

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Quali sono le implicazioni dell'invasione russa dell'Ucraina per l'economia mondiale? Più che le sanzioni economiche, ciò che conterà saranno le implicazioni per le forniture di gas all'Unione Europea, difficilmente sostituibili nel breve e nel medio termine. Siamo di fronte a uno shock idiosincratico negativo importante, che può inserire un cuneo fra l'area euro e il resto del mondo.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro**, l'attenzione degli investitori nella settimana entrante si focalizzerà soprattutto sui dati preliminari di inflazione a febbraio, che, nell'Eurozona, dovrebbe toccare un nuovo record da quando esistono serie comparabili, a 5,8% a/a da 5,1% precedente (si dovrebbe vedere una accelerazione anche in Italia e Germania). Gli sviluppi delle tensioni tra Russia e Ucraina saranno monitorati dagli investitori proprio soprattutto in relazione all'innescò di nuove fiammate inflazionistiche. Le condizioni sul mercato del lavoro in Germania e nell'intera Eurozona dovrebbero confermarsi espansive. La prima stima dei PMI in Italia dovrebbe vedere un recupero nei servizi grazie ai miglioramenti sul fronte sanitario. Infine, la produzione industriale in Francia dovrebbe segnare solo una parziale ripresa a gennaio dopo i due cali mensili consecutivi registrati a fine 2021.

Negli **Stati Uniti**, in settimana saranno pubblicati i principali dati di febbraio, con l'employment report e gli indici ISM. Gli occupati non agricoli sono previsti in aumento solido, intorno a 500 mila unità, spinti da una normalizzazione dell'attività nei servizi grazie al calo dei contagi. Il tasso di disoccupazione dovrebbe calare di 1 decimo a 3,9% con la forza lavoro stabile dopo il rialzo di gennaio. La dinamica salariale è prevista in crescita ancora sostenuta, anche se più moderata rispetto a gennaio. Gli indici ISM dovrebbero essere in aumento, più marcato nei servizi, in seguito al miglioramento del quadro sanitario, pur confermando persistenti freni dall'eccesso di domanda di beni e lavoro. La spesa in costruzioni di gennaio dovrebbe essere poco variata, spinta più da un effetto prezzi che dalla variazione dei volumi.

25 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

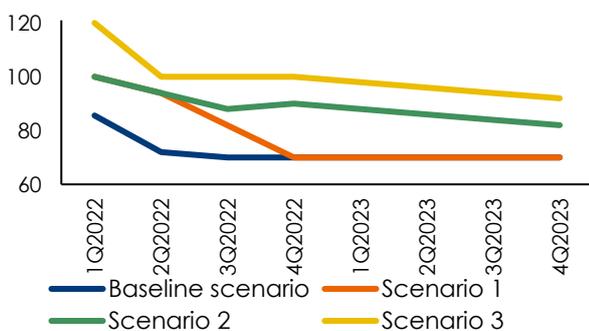
**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

## Il punto

Quali sono le implicazioni dell'invasione russa dell'Ucraina per l'economia mondiale? Più che le sanzioni economiche, ciò che conterà saranno le implicazioni per le forniture di gas all'Unione Europea, difficilmente sostituibili nel breve e nel medio termine. Siamo di fronte a uno shock idiosincratico negativo importante, che può inserire un cuneo fra l'area euro e il resto del mondo.

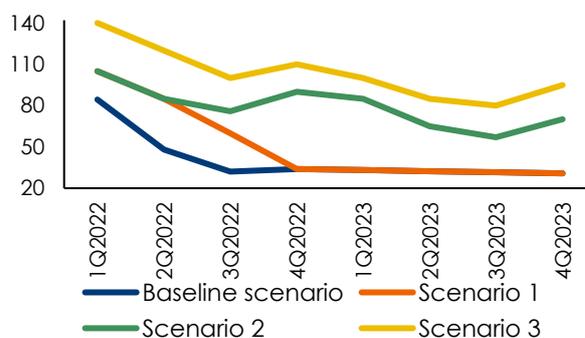
- L'invasione russa dell'Ucraina ha portato ieri all'annuncio di sanzioni finanziarie ed economiche contro diverse entità russe da parte di Stati Uniti, Unione Europea, Regno Unito e altri paesi. Rinviamo al nostro [Macro Flash](#) di oggi per dettagli e fonti, considerando che alcuni tasselli importanti sono ancora in via di definizione. Le misure ridurranno drasticamente l'accesso delle istituzioni finanziarie russe ai mercati finanziari europei e statunitensi, congelano alcune attività finanziarie e introducono forti limitazioni alle esportazioni di tecnologia verso la Russia. Alle sanzioni occidentali potrebbero seguire misure di rappresaglia commerciale da parte della Russia, ma la modesta rilevanza delle esportazioni dell'area euro verso quel paese (70 miliardi nel 2021, su un totale di 2418 miliardi) significa che le ripercussioni macroeconomiche saranno alquanto modeste, nell'aggregato.
- La nostra opinione è che **il canale macroeconomico di impatto largamente prevalente sarà costituito dal prezzo delle materie prime energetiche**. L'Unione Europea è fortemente dipendente dalle importazioni di gas naturale russo - per la generazione di energia elettrica, per il riscaldamento delle abitazioni e come input produttivo. L'attacco russo ha causato un balzo delle quotazioni del gas oltre EUR 100/MWh (con picchi ben superiori giovedì 24) e del petrolio a \$99/barile. In una [nota pubblicata il 16 febbraio](#), avevamo ipotizzato **3 scenari per il prezzo del gas naturale** (associati a scenari analoghi per il petrolio), qui riportati in figura 1 e 2. Il balzo attuale, se mantenuto, sarebbe coerente con una *media* per il 1° trimestre 2022 in linea con quanto ipotizzato negli scenari 1 e 2, sui quali ora ci concentriamo. **Lo scenario 2 diverge dal 2° trimestre, quando i prezzi restano più alti anche nei trimestri successivi**, come potrebbe accadere se la Russia continuasse a razionare le forniture, per esempio, limitandole a quanto stabilito dai contratti a lungo termine. Lo sviluppo della crisi rende questo secondo scenario sempre più probabile.

Fig. 1 – Petrolio: scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Prezzo del gas naturale in Europa: scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo

- Questi scenari implicano un drastico peggioramento della bilancia commerciale dell'area euro, che si riflette in una perdita di potere di acquisto per le famiglie (in parte coperta riducendo il risparmio), calo di redditività delle imprese e peggioramento dei conti pubblici. Gli impatti sono molto differenziati per paese, settore economico e livello di reddito (nel caso delle famiglie). Per quanto riguarda gli effetti aggregati, **nel primo scenario la crescita dell'Eurozona si riduce di 0,6% nel 2022, a 3,2%, mentre l'inflazione è più alta di 0,8%. Nel secondo scenario, la crescita si riduce di 0,8% e l'inflazione è più alta di 1,1% nel 2022, con effetti che restano significativi e dello stesso segno nel 2023 (-0,7% per la crescita)**. L'impatto sulla crescita mondiale sarebbe negativo rispettivamente per 0,2 e 0,3% nei due scenari, così come quello sulla crescita reale degli Stati Uniti. Nel terzo scenario, la crescita dell'area euro

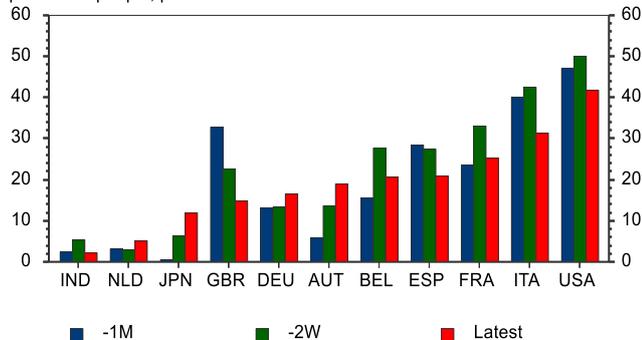
scende sotto il 3%. Ciò potrebbe rappresentare una sottostima, perché la simulazione non può catturare le conseguenze di discontinuità legate all'interruzione di produzioni non più economiche con prezzi così alti del gas, o non prioritarie in caso di razionamento della materia prima.

- In effetti, data la mostruosa fragilità del sistema energetico europeo, **l'aumento del prezzo potrebbe essere il minore dei problemi, se la Russia attuasse un razionamento aggressivo delle forniture**. Come spiega un recente [blog post](#) di Bruegel, per questioni infrastrutturali la possibilità di rimpiazzare i flussi con importazioni di LNG o un aumento della produzione domestica è limitata; in caso di una coda di inverno fredda, ci sarebbero poche alternative a una drastica riduzione dei consumi per evitare l'esaurimento delle scorte. Nello scenario più avverso, la crisi energetica porterebbe a una drastica riduzione dei livelli di attività nell'Eurozona, concentrata soprattutto nel settore industriale dal lato dell'offerta, e ampiamente diffusa a tutte le componenti dal lato della domanda. La crisi implicherebbe anche uno spiazzamento di produzione domestica con importazioni nei settori più energivori.
- Alla luce di queste considerazioni, lo spettro degli scenari di rischio che l'area euro fronteggia sta divergendo nettamente da quello degli Stati Uniti, con implicazioni per la dinamica relativa della politica monetaria e del cambio. Negli Stati Uniti si profila uno shock indiretto di domanda (estera) relativamente modesto, accompagnato da nuove pressioni al rialzo sul costo delle fonti primarie di energia (molte delle quali ora interne). Se l'impatto sulla politica monetaria americana potrebbe non essere importante, invece la BCE dovrà valutare seriamente se sia ancora opportuno accelerare la rimozione delle misure di stimolo.

## Monitor dell'impatto COVID

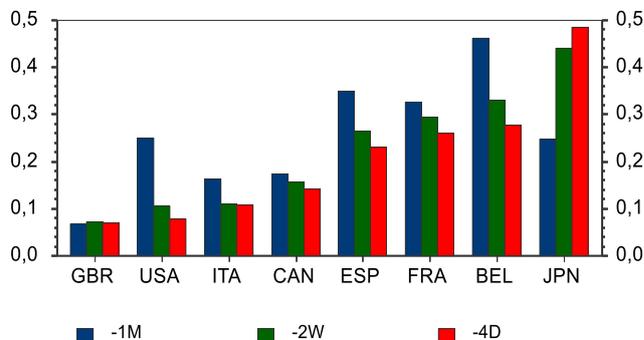
### Mortalità da COVID-19

per million people, per week



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



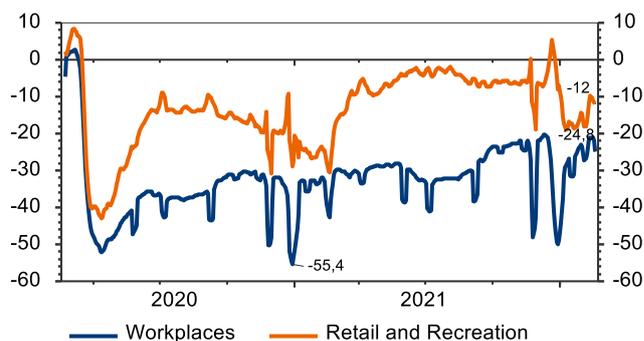
Fonte: OurWorldInData

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



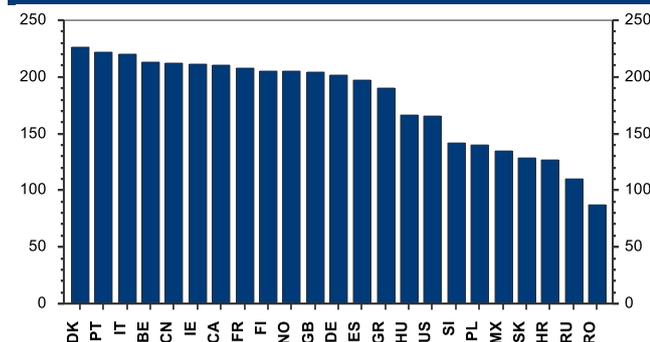
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



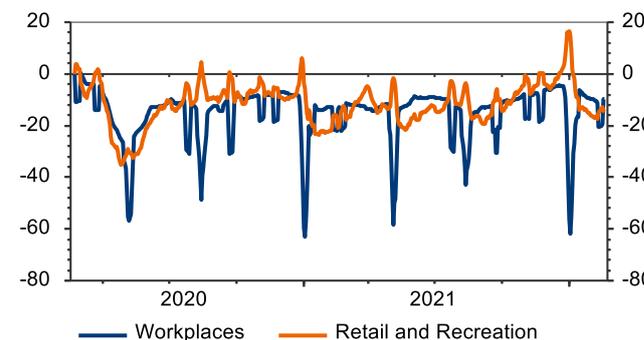
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, l'attenzione degli investitori nella settimana entrante si focalizzerà soprattutto sui dati preliminari di inflazione a febbraio, che, nell'Eurozona, dovrebbe toccare un nuovo record da quando esistono serie comparabili, a 5,8% a/a da 5,1% precedente (si dovrebbe vedere una accelerazione anche in Italia e Germania). Gli sviluppi delle tensioni tra Russia e Ucraina saranno monitorati dagli investitori proprio soprattutto in relazione all'innescio di nuove fiammate inflazionistiche. Le condizioni sul mercato del lavoro in Germania e nell'intera Eurozona dovrebbero confermarsi espansive. La prima stima dei PMI in Italia dovrebbe vedere un recupero nei servizi grazie ai miglioramenti sul fronte sanitario. Infine, la produzione industriale in Francia dovrebbe segnare solo una parziale ripresa a gennaio dopo i due cali mensili consecutivi registrati a fine 2021.

Negli **Stati Uniti**, in settimana saranno pubblicati i principali dati di febbraio, con l'employment report e gli indici ISM. Gli occupati non agricoli sono previsti in aumento solido, intorno a 500 mila unità, spinti da una normalizzazione dell'attività nei servizi grazie al calo dei contagi. Il tasso di disoccupazione dovrebbe calare di 1 decimo a 3,9% con la forza lavoro stabile dopo il rialzo di gennaio. La dinamica salariale è prevista in crescita ancora sostenuta, anche se più moderata rispetto a gennaio. Gli indici ISM dovrebbero essere in aumento, più marcato nei servizi, in seguito al miglioramento del quadro sanitario, pur confermando persistenti freni dall'eccesso di domanda di beni e lavoro. La spesa in costruzioni di gennaio dovrebbe essere poco variata, spinta più da un effetto prezzi che dalla variazione dei volumi.

### Martedì 1° marzo

#### Area euro

- **Area euro.** La stima finale degli indici **PMI manifatturieri** di febbraio dovrebbe confermare le letture preliminari (58,4 da 58,7 di gennaio). Non escludiamo però che possano emergere maggiori preoccupazioni circa l'impatto sulle filiere produttive delle tensioni geopolitiche, che non sembravano aver lasciato il segno sulle stime flash. In **Italia** l'indice PMI manifatturiero è visto calare per il terzo mese consecutivo, a 58 da 58,3 precedente: è probabile che le imprese italiane riportino una frenata dell'attività produttiva dovuta al forte rincaro dei prezzi energetici.
- **Germania.** La stima flash dai Länder dovrebbe indicare che a febbraio i **prezzi al consumo** hanno registrato un aumento di 1,2% sia sull'indice domestico che sull'armonizzato UE. La tendenza annua è attesa in crescita di mezzo punto sulla misura nazionale, a 5,4%, e di sette decimi su quella armonizzata (5,8% a/a). Stimiamo un'inflazione media annua al 3,9% nel 2022; i rischi su questo scenario previsivo sono verso l'alto.
- **Italia.** La prima stima sui **prezzi al consumo** di febbraio dovrebbe vedere un'ulteriore accelerazione dell'inflazione, a 5,3% a/a da 4,8% precedente sull'indice domestico e a 5,4% da 5,1% sulla misura armonizzata UE; le spinte verrebbero ancora dell'energia e in particolare dai carburanti. Considerati anche i crescenti rischi geopolitici, l'inflazione italiana potrebbe superare il 4% in media d'anno nel 2022.
- **Italia.** I **dati annui sui conti nazionali nel 2021** dovrebbero vedere una crescita del PIL di 6,5% in termini reali e del 7,4% su base nominale. Il debito pubblico dovrebbe essere calato nelle nostre stime al 150,8% del PIL, dal 155,6% del 2020; ciò sarebbe coerente con un consuntivo sull'indebitamento netto della PA migliore rispetto alle ultime proiezioni ufficiali governative (quelle incluse nella NADEF dello scorso settembre), ovvero vicino al 6% del PIL.

#### Stati Uniti

- La **spesa in costruzioni** a gennaio è prevista in aumento di 0,1% m/m, dopo lo 0,2% m/m a dicembre, con un moderato rialzo nel comparto residenziale, dovuto a una spinta dei prezzi, nonostante il recente indebolimento dei nuovi cantieri e delle costruzioni completate.

- L'**ISM manifatturiero** a febbraio è atteso in rialzo a 58,2 da 57,6 di gennaio. Come nei mesi precedenti, l'attività resta in espansione, con gli indicatori dal lato della domanda sempre solidi, anche se le imprese dovrebbero continuare a riportare vincoli dal lato dell'offerta che frenano l'output e spingono ancora verso l'alto i prezzi.

## Mercoledì 2 marzo

### Area euro

- **Area euro.** La **stima flash** dovrebbe registrare un nuovo massimo per l'**inflazione** in febbraio, a 5,8% a/a da 5,1% precedente. Il contributo principale dovrebbe arrivare ancora dalla componente energia (attesa sopra il 33% a/a), per via degli ulteriori rincari dei carburanti; l'indice core è atteso accelerare al 2,6% a/a. Nel mese, i listini sono attesi in crescita di circa nove decimi. L'inflazione potrebbe essere a un punto di massimo, ma l'escalation sul fronte russo-ucraino crea nuovi rischi al rialzo per i prossimi mesi.
- **Germania.** Il tasso di **disoccupazione** è atteso invariato al 5,1% in febbraio, in coerenza con i segnali arrivati dalle intenzioni di assunzione in base all'indagine PMI nei servizi e nell'industria. Nei prossimi mesi, il tasso dei senza lavoro dovrebbe assestarsi intorno al 5%.

### Stati Uniti

- La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli** privati di febbraio è prevista dal consenso a 323 mila, dopo -301 mila di gennaio.

## Giovedì 3 marzo

### Area euro

- **Area euro.** Le stime finali degli indici **PMI dei servizi** di febbraio dovrebbero confermare le indicazioni di riaccelerazione dell'attività in scia al calo dei contagi (55,8 da 51,1 di gennaio); non è da escludere anzi una ulteriore revisione al rialzo. Anche in **Italia** il morale nei servizi dovrebbe ritornare in territorio espansivo, a 53 da 48,5 precedente. Il PMI composito italiano dovrebbe quindi salire a 54,3 da 50,1, segnalando una ripresa dopo la frenata di inizio 2022.
- **Area euro.** La crescita delle assunzioni non dovrebbe aver risentito in maniera significativa della recrudescenza dei contagi di inizio anno. Le indagini congiunturali e i dati Indeed ad alta frequenza sulle offerte di lavoro sono coerenti con un calo di un decimo, a 6,9%, del **tasso di disoccupazione** a gennaio (si tratterebbe di un nuovo minimo storico). Le imprese iniziano a riportare difficoltà nel reperire manodopera: nel corso del 2022 saranno necessari maggiori progressi della partecipazione perché si vedano ulteriori miglioramenti occupazionali.

### Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a febbraio è atteso in rialzo a 61,5, da 59,9 di gennaio, grazie miglioramento del quadro sanitario, con il ritorno al lavoro dei dipendenti contagiati e la ripresa della domanda per i servizi aggregativi. Le imprese dovrebbero segnalare la persistente difficoltà a reperire manodopera che riduce il ritmo dell'attività, nonostante la domanda elevata.

## Venerdì 4 marzo

### Area euro

- **Francia.** A gennaio la **produzione industriale** è attesa tornare a crescere moderatamente (+0,2% m/m), dopo i due cali mensili consecutivi di fine 2021. Un contributo positivo dovrebbe giungere dai comparti alimentare, chimico e delle attrezzature, a fronte di una possibile nuova contrazione nel settore auto, frenato da un riacutizzarsi delle difficoltà di approvvigionamento di materie prime. I rischi sono orientati verso il basso, anche in considerazione dell'elevato assenteismo registrato nel mese per via della diffusione della variante Omicron. Nel nostro scenario di base, l'output industriale dovrebbe tornare vivace solo a partire dai mesi primaverili.

- **Italia.** La seconda stima sul **PIL** del 4° trimestre 2021 dovrebbe confermare il rallentamento a 0,6% t/t (da 2,6% precedente), per una variazione tendenziale a 6,4% e un consuntivo 2021 a 6,5%. Lo spaccato delle componenti dovrebbe evidenziare che la crescita è venuta dalla domanda domestica (in particolare dagli investimenti), in presenza di un apporto negativo degli scambi con l'estero. Vediamo un ulteriore rallentamento nel trimestre corrente, attorno a 0,2% t/t, prima di una riaccelerazione a partire dalla primavera.
- **Area euro.** A gennaio l'aumento record dei contagi e il rincaro dei prezzi al consumo dovrebbero aver frenato le **vendite al dettaglio**, che dovrebbero essere calate per il secondo mese consecutivo, stimiamo di -0,9% m/m da -3% precedente. Gli acquisti dovrebbero tornare a salire a febbraio una volta superato il picco dei contagi; in ogni caso, nel corso del 2022 la dinamica delle vendite al dettaglio dovrebbe risultare meno vivace rispetto al 2021, per via dello spostamento di parte della domanda dai beni ai servizi.

### Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a febbraio sono previsti in aumento di 490 mila unità, circa in linea con la media degli ultimi due mesi, con possibili sorprese derivanti dagli effetti di Omicron. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe scendere a 3,9%, con una stabilizzazione della forza lavoro, dopo l'ampio aumento di dicembre. I **salari orari** sono previsti in crescita di 0,5% m/m, dopo 0,7% m/m, per via del ritorno al lavoro degli occupati nella fascia bassa della distribuzione salariale. I dati dovrebbero confermare un quadro coerente con la massima occupazione sul mercato del lavoro e con la necessità di iniziare a rimuovere lo stimolo monetario al più presto.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (28 febbraio – 4 marzo)

Lun	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	28/2	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		gen	1,2 (1,4)	%	1,4	
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		gen	-1,0	%	-0,7	
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		feb	6,2	%	6,8	
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		gen	-101,0	Mld \$		
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	feb	65,2		62,5	
Mar	1/3	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		feb	prel 52,9			
		02:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	feb	50,1			
		02:30	CN	PMI composito - Caixin		feb	51,0			
		02:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		feb	51,1			
		02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	feb	49,1			
		09:30	GB	Credito al consumo		gen	0,831	Mld £		
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	feb	58,3		58,3	58,0
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		feb	prel 57,6		57,6	57,6
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	feb	prel 58,5		58,5	58,5
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	feb	prel 58,4		58,4	58,4
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	feb	57,3			
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	feb	4,8	%		5,3
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	feb	1,6	%		0,5
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	feb	5,1	%	5,1	5,4
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	feb	0,0	%		0,1
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	feb	5,2	%	5,2	5,8
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	feb	0,9	%	0,7	1,2
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	feb	4,9	%	4,9	5,4
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	feb	0,4	%	0,7	1,2
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		feb	57,5			
16:00	USA	Spesa in costruzioni		gen	0,2	%	0,0	0,1		
16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	feb	57,6		58,0	58,2		
Mer	2/3	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	feb	-48	x1000	-23	
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		feb	5,1	%	5,0	5,1
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	feb	5,1	%	5,3	5,8
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	feb	2,4	%	2,7	2,6
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		feb	-301	x1000	323	
Gio	3/3	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	feb	51,4			
		06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		feb	36,7			
		09:45	ITA	PMI servizi		feb	48,5		52,2	53,0
		09:50	FRA	PMI servizi finale		feb	prel 57,9		57,9	57,9
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	feb	prel 56,6		56,6	56,6
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	feb	prel 55,8		55,8	55,8
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	feb	prel 55,8		55,8	55,8
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	feb	60,8			
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	gen	7,0	%	7,0	6,9
		11:00	EUR	PPI a/a		gen	26,2	%		
		14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale		T4	prel 6,6	%	6,5	
		14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	*	T4	prel 0,3	%	0,5	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	232	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1,476	Mln		
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		feb	56,0			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		feb	56,7			
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	feb	59,9		61,0	61,5
16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		gen	-0,4	%	0,5			
16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	gen	-0,7	%				
16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	gen	0,6	%				
Ven	4/3	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		gen	2,7	%	2,7	
		00:30	GIA	Job to applicant ratio		gen	1,2		1,2	
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		gen	6,8	Mld €	7,1	
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	gen	-0,2	%	0,5	0,2
		10:00	ITA	PIL a/a finale		T4	prel 6,4	%	6,4	6,4
		10:00	ITA	PIL t/t finale	*	T4	prel 0,6	%	0,6	0,6
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		gen	-3,0	%	1,5	-0,9
		14:30	USA	Salari orari m/m		feb	0,7	%	0,5	0,5
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	feb	4,0	%	3,9	3,9
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	feb	467	x1000	381	490

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 (28 febbraio – 4 marzo)**

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	28/2	12:30	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		16:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Mar	1/3	19:30	GB	Discorso di Saunders (BoE)
		20:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		20:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
Mer	2/3	15:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		15:30	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		16:00	USA	* Audizione di Powell (Fed) di fronte alla Camera
		17:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		19:30	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		21:00	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
22:30	USA	Discorso di Logan (Fed)		
Gio	3/3	02:30	GiA	Discorso di Nakagawa (BoJ)
		13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di febbraio
		16:00	USA	* Audizione di Powell (Fed) di fronte al Senato
Ven	4/3	00:00	USA	Discorso di Williams (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	dic	18.3		% 18.0	18.6	
Indice dei prezzi delle case m/m	dic	1.2	(1.1)	%	1.2	
Markit PMI Composito prelim.	feb	51.1			56.0	
Markit PMI Manif. prelim.	feb	55.5		56.0	57.5	
Markit PMI Servizi prelim.	feb	51.2		53.0	56.7	
Fiducia consumatori (CB)	feb	111.1	(113.8)	110.0	110.5	
Richieste di sussidio	settim	249	(248)	x1000	235	232
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.588	(1.593)	Mln	1.580	1.476
Deflatore consumi core t/t prelim	T4	4.9		%	4.9	5.0
PIL t/t ann. prelim	T4	6.9		%	7.0	7.0
PIL, deflatore t/t ann. prelim.	T4	7.0		%	6.9	7.2
Vendite di nuove case (mln ann.)	gen	0.839	(0.811)	Mln	0.806	0.801
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	gen	-0.7		%	0.8	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	gen	0.6		%	0.4	
Deflatore consumi (core) a/a	gen	4.9		%	5.1	
Deflatore consumi a/a	gen	5.8		%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	gen	-0.6		%	1.5	
Redditi delle famiglie m/m	gen	0.3		%	-0.3	
Deflatore consumi (core) m/m	gen	0.5		%	0.5	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	feb	61.7			61.7	

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

Gli indici **PMI Markit flash** di febbraio hanno mostrato una netta ripresa dell'attività dopo la frenata dovuta all'ondata pandemica del mese scorso. Nel **manifatturiero**, l'indice è salito a 57,5 da 55,5, spinto da un nuovo aumento dei tempi di consegna (indice di strozzature all'offerta), oltre che da produzione, ordini e occupazione, mentre la crescita dei prezzi rallenta. Nei **servizi**, il rialzo dell'indice è molto marcato, a 56,7 da 51,2, con segnali di accelerazione della domanda, dell'occupazione e dei prezzi. L'indice composito della produzione, a 56 da 51,1 testimonia il proseguimento dell'espansione della domanda dopo la frenata causata da Omicron, con un significativo contributo dai servizi.

La **fiducia dei consumatori rilevata dal Conference Board** a febbraio è calata per il secondo mese consecutivo a 110,5 da 111,1. L'indagine ha mostrato un rialzo delle condizioni correnti a 145,1 da 144,5, e una correzione a 87,5 da 88,8 delle aspettative, con una contrazione della percentuale di intervistati che programmano acquisti di case, beni durevoli e vacanze nei prossimi 6 mesi. Le preoccupazioni per l'inflazione sono di nuovo in rialzo, mentre le famiglie sono meno ottimiste sulle prospettive del mercato del lavoro e sulle condizioni finanziarie. L'indagine punta a una crescita dei consumi moderata a inizio anno.

La seconda stima del **PIL del 4° trimestre** ha registrato un rialzo della variazione trimestrale a 7% t/t ann., da 6,9% t/t ann. della stima preliminare. La revisione è il risultato di modifiche contrastanti per diverse componenti (verso il basso per i consumi, verso l'alto per gli investimenti fissi, residenziali e non). Il contributo delle scorte, invariato a 4,9pp a fine 2021, probabilmente si invertirà di segno a inizio 2022. Il **deflatore dei consumi core** è stato rivisto verso l'alto a 5% t/t ann. da 4,9%.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 19 febbraio sono scese a 232 mila da 249 mila. Secondo il Department of Labor in alcuni Stati le richieste sono state spinte non solo dai contagi ma anche dalla chiusura di alcuni stabilimenti auto.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	feb	55.4			52.9

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

I **PMI flash** di febbraio hanno registrato un ampio impatto dell'aumento dei contagi dovuto a Omicron. Nel **manifatturiero**, l'indice è sceso a 52,9, con l'indice di produzione in territorio recessivo, a 48,7, mentre i tempi di consegna e i prezzi continuano a segnalare strozzature all'offerta. Nei **servizi**, l'indice di attività è crollato a 42,7, sui minimi da maggio 2020. La frenata dell'attività dovrebbe essere transitoria e invertirsi a marzo.

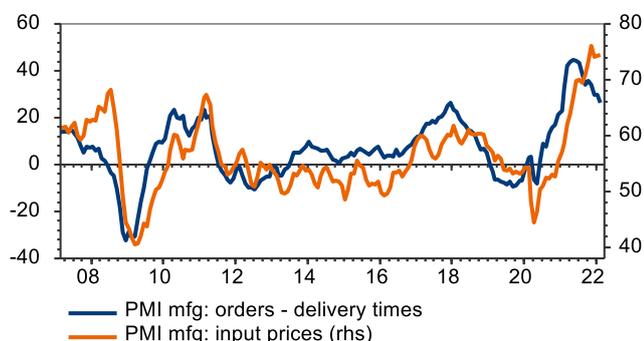
#### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	feb	2.7		2.3
BEL	PIL t/t finale	T4	0.5	%	0.5
EUR	PMI servizi prelim	feb	51.1	52.0	55.8
EUR	PMI manifatturiero prelim	feb	58.7	58.7	58.4
EUR	PMI composito prelim	feb	52.3	52.7	55.8
EUR	M3 dest. a/a	gen	6.9	%	6.4
EUR	Fiducia consumatori finale	feb	-8.8	-8.8	-8.8
EUR	Fiducia servizi	feb	9.1	10.3	13.0
EUR	Indice di fiducia economica	feb	112.7	113.1	114.0
EUR	Fiducia industria	feb	13.9	14.2	14.0
FRA	PMI servizi prelim	feb	53.1	53.6	57.9
FRA	PMI manifatturiero prelim	feb	55.5	55.5	57.6
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	feb	113	(112)	112
FRA	Fiducia consumatori	feb	99	100	98
FRA	Spese per consumi m/m	gen	0.0	(0-2) %	-0.5
FRA	IPCA a/a prelim	feb	3.3	%	3.6
GER	PPI m/m	gen	5.0	%	1.5
GER	PPI a/a	gen	24.2	%	24.2
GER	PMI servizi prelim	feb	52.2	53.0	56.6
GER	PMI manifatturiero prelim	feb	59.8	59.5	58.5
GER	IFO	feb	96.0	(95-7)	96.5
GER	IFO (sit. corrente)	feb	96.2	(96-1)	96.6
GER	IFO (attese)	feb	95.8	(95-2)	96.1
GER	Fiducia consumatori	mar	-6.7	-6.3	-8.1
GER	Prezzi import a/a	gen	24.0	%	23.7
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T4	1.4	%	1.4
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T4	-0.7	%	-0.3
ITA	Fatturato industriale a/a	dic	22.2	%	14.3
ITA	Fatturato industriale m/m	dic	2.4	%	-2.1
ITA	Fiducia consumatori	feb	114.2	115.0	112.4
ITA	Indice di fiducia delle imprese	feb	113.7	(113-9)	113.4
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	gen	4.74	Mld €	-4.17

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

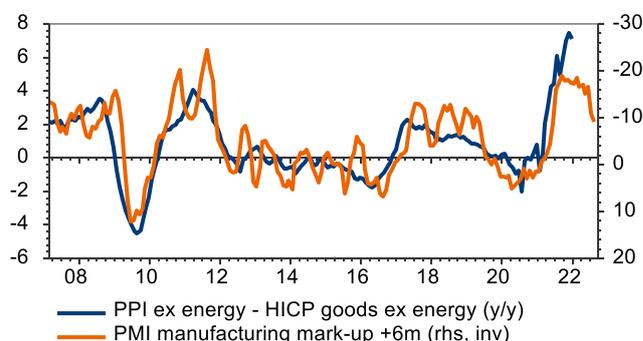
**Area euro.** I **PMI flash** di febbraio hanno offerto indicazioni di riaccelerazione della ripresa dopo che la risalita dei contagi aveva frenato l'attività a cavallo d'anno, confermando però uno scenario di pressioni inflattive ancora robuste e diffuse. L'indice composito è risalito a 55,8 da 52,3, sui massimi dallo scorso settembre, sostenuto dai **servizi** (55,8 da 51,1, al livello più alto in tre mesi), che stanno riguadagnando spinta in scia al ridimensionamento del rischio sanitario. La modesta correzione registrata nella **manifattura** (58,4 da 58,7, minimo da dicembre) è invece imputabile a nuove indicazioni di allentamento delle strozzature all'offerta (la crescita dei tempi di consegna si è ridimensionata per il quarto mese consecutivo) a fronte di una domanda ancora solida (accelera l'attività produttiva e il flusso di ordinativi, anche esteri). Il ridimensionamento delle strozzature (che rimangono comunque ancora vincolanti) ha anche contribuito ad attenuare le spinte sui prezzi a monte della catena produttiva (l'indice relativo ai prezzi degli input manifatturieri ha toccato un minimo da marzo 2021 a 81,8 da 83,5). Tuttavia, le pressioni inflattive restano complessivamente severe e diffuse a tutti i settori, con **l'indice composito sui prezzi di vendita che ha toccato un nuovo massimo storico** (62,8 da 61,9). I PMI sono coerenti con una crescita del PIL intorno allo 0,5% t/t nel 1° trimestre 2022; una stima che potrebbe però risultare ottimistica: la battuta d'arresto subita a cavallo d'anno dovrebbe infatti lasciare un'eredità statistica sfavorevole sull'intero trimestre, mentre le tensioni geopolitiche rappresentano il principale fattore di rischio sullo scenario su tutto il 2022.

**L'allentamento delle strozzature all'offerta si trasmette anche sui costi degli input manifatturieri...**



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

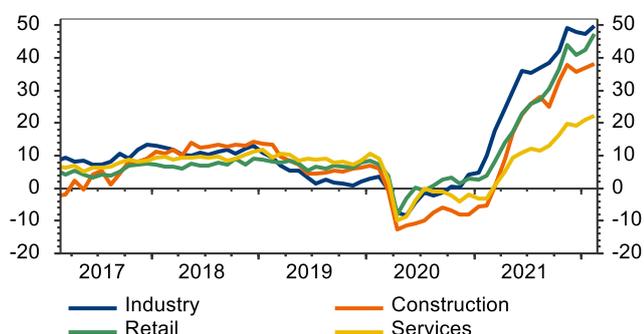
**... ma le pressioni inflattive restano robuste e le imprese stanno iniziando a trasferire i maggiori costi produttivi ai consumatori**



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

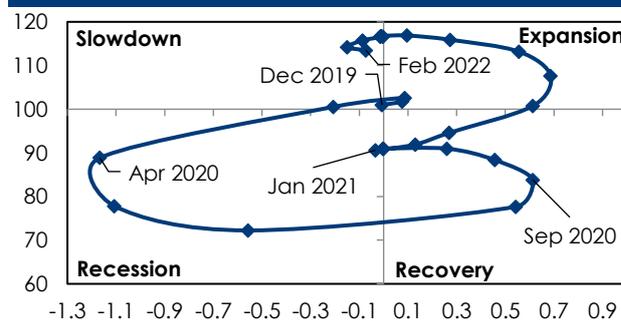
**Area euro.** Le **indagini della Commissione Europea** riportano un miglioramento dell'indice di fiducia economica a febbraio dopo la battuta d'arresto registrata tra dicembre e gennaio. Si segnala però che le indagini (condotte tra l'1 e il 18 febbraio) non incorporano ancora l'intensificarsi delle tensioni tra Russia e Ucraina che dovrebbero quindi pesare sul morale di famiglie e imprese nei prossimi mesi. A febbraio il miglioramento dell'**ESI** (114 da 112,7) è trainato dal rimbalzo dell'attività nei **servizi** (13 da 9,1) che beneficia del calo dei contagi mentre l'indice relativo all'**industria** (14 da 13,9) resta su livelli prossimi al massimo storico dello scorso luglio. In aumento per il secondo mese consecutivo la fiducia nel commercio al dettaglio (5,4 da 3,7) mentre torna a salire nelle costruzioni (9,9 da 8,1), entrambi su livelli superiori alla media di lungo periodo. Le indicazioni sui **prezzi di vendita** confermano infine la presenza di pressioni inflattive intense e diffuse, toccando nuovi record storici nell'industria, nei servizi e nel commercio al dettaglio, mentre nelle costruzioni raggiungono un massimo dal 1990. Nonostante il ridimensionamento del rischio sanitario la fiducia dei **consumatori** è calata per il quinto mese consecutivo (confermata la correzione a -8,8 da -8,5 già evidenziata dalla stima preliminare), a segnalare come i rincari dei prezzi al consumo abbiano sostituito la pandemia come principale elemento di incertezza per le famiglie. La relazione tra indice ESI e crescita sarebbe coerente con un'espansione del PIL intorno allo 0,2% t/t nel 1° trimestre 2022. Alla luce dell'esacerbarsi delle tensioni geopolitiche stanno però crescendo rischi al ribasso per lo scenario nell'anno in corso.

**Le pressioni inflattive restano robuste e diffuse, con le indicazioni sui prezzi di vendita che toccano nuovi record**



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

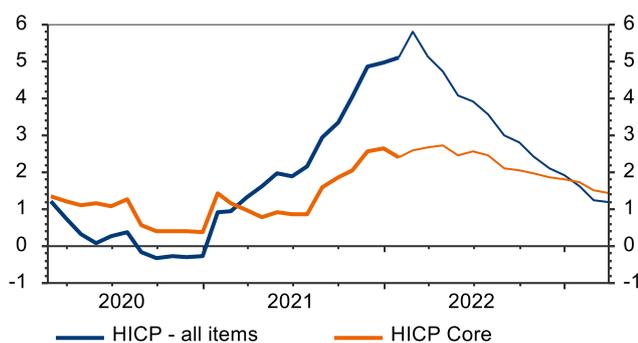
**Prima delle tensioni tra Russia e Ucraina la ripresa in Eurozona stava riguadagnando spinta**



Nota: livello (asse y) e variazione mensile (asse x) dell'indice ESI (media mobile a 3 mesi). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea, Refinitiv-Datastream

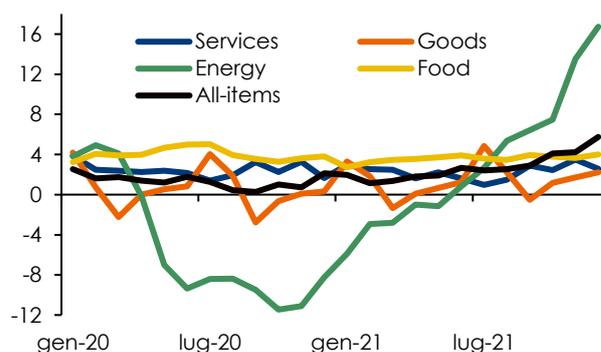
**Area euro.** La **seconda lettura** ha confermato che in gennaio l'**inflazione** è cresciuta di un decimo, a 5,1% a/a (mentre il consenso si attendeva un rallentamento a 4,4%): si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili, ovvero almeno dal 1998. Il rialzo della componente energetica (a 28,8% 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 ribassistista dovuta ad effetti base. Il trend nel corso dell'anno dovrebbe essere 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 stato rivisto al ribasso di un decimo rispetto alla stima flash, a 2,4% a/a, e in calo dal 2,7% registrato in gennaio; la flessione riflette il rallentamento tendenziale sia dei beni manufatti, al 2,3% dal 2,9% di dicembre, che dei servizi (2,3% da 2,4%). Sul fronte degli effetti delle "strozzature all'offerta", ci sono segnali di lieve attenuazione; riteniamo 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, attesa al 3,7%. I rischi su questo scenario previsivo sono al rialzo; l'incertezza rimane alta e legata soprattutto al difficile contesto geopolitico.

### Dinamica dei prezzi



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

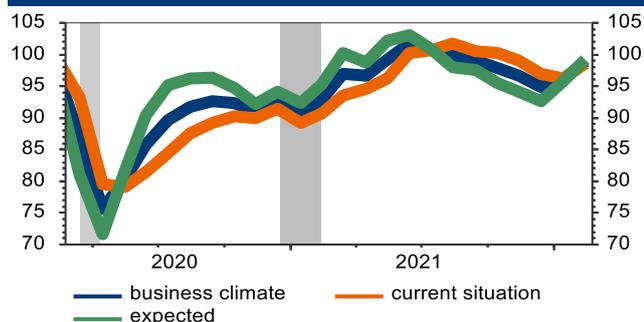
### Tasso di crescita a due anni dei prezzi delle componenti di inflazione



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

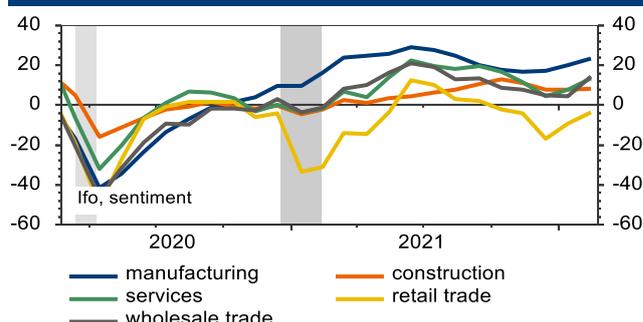
**Germania.** L'indice di fiducia **Ifo** in febbraio è salito a 98,9 da 96 di gennaio, sopra le attese di consenso. L'indicatore sulle aspettative avanza ancora di 3,4 punti, a 99,2, l'indice sulla situazione corrente a 98,6 da 96,2 precedente. Il migliore quadro sanitario guida l'accelerazione della ripresa nei servizi e nel commercio mentre nel manifatturiero proseguono le indicazioni di allentamento dei colli di bottiglia all'offerta a fronte di una domanda che rimane vivace. L'indagine, in ogni caso, **non ha incorporato i rischi al ribasso dallo scenario internazionale** legati alla crisi russo-ucraina; di conseguenza, il ritorno degli indici sopra la media di lungo periodo rischia di essere momentaneo. In tutti i settori **le imprese si aspettano un'accelerazione della crescita** nei prossimi mesi. Nel manifatturiero, il morale è salito a 23,5 da un precedente 20. Il sentiment nei servizi è salito ancora a febbraio (a 13,5 da 7,7 precedente), segno che il comparto è in espansione per via del ridimensionamento del rischio sanitario. Nella distribuzione, il morale aumenta di quasi 10 punti, a 14,2, con un miglioramento della fiducia nel commercio al dettaglio a -3,4 da -9,3. Di contro, nelle costruzioni si registra una crescita solamente marginale a 8,3 punti (+0,3 rispetto al mese precedente). Le indicazioni dell'istituto Ifo sono in linea con i segnali di stabilizzazione emersi con la pubblicazione degli indici PMI sempre relativi a febbraio. Tuttavia, l'elevata incertezza sui prezzi energetici e sulle forniture di gas naturale, condizionate dalla nuova escalation sul fronte russo-ucraino, potrebbe penalizzare la ripresa dell'industria nella prima parte del 2022. Per ora stimiamo una **crescita attorno a 0,2% 1/t nel trimestre invernale**, ma i rischi sono verso il basso.

## Germania: l'indice Ifo cresce a febbraio



Fonte: Ifo, Refinitiv

## Il miglioramento della fiducia è diffuso a tutti i settori



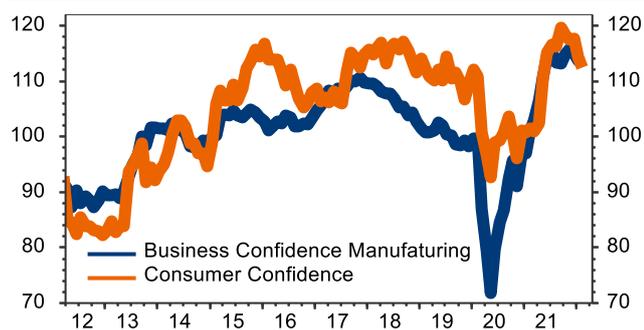
Fonte: Ifo, Refinitiv

**Germania.** La **seconda stima** ha rivisto al rialzo il PIL del 4° trimestre, a -0,3% t/t (+1,8% a/a) da -0,7% t/t della prima lettura. Nel 3° trimestre l'economia era cresciuta dell'1,7% t/t (2,9% a/a). Dal lato della **domanda finale**, i consumi privati hanno registrato un forte calo (-1,8% t/t) a fronte di un aumento dei consumi pubblici (+1% t/t) e degli investimenti in macchinari e attrezzature (+0,9% t/t); il commercio estero ha fornito un contributo alla crescita di +0,1pp. Dal lato della **produzione**, il valore aggiunto è calato di -0,9% t/t: l'aumento nel manifatturiero (+1,9% t/t) e nelle costruzioni (+1,6% t/t) è stato spiazzato dal calo nei servizi. Il 2021 si chiude con una crescita del PIL al 2,9%, dato rivisto al rialzo di un decimo rispetto alla stima flash. DeStatis segnala inoltre che le **ore lavorate** sono in aumento del 3,7% rispetto allo stesso periodo del 2020, mentre l'occupazione è più alta dell'1% a/a, pari a 434.000 unità. Il **reddito disponibile e i consumi delle famiglie** sono più alti di 2,5% a/a e 7,2% a/a rispettivamente; la diversa velocità tra reddito e consumi si riflette in un calo della propensione media al risparmio a 11,4%. In prospettiva, riteniamo che la ripresa sarà debole nel trimestre invernale (0,2% t/t) e che riprenderà forza solamente a partire dai mesi primaverili. Questo profilo si rifletterebbe in **un'espansione del PIL su base annua del 3,6% quest'anno**; i rischi su questo scenario previsivo sono al ribasso per via dell'esacerbarsi delle tensioni geopolitiche.

**Italia.** Sia la fiducia dei consumatori che quella delle aziende industriali sono scese a sorpresa a febbraio, mentre l'indicatore composito delle imprese Istat è salito, guidato dai servizi. Il morale delle famiglie è sceso per il secondo mese a febbraio, a 112,4 da 114,2 precedente (ci aspettavamo un calo mentre le attese di consenso erano per un aumento): è il livello più basso da maggio dell'anno scorso. Il calo è dovuto alla situazione personale e alle valutazioni correnti, mentre il clima nazionale è poco variato e le aspettative sono migliorate. La situazione economica attuale del paese è scesa al minimo da agosto dell'anno scorso. Le opportunità di risparmio correnti sono rimbalzate dopo essere scese al minimo in 6 anni il mese scorso; quelle attese sono calate ai minimi da marzo 2021. Anche le opportunità di acquisto di beni durevoli sono diminuite ai minimi da quasi un anno. Sia l'inflazione corrente che quella attesa sono aumentate ulteriormente, toccando nuovi record storici. **L'indice composito del clima di fiducia delle imprese Istat è rimbalzato a 108,2 dal 105,3 di gennaio. Il miglioramento è dovuto ai servizi** (recuperando, anche se solo parzialmente, il calo del mese precedente, a 100,5 da 94,9) **e alle costruzioni, che hanno raggiunto un nuovo record storico a 159,7 da 158,8 precedente. Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è scesa per il terzo mese** (circa in linea con le attese), a 113,4 dal 113,7 di gennaio. Le aspettative delle imprese sull'economia sono scese in territorio negativo per la prima volta dall'aprile dello scorso anno, mentre le prospettive sull'occupazione sono migliorate ulteriormente, raggiungendo un nuovo record. Le aspettative sui prezzi di vendita sono rimbalzate dopo essere scese il mese scorso, tornando vicine ai massimi raggiunti lo scorso dicembre. Inoltre, il saldo sulle scorte di magazzino è sceso in territorio negativo (dopo essere tornato in positivo nei due mesi precedenti).

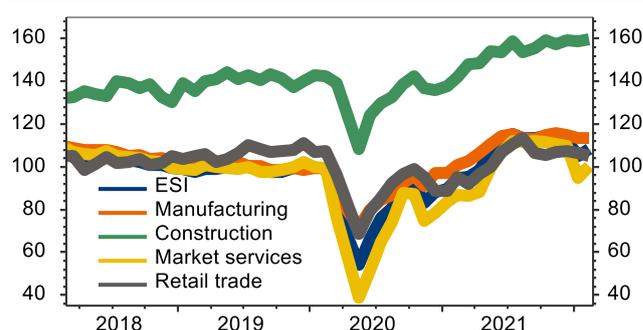
In sintesi, l'indagine sui consumatori non aveva incorporato in gennaio il peggioramento della situazione sanitaria, quindi il calo di febbraio non è sorprendente; tuttavia, lo shock inflazionistico sta diventando sempre più preoccupante per le famiglie. L'indagine sulle imprese manifatturiere non ha confermato i primi segnali di allentamento delle strozzature dell'offerta visti il mese scorso. L'attività nel settore dei servizi ha più spazio per recuperare grazie al miglioramento delle circonferenze COVID-19. Se i rischi interni dovuti alla situazione sanitaria si vanno attenuando, i rischi derivanti dal conflitto Russia-Ucraina sono sempre più rilevanti e potrebbero influenzare le indagini (e l'attività economica in generale) nei prossimi mesi.

**Fiducia sia delle famiglie che delle imprese industriali in calo a febbraio**



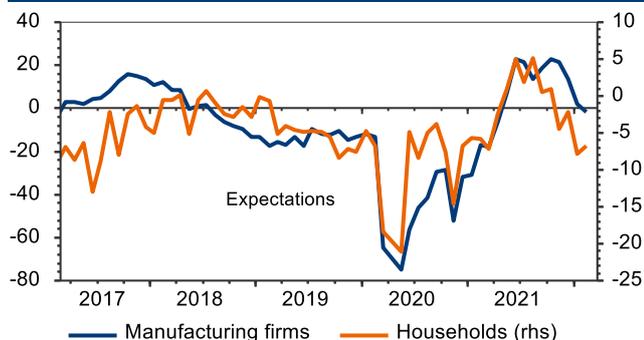
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

**In recupero i servizi, le costruzioni toccano un nuovo massimo storico**



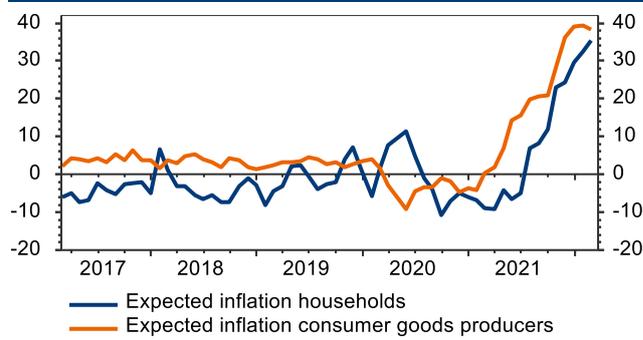
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

**Sia le imprese manifatturiere che le famiglie sono meno ottimiste sull'economia...**



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

**...e sono più preoccupate per l'inflazione**



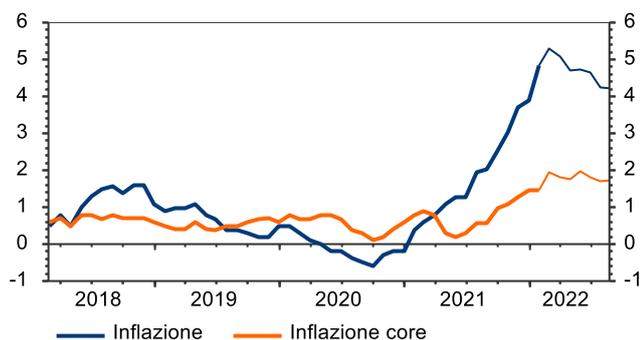
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, Refinitiv-Datastream

**Italia. Il fatturato industriale** ha fatto segnare un calo a dicembre (-2,1% m/m) dopo l'aumento registrato in ciascuno dei sei mesi precedenti, affossato soprattutto dai beni strumentali (-3,5%) ma si registrano flessioni diffuse a tutti i principali comparti. La variazione annua è rallentata, rimanendo però in territorio ampiamente espansivo (+14,3% a/a); per l'intero 2021, il fatturato è rimbalzato del 22,6% (dopo il -11,4% del 2020), trainato dal mercato interno.

**Italia.** La stima finale dell'indice dei **prezzi al consumo** ha confermato che a gennaio i listini sono cresciuti di 1,6% m/m sul NIC e che l'inflazione nazionale ha toccato un massimo da aprile 1996 al 4,8% a/a. Su base armonizzata il dato d'inflazione è stato invece rivisto verso il basso di due decimi a 5,1% a/a (comunque un massimo storico dall'inizio della serie nel 2002). L'indice armonizzato dei prezzi al consumo è rimasto stagnante a gennaio (era visto in crescita di +0,2% m/m nella stima preliminare); la differenza con il dato nazionale è spiegata dall'inclusione nelle rilevazioni armonizzate dei saldi invernali, di cui il NIC non tiene conto, che hanno determinato un calo dei prezzi di abbigliamento e calzature di -21,5% m/m. L'inflazione core è invece rimasta

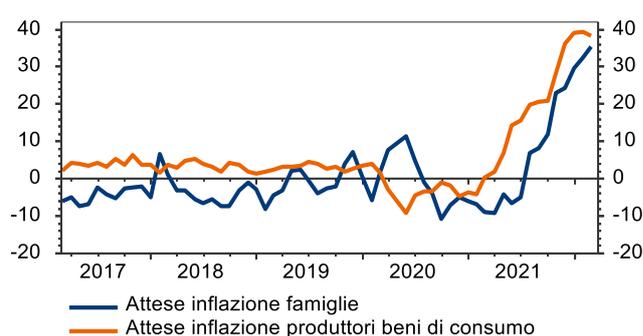
stabile all'1,5% a/a (sia sull'indice nazionale che armonizzato), sui massimi dal gennaio del 2013. In questa fase l'inflazione *headline* continua ad essere sostenuta soprattutto dai comparti energetico e, in misura inferiore, alimentare, ma iniziano ad emergere maggiori pressioni anche sul fronte dei beni non energetici e dei servizi, che potrebbero riflettersi in una risalita anche dell'inflazione core nei prossimi mesi. Pensiamo che l'inflazione possa toccare un picco nel 1° trimestre; tuttavia, la crescita tendenziale dei prezzi dovrebbe restare sopra il 4% per almeno tutto il primo semestre. Lo scenario resta caratterizzato da un'elevata incertezza e i rischi restano rivolti verso l'alto soprattutto per quanto riguarda l'impatto delle tensioni geopolitiche sull'energia e le indicazioni di trasferimento dei costi produttivi dalle imprese ai consumatori finali.

#### L'inflazione accelera a gennaio; resterà elevata per tutto il 2022



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

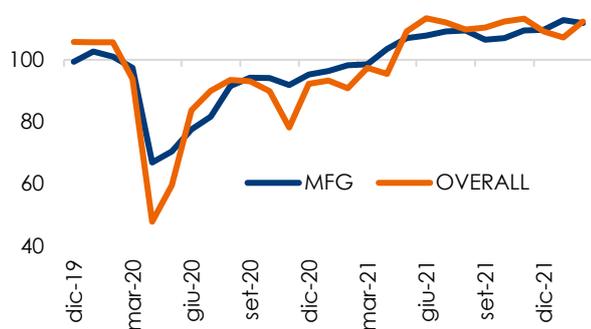
#### Le indagini di fiducia suggeriscono rischi al rialzo nei prossimi mesi



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

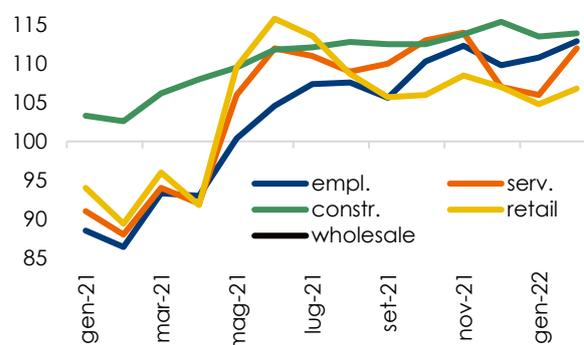
**Francia.** L'indice di fiducia delle imprese a febbraio ha fatto segnare un ampio progresso (+5 punti), a 112 (ampiamente sopra la media di lungo periodo), trainato dalla crescita nei **servizi** (a 112 da 106 a gennaio). Il netto miglioramento del quadro sanitario, con conseguente progressiva rimozione delle misure di contenimento e ripresa della mobilità, hanno favorito un maggiore ottimismo prospettico sull'economia (a +8 da -1), delle aspettative su fatturato (da +3 a +11) e domanda (da +2 a +12). Il calo nelle opinioni sulla produzione passata (a 14 da 25) spiega invece la flessione dell'indice manifatturiero (a 112 da 113), pur mitigata da un aumento delle aspettative sull'output per i prossimi 3 mesi (che salgono da 22 a 24 per la singola impresa e da 15 a 22 per l'intero Paese). Il saldo delle attese sull'**occupazione**, infine, è progredito ulteriormente (è il terzo aumento mensile consecutivo), da 110 a 113: si tratta di un **massimo dall'aprile del 2008**. In sintesi, l'indagine INSEE di febbraio evidenzia i primi effetti sull'attività economica nei servizi dei miglioramenti sul fronte sanitario. Tale tendenza dovrebbe proseguire nei prossimi mesi. Nel frattempo, l'indagine nel manifatturiero non offre evidenza (a differenza che in Germania) di un chiaro rientro delle strozzature all'offerta, e conferma soprattutto le pressioni sui prezzi; tali tensioni potrebbero essere esacerbate dall'escalation sul fronte russo-ucraino, sebbene la Francia sia tra i Paesi europei meno dipendenti dalle forniture russe di gas naturale.

### Poco variato il morale nel manifatturiero, in ripresa l'indice composito di fiducia delle aziende...



Fonte: INSEE - Refinitiv Datastream ed elaborazione Intesa Sanpaolo

### ...trainato dal miglioramento nei servizi



Fonte: INSEE - Refinitiv Datastream ed elaborazione Intesa Sanpaolo

**Francia.** La **stima flash** indica che a febbraio l'**inflazione** ha visto una crescita sia sull'indice nazionale, a 3,6% a/a da 2,9% di dicembre, che sull'armonizzata, a 4,1% a/a da 3,3% precedente. Il dato di questo mese sorprende al rialzo e si colloca ben al di sopra della stima di consenso, che era di 3,6% sull'indice armonizzato. Sul mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di sette decimi sull'indice nazionale ed otto decimi su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dalla componente energia (a 21% a/a da 19,9%), per via del rincaro dei carburanti, e dai beni manufatti (a 2,2% a/a da 0,6% a/a precedente), che recuperano dopo il calo stagionale di gennaio dovuto ai saldi invernali; crescono anche gli alimentari (a 1,9% a/a da 1,5% precedente) e i servizi (2,2% a/a da 2% precedente).

**Francia.** L'**indice di fiducia dei consumatori** INSEE, a febbraio, ha riportato un calo di un punto, a 98. Lo spaccato evidenzia la divergenza tra aspettative sui prezzi futuri, in calo di 5 punti a -12, e la percezione sull'inflazione passata, balzata di ben 16 punti (sui livelli più elevati da aprile 2011), a 45. Peggiora il saldo delle opinioni su standard di vita passata e futura (rispettivamente -4 e -1 punti), a fronte di un ulteriore rientro dei timori di disoccupazione (-10 punti), che aggiorna i minimi di periodo, sui livelli più bassi dal 2007. Il progressivo superamento dell'ultima ondata pandemica potrebbe favorire una ripresa della fiducia nei prossimi mesi; tale effetto potrebbe però essere compensato dagli effetti del conflitto russo-ucraino.

**Francia.** La **spesa per consumi**, a gennaio, ha sorpreso verso il basso riportando un calo di -1,5% m/m, a fronte di un consenso a -0,5% (il dato di dicembre 2021 è stato rivisto verso il basso, da +0,2% a zero). Il picco pandemico registrato a cavallo d'anno, cui ha fatto seguito una netta diminuzione della mobilità, ha inciso in misura marcata sui consumi delle famiglie. La spesa per l'abbigliamento è diminuita di -14,6% m/m (dopo un +4,6% precedente), così come quella per gli alimentari, in calo di -1,2% m/m (da +1,4%). Sostanzialmente stabile invece la spesa energetica, a fronte di un recupero per i beni durevoli (+0,8% da -3,3%), perlopiù riconducibile a maggiori acquisti per accessori domestici. La spesa privata dovrebbe tornare a contribuire in misura significativa alla crescita a partire dal 2° trimestre.

**Francia.** La lettura finale del **PII**, relativa al 4° trimestre 2021, ha confermato la crescita di +0,7% indicata nella stima flash, consolidando il progresso (il più ampio dell'area euro) conseguito dall'economia transalpina nel 2021 (7%). La crescita a fine 2021 è venuta dalla domanda interna (sia per consumi che per investimenti), mentre la domanda estera netta ha dato un contributo negativo in virtù di un maggior dinamismo dell'import rispetto all'export. Non escludiamo un ulteriore rallentamento nel 1° trimestre, prima di una riaccelerazione nei trimestri centrali dell'anno. Per il 2022 vediamo una crescita a 3,5% (con rischi prevalentemente orientati verso il basso).

**Cina**

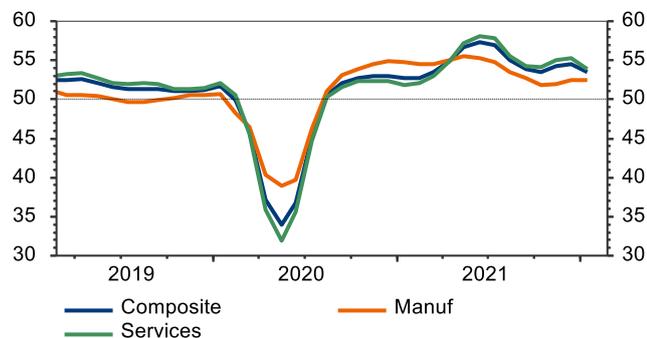
<b>Dato</b>	<b>Periodo</b>	<b>Precedente</b>	<b>Consenso</b>	<b>Effettivo</b>
Tasso prime rate a 1 anno	feb	3.7	%	3.0
Tasso prime rate a 5 anni	feb	4.6	%	4.6

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

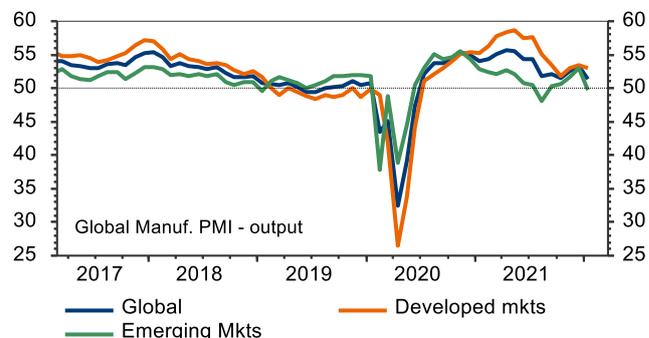
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



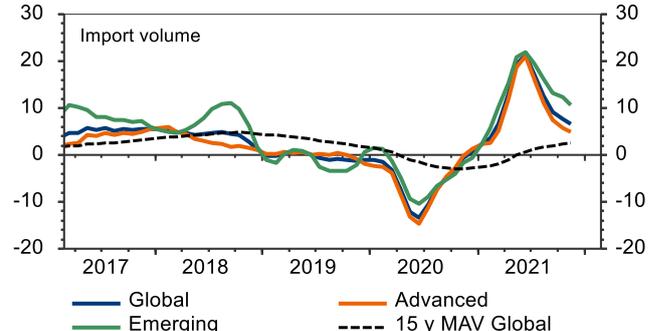
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



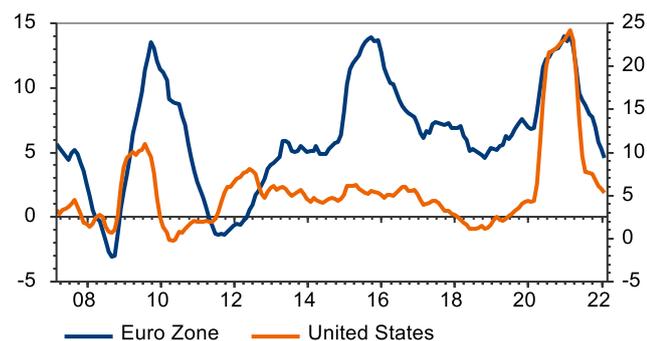
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



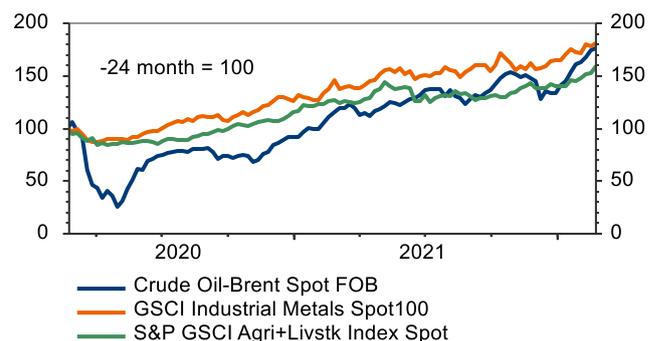
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

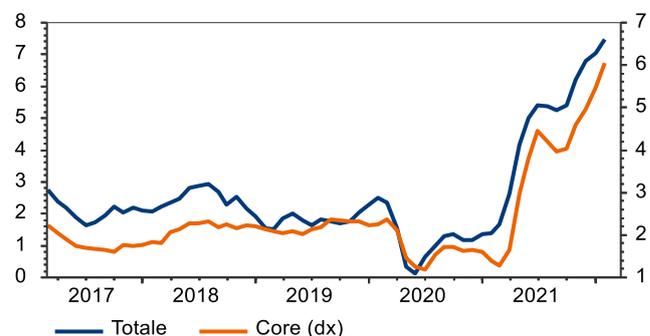
## Stati Uniti

## Indagini ISM



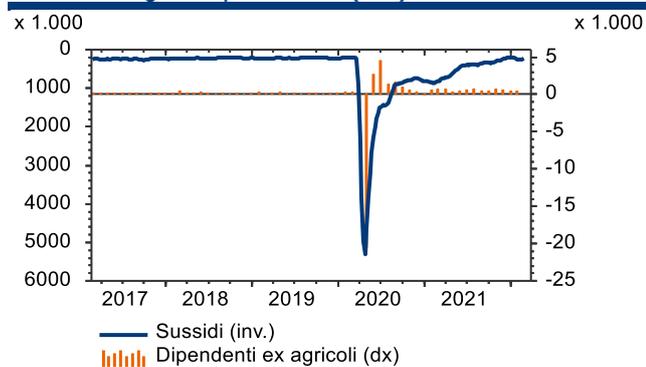
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



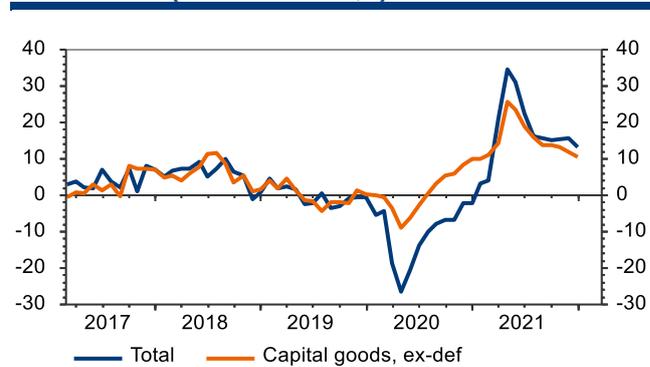
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

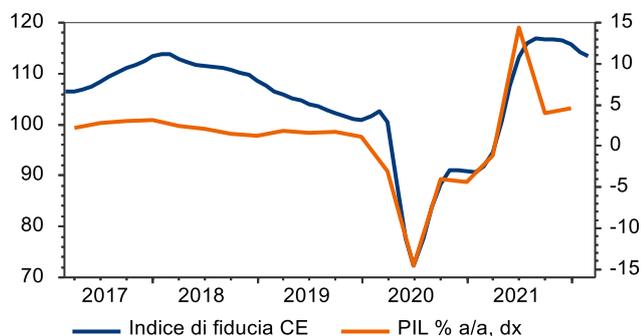
## Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022			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	5.6	4.2	3.7	4.0
- trim./trim. annualizzato				4.5	6.3	6.7	2.3	7.0	1.0	4.7	3.6
Consumi privati	-3.8	7.9	3.2	3.4	11.4	12.0	2.0	3.1	1.5	4.3	3.1
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.4	4.0	12.5	12.9	9.2	1.7	3.1	3.8	4.8	4.3
IFL - privati residenziali	6.8	9.1	-0.6	34.4	13.3	-11.7	-7.7	1.1	3.2	0.8	0.3
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.5	1.1	-0.5	4.2	-2.0	0.9	-2.6	2.7	2.3	2.8
Esportazioni	-13.6	4.6	9.1	22.5	-2.9	7.6	-5.3	23.6	3.5	14.2	10.1
Importazioni	-8.9	14.0	5.6	31.3	9.3	7.1	4.7	17.6	-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	-3.6								
Deficit Pubblico (% PIL)	-15.6	-12.1	-5.9								
Debito pubblico (% PIL)	161.7	150.8	145.0								
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	0.8
Disoccupazione (%)	8.1	5.4	3.6	6.8	6.2	5.9	5.1	4.2	3.9	3.5	3.5

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

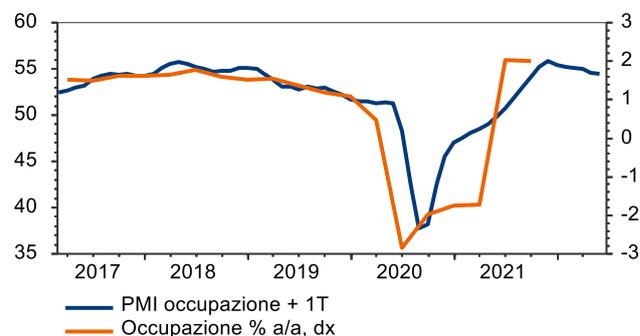
## Area euro

## PIL



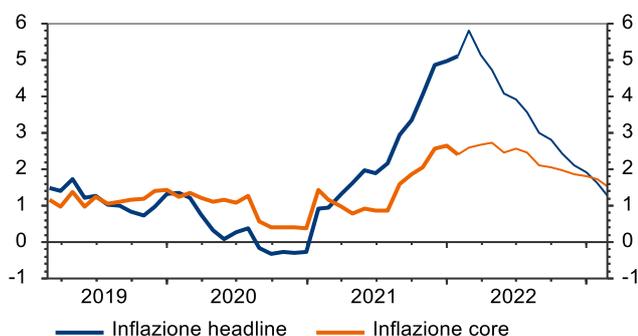
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	5.8
marzo	0.7	1.3	5.1
aprile	0.3	1.6	4.7
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	3.0
settembre	-0.3	3.4	2.8
ottobre	-0.3	4.1	2.4
novembre	-0.3	4.9	2.1
dicembre	-0.3	5.0	1.9

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	4.0	2.9
- t/t				-0.3	-0.2	2.2	2.3	0.3	0.3	1.1	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	0.0	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	3.7	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.6	5.4	4.2	3.1
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	6.9	6.8	6.6
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

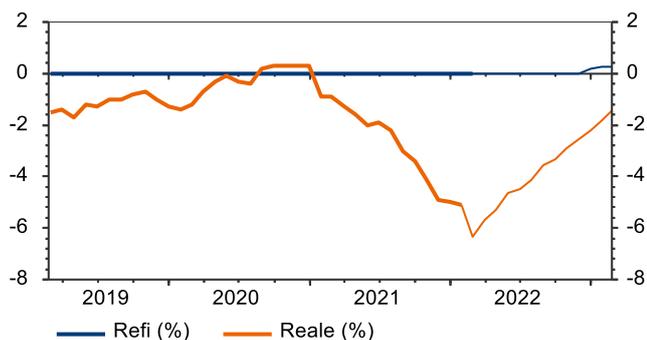
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	giu	set	dic	24/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.25
Euribor 1m	-0.57	-0.56	-0.58	<b>-0.55</b>	-0.56	-0.56	-0.55	-0.34
Euribor 3m	-0.54	-0.55	-0.57	<b>-0.53</b>	-0.56	-0.56	-0.51	-0.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

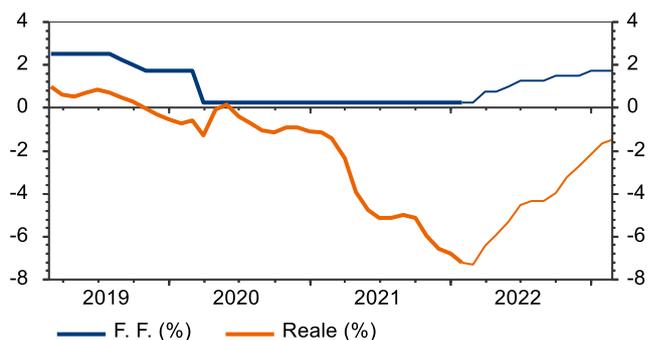


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	24/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.75	1.25	1.50	1.75
OIS 3m	0.09	0.08	0.12	<b>0.41</b>	0.50	1.09	1.34	1.65

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

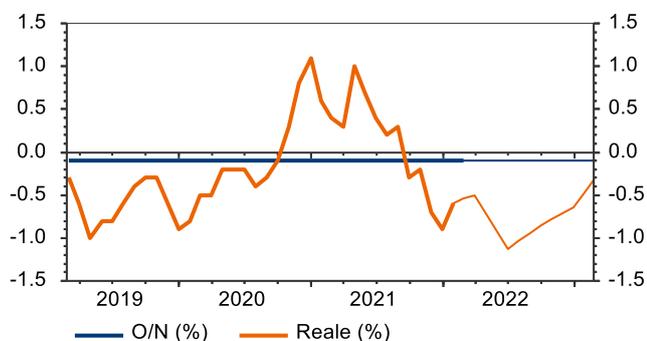


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	giu	set	dic	24/2	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

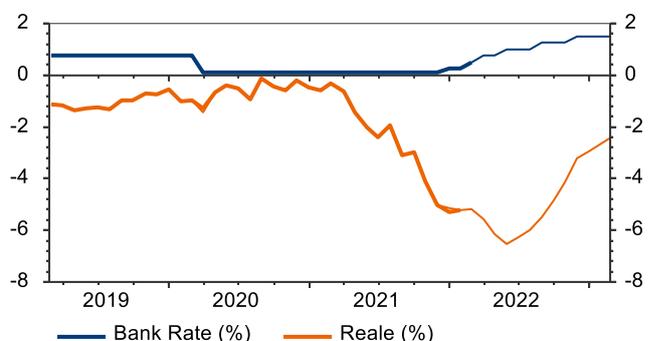


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	24/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.25	<b>0.50</b>	0.75	1.00	1.25	1.50
Libor GBP 3m	0.08	0.08	0.26	<b>0.88</b>	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	25/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.22	1.17	1.12	1.13	<b>1.1177</b>	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	110	106	110	115	114	<b>115.26</b>	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.30	1.41	1.37	1.33	1.35	<b>1.3376</b>	1.33	1.38	1.42	1.44	1.48
EUR/CHF	1.06	1.11	1.07	1.05	1.04	<b>1.0344</b>	1.03	1.06	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	120	130	129	129	128	<b>128.87</b>	127	130	136	141	147
EUR/GBP	0.84	0.86	0.86	0.84	0.84	<b>0.8354</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.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
---------------	-------	---------------------------------