
Impiego capacità produttiva	gen	76.6 (76.5)	%	76.8	77.6
Scorte delle imprese m/m	dic	1.5 (1.3)	%	2.1	2.1
Indice Mercato Immobiliare NAHB	feb	83		83	82
Richieste di sussidio	settim	225 (223)	x1000	219	248
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.619 (1.621)	Mln	1.605	1.593
Licenze edilizie	gen	1.885	Mln	1.760	1.899
Nuovi cantieri residenziali	gen	1.708 (1.702)	Mln	1.700	1.638
Indice Philadelphia Fed	feb	23.2		20.0	16.0
Vendite di case esistenti (mln ann.)	gen	6.18	Mln	6.10	
Indice anticipatore m/m	gen	0.8	%	0.2	

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

L'indice **Empire della NY Fed** di febbraio ha registrato un modesto rialzo a 3,1 da -0,7, con moderati miglioramenti di nuovi ordini, consegne e occupazione. Gli indicatori dal lato dell'offerta sono poco variati e segnalano ancora difficoltà di approvvigionamento, mentre gli indici di prezzo mostrano stabilità su livelli elevati per i prezzi pagati (a 76,6) e un ampio rialzo per quelli ricevuti (a 54,1 da 37,1), sui massimi storici. Le aspettative a 6 mesi restano in territorio espansivo, anche se su livelli moderatamente più contenuti che a gennaio.

L'indice della **Philadelphia Fed** a febbraio è calato a 16 da 23, registrando correzioni per ordini e consegne, che però restano in territorio modestamente positivo. L'occupazione accelera, salendo a 32,3, e gli indici di prezzo restano su livelli elevati (69,3 per i prezzi pagati, 49,8 per i prezzi ricevuti). Gli indici a 6 mesi restano positivi per la crescita. Le domande speciali del mese riguardano le previsioni per i prezzi di vendita e per l'inflazione. **La previsione mediana dell'aumento dei prezzi di vendita nei prossimi 4 trimestri è di 5%** (da 5,3% previsto a novembre), in linea con l'aumento dei prezzi ricevuti nell'ultimo anno. La previsione per l'inflazione a 1 anno è di 5%, mentre per il lungo termine la dinamica dei prezzi è attesa al 3%. I dati confermano gli ampi rischi per l'inflazione nel 2022.

Le **vendite al dettaglio** di gennaio hanno sorpreso verso l'alto, con un aumento di 3,8% m/m, ma il dato di dicembre è stato rivisto ampiamente verso il basso a -2,5% m/m. Le vendite in senso stretto (escludendo il cibo consumato fuori casa) sono in rialzo di 4,4% m/m, spinte da un rimbalzo delle auto (5,9% m/m), della componente cura della persona (7,6% m/m) e degli acquisti online (14,5% m/m). Sono invece deboli l'abbigliamento (0,7% m/m) e la ristorazione (-0,9% m/m). I dati fanno prevedere una netta ripresa dei consumi di beni anche in termini reali a inizio 2022, dopo la chiusura d'anno debole nel 2021.

Anche la **produzione industriale** a gennaio ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 1,7% m/m, spinta dalle utility (+9,9% m/m) in forte rialzo per via del clima rigido, e dall'estrattivo (+1% m/m), in ripresa grazie all'aumento del prezzo del petrolio. Il manifatturiero registra un modesto +0,2% m/m, frenato da un ampio calo nel settore auto. Il trend nel comparto manifatturiero conferma che le restrizioni dal lato dell'offerta continuano a influenzare l'attività in molti settori.

Il **PPI** di gennaio ha registrato una nuova sorpresa verso l'alto, segnando un aumento di 1% m/m (consenso: 0,5% m/m) e una variazione annua di 9,7% a/a, sulla scia di incrementi marcati per alimentari ed energia. I beni e i servizi core hanno prezzi in rialzo di 0,8% m/m e 0,7% m/m, rispettivamente, con segnali di persistenza delle pressioni verso l'alto sull'inflazione al consumo.

La **Survey of Consumer Expectations** della NY Fed a febbraio ha registrato un calo delle aspettative di inflazione sull'orizzonte a 1 anno e a 3 anni, a 5,8% e 3,5% (da 4%), rispettivamente.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL t/t prelim	T4	-0.9	%	1.4	1.3
PIL t/t, ann. prelim	T4	-3.6	%	5.8	5.4
Produzione industriale m/m finale	dic	-1.0	%		-1.0
Ordinativi di macchinari m/m	dic	3.4	%	-1.8	3.6
Bilancia commerciale	gen	-583.3 (-582.4)	Mld ¥ JP	-1607.0	-2191.1
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	gen	0.5	%	0.3	0.2
CPI (naz.) a/a	gen	0.8	%		0.5

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

La prima stima del **PIL del 4° trimestre** ha mostrato una crescita di 5,4% t/t ann. (1,3% t/t), in ripresa dopo -3,6% t/t ann., grazie alla riapertura delle attività in autunno e alla fine dello stato di emergenza. La voce più solida in autunno è rappresentata dai consumi (2,7% t/t), spinti soprattutto dai beni durevoli. Gli investimenti non residenziali hanno registrato un incremento di 0,4% t/t, dopo -2,4% t/t dell'estate. Anche il canale estero ha sostenuto la crescita complessiva con un contributo di 0,2pp, grazie a una variazione di 1% t/t delle esportazioni e a una flessione di -0,3% t/t delle importazioni. Nel trimestre in corso, la ripresa dei contagi e delle restrizioni sanitarie e i vincoli dal lato dell'offerta dovrebbero determinare un nuovo modesto calo del PIL, con una correzione attesa dei consumi.

Il **CPI** a gennaio è aumentato di 0,5% a/a, con il **CPI core** in rialzo di 0,2% a/a, da 0,5% a/a e invariato su base mensile. Ad aprile è previsto un balzo dell'inflazione core, verso 1,8% a/a, per l'uscita dal calcolo della variazione annua delle riduzioni delle tariffe della telefonia mobile attuate nel 2021. Ipotizzando una stabilizzazione dei prezzi energetici nei prossimi mesi, l'inflazione core dovrebbe mantenersi intorno all'1,5% a/a dalla primavera in poi, per tornare poco sotto l'1% a marzo 2023.

Gli **ordini di macchinari** a dicembre sono aumentati di 3,6% m/m, contro aspettative di consenso per una contrazione di -1,8% m/m, segnando il terzo rialzo consecutivo, con contributi particolarmente positivi dal manifatturiero e più deboli dal non manifatturiero.

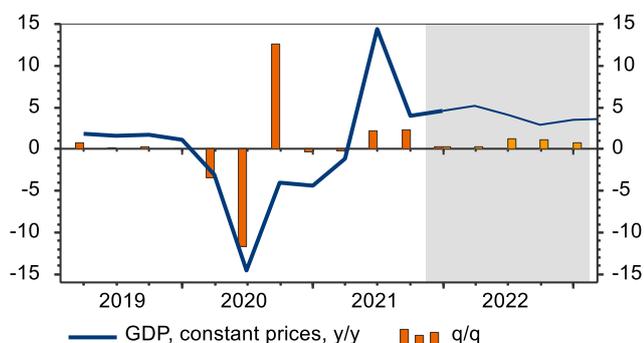
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	PIL a/a 2a stima	T4	4.6	%	4.6	
EUR	PIL t/t 2a stima	T4	0.3	%	0.3	
EUR	Produzione industriale m/m	dic	2.4	{2.3}	%	1.2
EUR	Fiducia consumatori flash	feb	-8.5		-8.0	
FRA	Tasso di disoccupazione	T4	8.0	{8.1}	%	7.8
FRA	IPCA m/m finale	gen	0.1	%	0.1	
FRA	IPCA a/a finale	gen	3.3	%	3.3	
FRA	CPI m/m Ex Tob	gen	0.2	%	0.3	
GER	ZEW (Sit. corrente)	feb	-10.2		-6.0	
GER	ZEW (Sentiment econ.)	feb	51.7		55.0	
ITA	Bilancia commerciale (totale)	dic	4.179	{4.163}	Mld €	1.103
ITA	Bilancia commerciale (EU)	dic	-0.044	{-0.060}	Mld €	-3.638

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

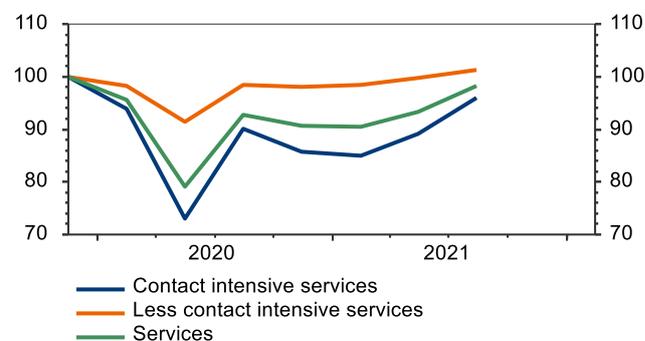
Area euro. La seconda lettura ha confermato che nel 4° trimestre 2021 il **PIL** è cresciuto di 0,3% t/t (4,6% a/a). Il marcato rallentamento del ritmo di crescita dal 2,3% t/t estivo è stato verosimilmente determinato dalla frenata dell'attività nei servizi per via della risalita dei contagi dovuta alla variante Omicron, il che lascia un'eredità statistica sfavorevole sul trimestre in corso. In scia al ridimensionamento del rischio sanitario vediamo una riaccelerazione dell'attività nella seconda metà di febbraio e, con più vigore, a marzo, ma è probabile che a causa della frenata subita tra dicembre e gennaio la crescita del PIL rimarrà circa stabile nel 1° trimestre 2022. La ripresa dovrebbe comunque riaccelerare nei trimestri centrali dell'anno, su ritmi intorno all'1% t/t. Dopo il 5,2% registrato nel corso del 2021 prevediamo una crescita in media annua al 3,9% nel 2022.

Area euro: PIL +0,3% t/t (+4,6% a/a) a fine 2021; la ripresa dovrebbe riaccelerare solo nei trimestri centrali del 2022



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

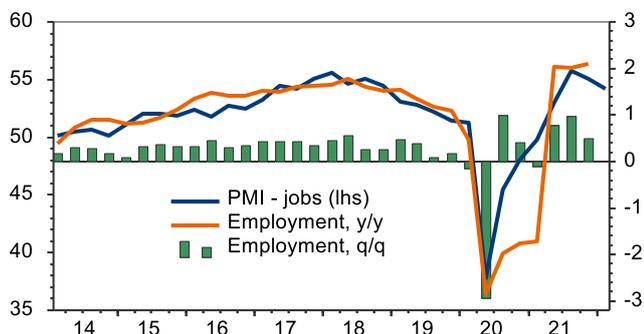
Saranno ancora i servizi, dove il potenziale di recupero è ampio, a sostenere la crescita tra la primavera e l'estate



Nota: 2019q4=100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Refinitiv-Datastream

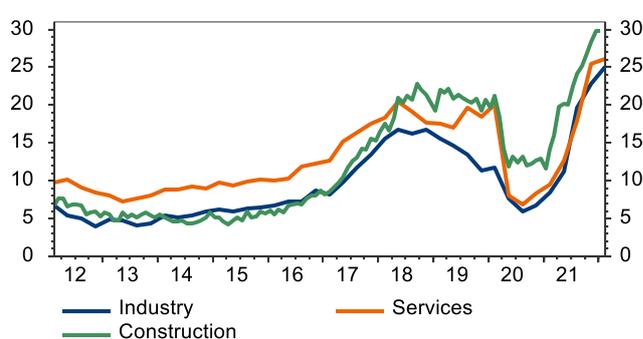
Area euro. Nel 4° trimestre del 2021 l'**occupazione** è cresciuta di 0,5% t/t da 1% t/t precedente, mentre la crescita tendenziale si è stabilizzata al 2,1%. È possibile che a inizio 2022 la ripresa delle assunzioni abbia rallentato per via della risalita dei contagi; tuttavia, i dati sulle posizioni vacanti e le indicazioni che emergono dalle indagini di fiducia sono coerenti con ulteriori progressi nel corso del 2022. A fronte di una solida domanda di lavoro, le imprese iniziano però a segnalare difficoltà nel reperire manodopera; ciò potrebbe generare maggiori pressioni al rialzo sui salari, soprattutto nei paesi dell'Europa settentrionale.

Le indagini sono coerenti con una domanda di lavoro ancora positiva



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

Le imprese iniziano a riportare difficoltà nel reperire manodopera

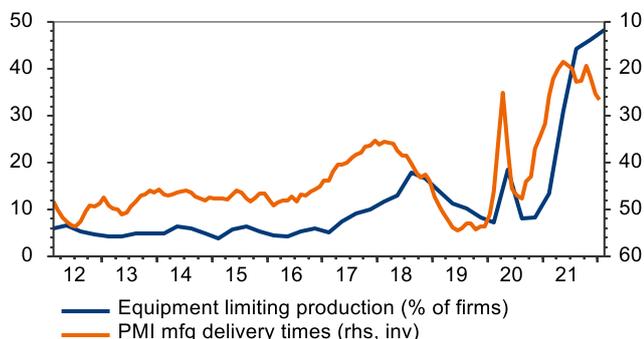


Nota: % di imprese che riportano difficoltà nel reperire manodopera. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea, Refinitiv-Datastream

Area euro. I dati destagionalizzati sul **commercio internazionale di beni** a dicembre hanno evidenziato un calo dell'export di -0,6% m/m (da +3% precedente) e un aumento dell'import di +3,1% m/m (da +4,3% di novembre), all'undicesimo mese consecutivo di crescita. Il deficit commerciale si è quindi ampliato a -9,7 miliardi di euro da -1,8 miliardi di novembre. Nel 4° trimestre le importazioni di beni sono cresciute a ritmi decisamente più vivaci rispetto alle esportazioni (10,9% t/t contro 4,2% t/t): il canale estero dovrebbe aver quindi fornito un apporto negativo alla crescita del PIL nell'Eurozona a fine 2021. Nell'anno in corso la crescita continuerà ad essere guidata dalla domanda interna, mentre il contributo del commercio internazionale dovrebbe risultare complessivamente modesto.

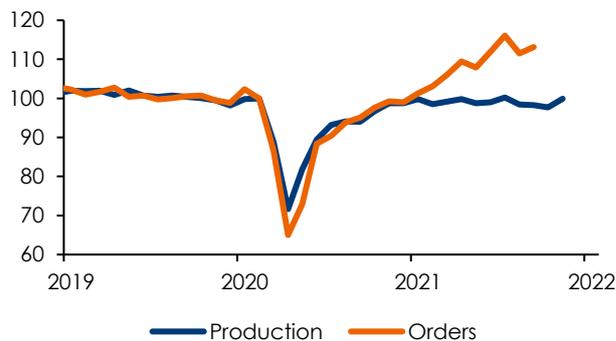
Area euro. A dicembre la **produzione industriale** è cresciuta di 1,2% m/m, mentre il rimbalzo registrato nel mese precedente è stato rivisto al rialzo di un decimo a 2,4% m/m. In termini tendenziali l'output è tornato in territorio positivo, a 1,6% da un precedente -1,4%. Il progresso di dicembre è stato guidato dal terzo trimestre consecutivo di crescita della produzione di beni strumentali (2,6% m/m), che ha ormai superato i livelli pre-COVID, offrendo anche indicazioni favorevoli sulla dinamica degli investimenti fissi delle imprese. In crescita anche l'output di beni intermedi (0,5% m/m) e dei beni di consumo non durevoli (0,4% m/m). In calo invece la produzione di prodotti energetici (-0,8% m/m) e di beni di consumo durevoli (-0,3% m/m). Tutti i principali comparti manifatturieri hanno ormai recuperato i livelli precedenti la pandemia, ma sono ancora i beni di consumo a mostrare la maggiore vivacità, per via dello spostamento delle spese private dai servizi ai beni durante il lockdown. Il secondo mese consecutivo di crescita non basta però a compensare la pesante flessione registrata ad ottobre (rivista peraltro ulteriormente al ribasso di due decimi a -1,5% m/m), che era stata penalizzata dal volatile dato irlandese. **Il 4° trimestre si chiude quindi con una contrazione di -0,5% t/t**, con l'industria che dovrebbe aver quindi sottratto circa un decimo alla crescita del valore aggiunto a fine 2021. Dopo tre trimestri consecutivi di flessione **l'industria potrebbe però tornare a crescere durante la stagione invernale**. La crescita registrata negli ultimi due mesi del 2021 lascia, infatti, un'eredità statistica favorevole sul 1° trimestre dell'anno in corso e anche nel caso di una (possibile) flessione dell'output a gennaio il settore dovrebbe ritornare a contribuire positivamente al PIL a inizio 2022. **I rischi per l'attività nel breve termine rimangono comunque rivolti verso il basso**, soprattutto per via dell'impatto del pesante rincaro delle tariffe energetiche, oltre che di strozzature all'offerta che, seppur con indicazioni di allentamento, restano severe. Una volta superati i mesi invernali però lo scenario appare più incoraggiante: le condizioni di domanda restano solide mentre lo stock di ordinativi inevasi e il basso livello delle scorte sono coerenti con una **riaccelerazione dell'attività produttiva a partire dai mesi primaverili**.

Le strozzature all'offerta restano severe ma emergono i primi modesti segnali di allentamento



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

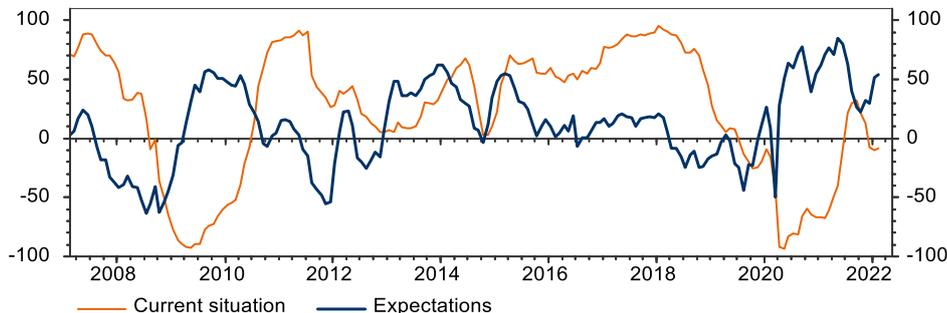
Il differenziale tra ordinativi e produzione offre segnali incoraggianti per l'output una volta superate le tensioni all'offerta



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ECB ed Eurostat

Germania. L'indice **ZEW** di febbraio ha visto una crescita a 54,3 da 51,7 precedente; il dato continua ad indicare ottimismo da parte degli analisti finanziari per i prossimi sei mesi. Anche l'indice sulla situazione corrente ha registrato un miglioramento (a -8,1 punti da -10,2 precedente), nonostante il difficile contesto internazionale. Rimane alta l'incertezza sul fronte inflazione: se da un lato poco più del 50% degli operatori vede un calo dell'inflazione dell'Eurozona nei prossimi sei mesi, dall'altro cresce l'indice delle aspettative sui prezzi (+3,6 punti rispetto al livello di gennaio).

ZEW: le aspettative migliorano lievemente a febbraio



Fonte: ZEW

Paesi Bassi. La **prima stima** indica che nel 4° trimestre il **PIL** ha riportato una crescita di 0,9% t/t (6,1% a/a), a dispetto di una contrazione attesa dal consenso. Lo spaccato mostra un contributo della domanda interna di +0,7%, da +1,8% precedente; i consumi privati sono diminuiti marginalmente (-0,1% t/t), mentre gli investimenti fissi sono aumentati di 2,6% t/t. L'export ha contribuito positivamente alla crescita per circa mezzo punto, con le esportazioni a -0,1% t/t da +2,2% precedente e le importazioni a -0,8% t/t da +3,1%. Il 2021 si chiude con una crescita del PIL di 4,8% (un dato più forte delle attese); per il 2022 la dinamica dovrebbe moderare a 3,6%.

Italia. A dicembre i dati sul **commercio internazionale di beni** hanno registrato una flessione delle esportazioni (-1,1% m/m da +2,7% precedente) a fronte del terzo ampio incremento consecutivo per le importazioni (in accelerazione a +7,5% m/m da +2% di novembre). Il calo dell'export è prevalentemente imputabile alle vendite al di fuori dell'Unione Europea (-2,1% m/m) mentre quelle verso gli altri Paesi membri sono sostanzialmente stagnanti (-0,2% m/m). Tra i principali raggruppamenti d'industrie invece il dato sulle esportazioni è penalizzato dall'energia (-13%), al netto della quale l'export è in diminuzione di un più contenuto -0,5%. Il calo risulta comunque

diffuso anche a beni strumentali (-1,9%), intermedi (-0,9%) e di consumo durevoli (-0,5%); solamente i beni di consumo non durevoli registrano un incremento congiunturale (+1,3%). A trainare le importazioni sono invece i beni strumentali (+25,5%) e durevoli (+11,7%) ma la crescita risulta comunque diffusa anche alle altre componenti. Le importazioni di energia sono però in aumento solo marginale (+0,4%) al netto del quale l'import è in crescita di un più ampio 8,7%. Nel 4° trimestre le importazioni sono cresciute a ritmi decisamente più vivaci rispetto alle esportazioni (+7,5% t/t contro +2,4% t/t) e i dati su volumi e valori medi unitari suggeriscono che tali dinamiche non sono spiegate esclusivamente dal rincaro dei prezzi all'import. Perciò, come già evidenziato dall'Istat in occasione della stima preliminare dei dati di contabilità nazionale, il canale estero dovrebbe aver fornito un contributo negativo alla crescita del PIL a fine 2021. Su base tendenziale l'export è in crescita del 16,2% mentre l'import è in salita del 37,2%; nel corso del 2021 le esportazioni sono cresciute in media del 18% rispetto al 2020 mentre le importazioni sono in aumento del 24,9%. A dicembre il saldo commerciale si è ridimensionato a 1.103 milioni di euro (6.790 milioni un anno prima) e nel complesso del 2021 è sceso a 50,4 miliardi da 63,3 del 2020. Al netto dell'energia il surplus è invece aumentato a 89,5 miliardi dagli 85,7 miliardi del 2020.

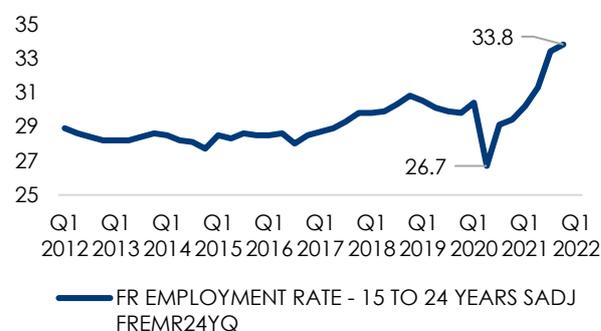
Francia. Nel 4° trimestre 2021, la **disoccupazione** ha sorpreso verso il basso, riportando un calo di 189 mila unità, in valore assoluto la variazione negativa più ampia di tutto il 2021. Il tasso dei senza lavoro passa dunque al 7,4% (-0,6%) della popolazione attiva (2,239 mln di persone). Se si esclude il periodo a cavallo della prima ondata pandemica (T2 2020), cui aveva fatto seguito un'ampia discesa della partecipazione, quello di fine 2021 è il dato migliore dal 2008 (-0,8% rispetto a dicembre 2019). Nel 4° trimestre, il tasso di occupazione (nella fascia d'età 15-64) cresce di due decimi al 67,8% (massimo storico); si registrano variazioni positive in tutte le fasce d'età: +0,4% tra i giovani (15-24), +0,3% nelle coorti centrali (25-49) e +0,1% tra i soggetti di età compresi tra 50 e 64 anni. Nella prima parte dell'anno, ci attendiamo una sostanziale stabilità nelle dinamiche occupazionali, che dovrebbero tornare vivaci solo nella seconda parte del 2022.

In netta accelerazione il trend al ribasso della disoccupazione a fine 2021



Fonte: INSEE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'occupazione giovanile è sui livelli più alti dal 1991



Fonte: Refinitiv Datastream ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

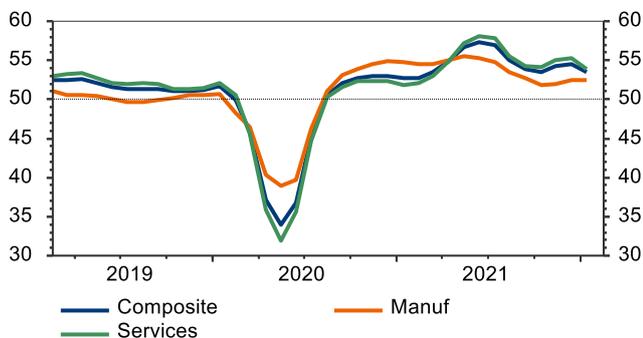
Francia. La **stima finale** ha confermato che a gennaio l'**inflazione** è cresciuta sull'indice nazionale, a 2,9% a/a da 2,8% di dicembre, ed è calata sulla misura armonizzata, a 3,3% a/a da 3,4% precedente. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di tre decimi sull'indice nazionale ed un decimo su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dalla componente energia (a 19,9% a/a da 18,5%); di contro, l'indice core è sceso a 1,6% a/a da 1,9% precedente. In media d'anno nel 2022 l'inflazione è vista a 2,8% sia sull'indice nazionale, che sull'armonizzato. Riteniamo che i rischi sul tasso di crescita dei prezzi siano al momento verso l'alto.

Cina. L'**inflazione dei prezzi al consumo** è scesa da 1,5% a/a in dicembre a 0,9% a/a in gennaio (consenso Bloomberg: 1,0%), toccando i minimi degli ultimi quattro mesi e posizionandosi poco

sopra i valori di metà 2021 (luglio: 0,7% a/a). L'aumento di 0,4% m/m è molto al di sotto della media stagionale a causa del calo mensile dei prezzi dell'abbigliamento e dei servizi per l'abitazione. L'inflazione tendenziale è rallentata in tutti i comparti, e resta ancora in territorio negativo per gli alimentari. L'**inflazione core** è rimasta invece stabile a 1,2% a/a per il terzo mese consecutivo, al di sotto dei livelli pre-pandemici, confermando l'assenza di pressioni da domanda. L'**inflazione dei prezzi alla produzione** è scesa più delle attese (consenso Bloomberg: 9,5% a/a), portandosi a 9,1% a/a in gennaio da 10,3% a/a in dicembre, grazie al secondo mese consecutivo di calo dei prezzi. L'inflazione dei prezzi alla produzione è spinta al ribasso dalla decelerazione tendenziale dei prezzi delle materie prime, nonostante gli aumenti degli ultimi mesi. Tuttavia, la variazione dei prezzi dei beni di consumo durevoli, in deflazione da qualche anno, ha registrato un aumento tendenziale per il terzo mese consecutivo. L'effetto base favorevole dovrebbe continuare a mitigare l'inflazione dei carburanti e, insieme al rallentamento di quella degli alimentari, dovrebbe mantenere l'inflazione al consumo verosimilmente al di sotto del 2% per gran parte dell'anno.

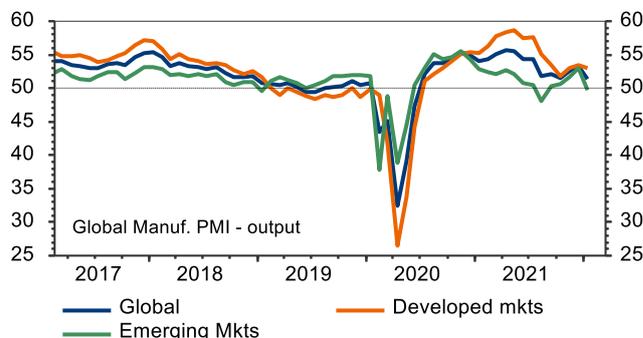
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



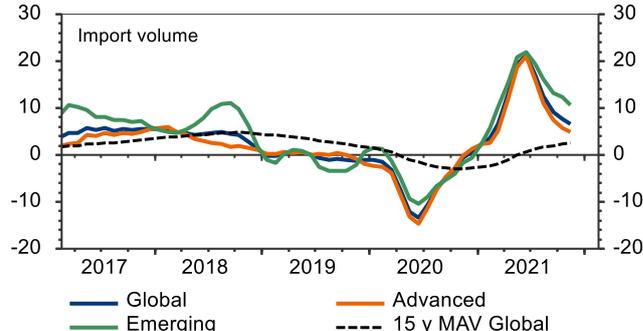
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



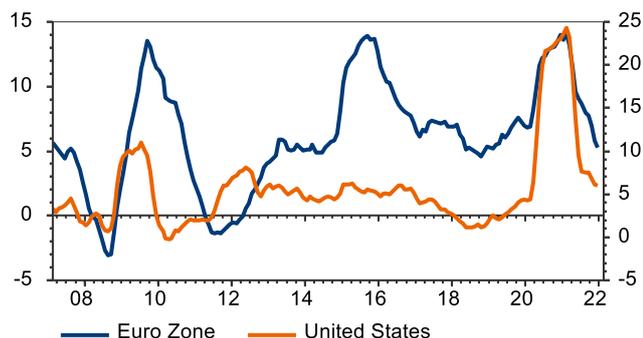
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



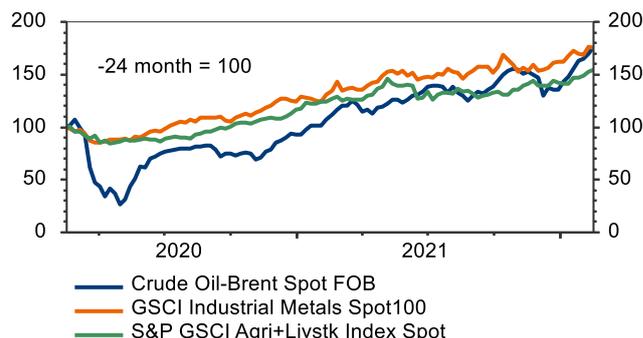
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

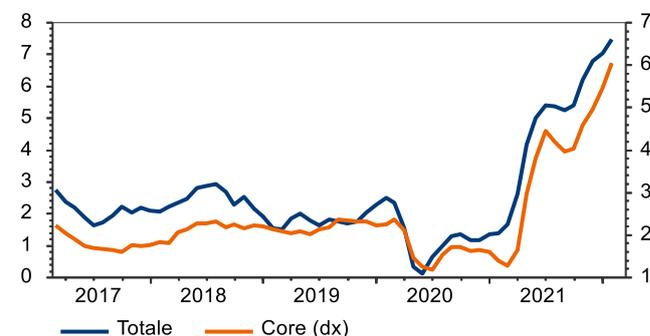
Stati Uniti

Indagini ISM



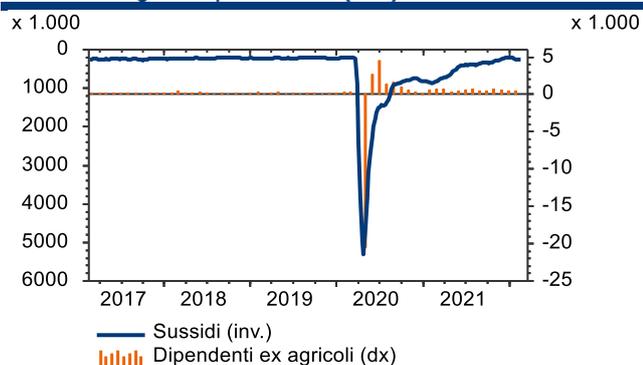
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



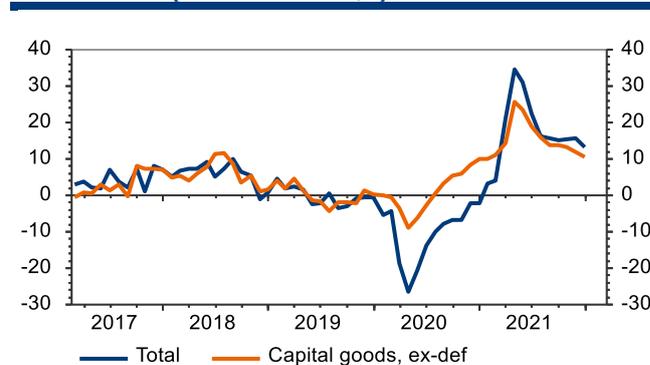
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

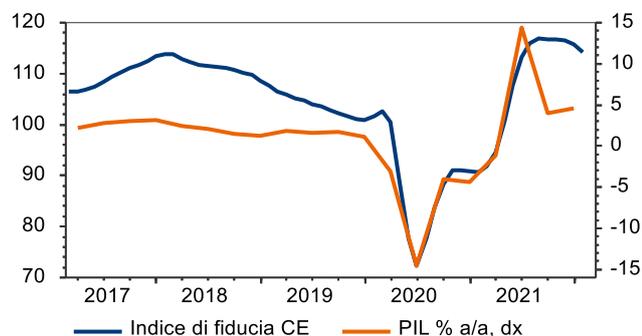
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022			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	5.8	1.2	1.9	4.8	5.3	6.7	7.4	6.3	5.5
Produzione Industriale	-7.2	5.5	4.7	2.0	1.0	1.6	0.8	1.1	1.6	1.2	0.6
Disoccupazione (%)	8.1	5.4	3.6	6.8	6.2	5.9	5.1	4.2	3.9	3.5	3.6

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

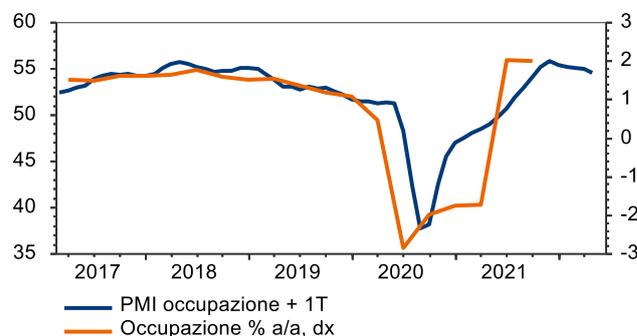
Area euro

PIL



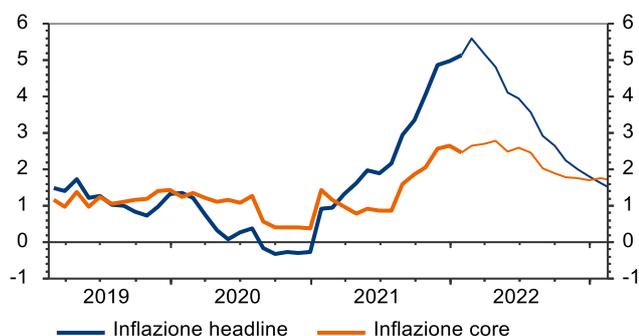
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio	1.4	0.9	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			2020	2021	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	0.1	1.2	1.2
Investimenti fissi	-7.3	3.7	4.7	2.7	0.0	1.2	-0.9	1.7	1.3	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	-0.1	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	7.8	2.5	-0.5	4.7	23.1	6.0	0.1	0.1	1.5	3.5
Disoccupazione (%)	8.0	7.7	6.8	8.3	8.2	8.0	7.5	7.1	7.0	6.9	6.7
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.51	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.55	-0.56	-0.54

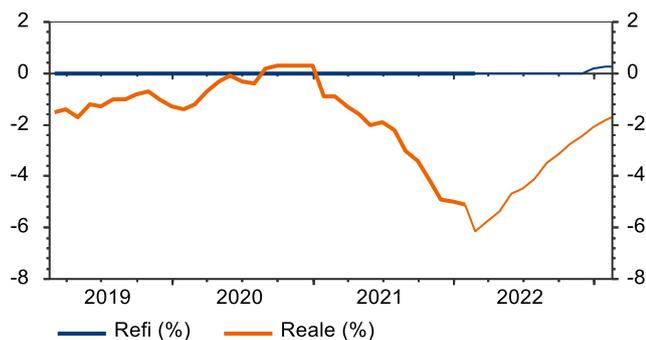
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	17/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
Euribor 1m	-0.57	-0.56	-0.58	-0.56	-0.56	-0.56	-0.55	-0.34
Euribor 3m	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.56	-0.56	-0.51	-0.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

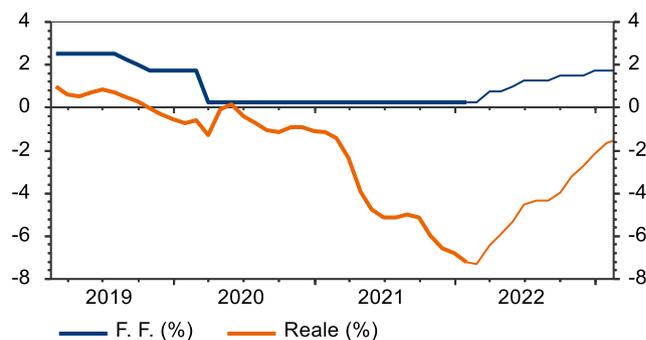


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	17/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75	1.25	1.50	1.75
OIS 3m	0.09	0.08	0.12	0.40	0.50	1.09	1.34	1.65

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

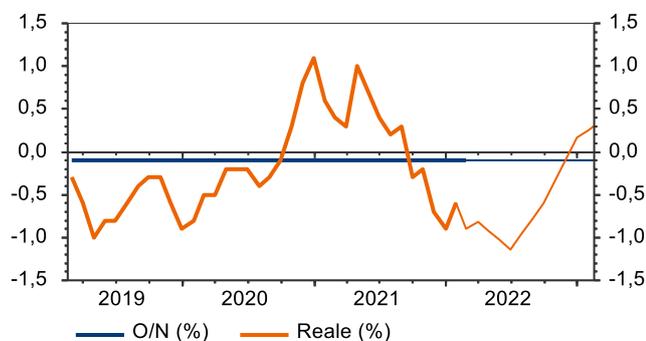


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	17/2	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

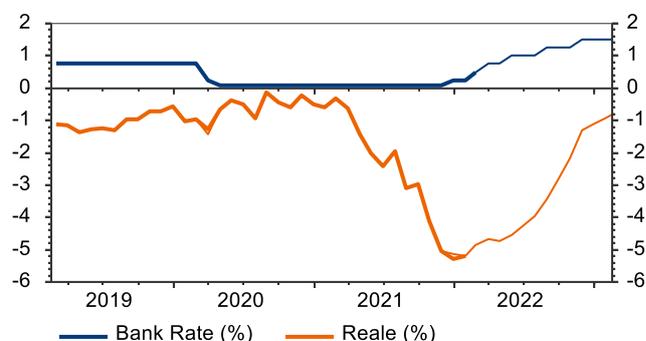


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	17/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50
Libor GBP 3m	0.08	0.08	0.26	0.87	0.85	1.20	1.45	1.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	18/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.21	1.17	1.13	1.14	1.1366	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	110	106	110	114	115	115.16	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.30	1.39	1.38	1.35	1.36	1.3610	1.33	1.38	1.42	1.44	1.48
EUR/CHF	1.06	1.08	1.07	1.05	1.04	1.0468	1.03	1.06	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	119	128	129	130	130	130.92	127	130	136	141	147
EUR/GBP	0.83	0.87	0.85	0.84	0.84	0.8350	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
---------------	-------	---------------------------------