

Weekly Economic Monitor

Il punto

Banca Centrale Europea - La riunione del 10 marzo doveva essere quella del cambio di passo verso la normalizzazione della politica monetaria. L'invasione russa dell'Ucraina ha sconvolto i piani: ora il programma di riduzione dovrebbe essere accantonato, per passare a una fase di vigile osservazione degli sviluppi. Potrebbe essere utile un cambiamento dell'APP per reagire con maggiore agilità a eventuali sviluppi negativi nei prossimi mesi.

Stati Uniti - Powell si schiera a favore di un rialzo di 25pb a marzo, ma la Fed dovrà correre in primavera. La Fed ha confermato l'arrivo della svolta della politica monetaria a marzo, nonostante lo scoppio della guerra Russia-Ucraina, con una previsione esplicita da parte di Powell di un aumento dei tassi di 25pb alla prossima riunione. Le conseguenze del conflitto russo-ucraino sull'economia americana saranno concentrate sull'inflazione e contenute sulla crescita. Pertanto, anche se adeguiamo le nostre previsioni alle indicazioni di Powell, includendo un rialzo di **25pb a marzo, non modifichiamo lo scenario di aumento complessivo di 150pb per il 2022.**

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana entrante continuerà ad essere dominata dall'evoluzione del conflitto in Ucraina. La riunione di politica monetaria della BCE dovrà rinviare il piano di accelerare la normalizzazione monetaria, e forse passare a un atteggiamento più flessibile e pronto a reagire in ogni direzione. In termini di dati macroeconomici verranno pubblicate le prime stime sulla produzione industriale di gennaio in Germania e in Italia. Se in Germania l'output potrebbe tornare a salire dopo il calo di fine 2021, in Italia l'attività è attesa contrarsi per il secondo mese consecutivo, penalizzata sia dal picco dell'ondata pandemica che dai rincari delle materie prime. Alla luce dei dati nazionali già pubblicati, la crescita del PIL Eurozona nel 4° trimestre del 2021 potrebbe essere rivista al rialzo.

Negli **Stati Uniti**, il focus della settimana sarà sul CPI di febbraio, che dovrebbe spingere ulteriormente l'inflazione verso l'alto, con variazioni mensili attese di 0,7% m/m per l'indice headline e 0,5% m/m per quello core, e rischi verso l'alto. Nuove sorprese su questo fronte potrebbero essere rilevanti per le decisioni del FOMC alla riunione di marzo. Le indagini presso le piccole imprese e la Job Openings and Labor Turnover Survey dovrebbero mostrare ulteriore pressione sul mercato del lavoro e trend verso l'alto per prezzi e salari. La fiducia dei consumatori a marzo dovrebbe restare sui minimi dal 2011 sulla scia dei timori per l'inflazione. Il deficit della bilancia commerciale a gennaio è previsto in allargamento a -87,9 mld di dollari.

4 marzo 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

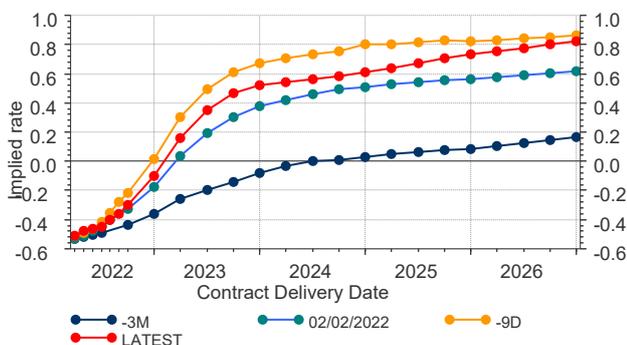
Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

International Research Network

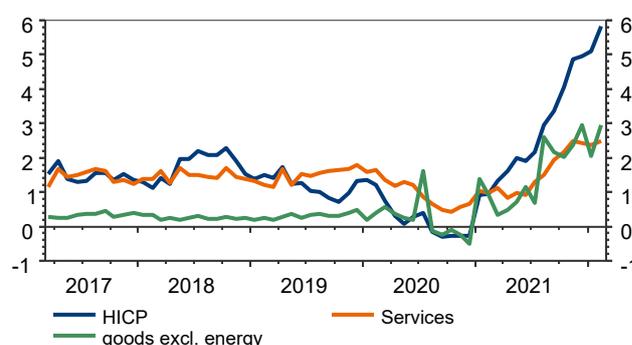
Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone

Euribor 3 mesi: parziale marcia indietro per le aspettative di rialzo dei tassi



Fonte: Refinitiv Datastream

Area euro: inflazione in diffuso rialzo



Fonte: Eurostat

Il punto

Banca Centrale Europea - La riunione del 10 marzo doveva essere quella del cambio di passo verso la normalizzazione della politica monetaria. L'invasione russa dell'Ucraina ha sconvolto i piani: ora il programma di riduzione dovrebbe essere accantonato, per passare a una fase di vigile osservazione degli sviluppi. Potrebbe essere utile un cambiamento dell'APP per reagire con maggiore agilità a eventuali sviluppi negativi nei prossimi mesi.

- Fino a due settimane fa, la BCE era pronta ad accelerare il percorso di normalizzazione della politica monetaria, e i mercati scontavano due rialzi dei tassi entro fine anno. Oggi, i mercati scontano a malapena un rialzo entro fine anno, e la BCE ringrazia il cielo di non aver cambiato ufficialmente politica già il 3 febbraio, come forse qualcuno nel Consiglio Direttivo avrebbe voluto.
- Il resoconto della riunione del 3 febbraio ha evidenziato che la possibilità di modificare fin da subito la politica monetaria, prima di una revisione delle previsioni, era stata esclusa in quanto "prematura", alla luce di aspettative di inflazione ancora ben ancorate e di dinamiche salariali moderate. Inoltre, "si riteneva che l'aumento dei rischi geopolitici richiedesse un approccio molto prudente alla normalizzazione" (elemento, questo, andato del tutto perso nella conferenza stampa della Presidente). Tuttavia, i verbali mostrano allarme per la difficoltà di prevedere l'inflazione, che a inizio 2022 si è mossa in direzione opposta a quella prevista dallo staff. La soluzione di compromesso prevedeva di trasmettere il maggior senso di allerta e di comunicare la possibilità di un "più rapido progresso" lungo il sentiero di normalizzazione.
- Nella conferenza stampa, la presidente Lagarde era stata anche troppo pronta a mostrare maggiore allerta, considerando che i mercati avevano già anticipato il cambio di passo. Poi, le dichiarazioni di banchieri centrali nazionali avevano mostrato un consenso in formazione che prevedeva una chiusura un po' più rapida degli acquisti netti (entro la fine del 3° trimestre) e l'avvio del rialzo dei tassi nel 4° trimestre, meno di quanto atteso dai mercati.
- Ci si attende che la guerra russa contro l'Ucraina e la rapida rescissione dei legami economico-finanziari dell'Occidente con la Russia portino a una netta riduzione della crescita economica dell'Eurozona e pressioni inflazionistiche esogene ancora più protratte. L'impatto principale sarà uno shock di offerta e passerà dal canale energetico, anche se un contributo arriverà anche dal crollo dell'interscambio commerciale con la Russia (rilevante soprattutto per gli Stati membri più orientali). La nostra stima preliminare è che la crescita media annua cali nel 2022 e nel 2023 di 0,7-0,8%, mentre l'inflazione potrebbe essere più alta anche di 2 punti percentuali. Un'ondata di effetti inflazionistici secondari è diventata ancora più probabile (recuperi una tantum di potere di acquisto dei salari, aumenti dei prezzi non energetici per il rincaro dei costi). La distruzione di domanda dovrebbe favorire successivamente lo spegnimento, ma dipenderà dalle successive politiche salariali e di prezzo. Il rischio di scenario è aumentato drasticamente, essendo tutt'altro che probabile un raffreddamento della crisi con la Russia nei prossimi mesi.
- In queste condizioni di incertezza la BCE dovrebbe rinviare l'accelerazione che si stava preparando ad annunciare, aspettando che sia possibile valutare con maggiore precisione gli sviluppi di medio termine. C'è il rischio potenziale di turbolenze sui mercati e di tensioni sulla posizione di liquidità di singole banche, come parte delle ripercussioni finanziarie della crisi, incluse le sanzioni imposte alla Russia. Forse, invece che confermarlo, la BCE dovrebbe accantonare per il momento il piano rigido di riduzione dello stimolo monetario annunciato a dicembre, accentuando ancor più la flessibilità della politica monetaria. Un'opzione interessante, dopo la fine degli acquisti netti PEPP il 31 marzo, sarebbe passare a un target trimestrale per gli acquisti netti APP del periodo aprile-giugno. In alternativa, potrebbe essere annunciato un plafond aggiuntivo da mobilitare in caso di necessità nel 2° trimestre. Sul fronte della liquidità, la rete di sicurezza potrebbe essere rafforzata offrendo operazioni LTRO su scadenze più lunghe delle normali.

Stati Uniti - Powell si schiera a favore di un rialzo di 25pb a marzo, ma la Fed dovrà correre in primavera. La Fed ha confermato l'arrivo della svolta della politica monetaria a marzo, nonostante lo scoppio della guerra Russia-Ucraina, con una previsione esplicita da parte di Powell di un aumento dei tassi di 25pb alla prossima riunione. Le conseguenze del conflitto russo-ucraino sull'economia americana saranno concentrate sull'inflazione e contenute sulla crescita. Pertanto, anche se adeguiamo le nostre previsioni alle indicazioni di Powell, includendo un rialzo di **25pb a marzo, non modifichiamo lo scenario di aumento complessivo di 150pb per il 2022.**

■ Il FOMC ha preparato ormai da mesi la svolta attesa per la riunione di marzo. I dati macroeconomici hanno reso progressivamente sempre più urgente l'inizio della rimozione dello stimolo monetario, alla luce delle crescenti pressioni inflazionistiche e della diffusione dei rialzi dei prezzi e dei salari. I discorsi recenti e le audizioni di Powell hanno segnalato che **la guerra Russia-Ucraina non dovrebbe modificare la svolta prevista per la prossima riunione.**

■ Nelle audizioni in Congresso sulla politica monetaria, **Powell** ha sottolineato l'aumento di **incertezza** causato dalla guerra Russia-Ucraina, ma ha detto che la Fed procederà con i programmi di rimozione dello stimolo monetario formulati prima dell'invasione. Lo scenario macroeconomico domestico non lascia dubbi: la crescita è "robusta", il mercato del lavoro è "estremamente sotto pressione" e l'inflazione è ben oltre il 2% e diffusa a un "ampio insieme di beni e servizi". Quindi, a suo avviso, sarà probabilmente **appropriato aumentare l'intervallo obiettivo dei fed funds alla prossima riunione**, con interventi possibili a tutte le riunioni, e **ridurre il bilancio** principalmente attraverso il mancato reinvestimento dei titoli in scadenza. Powell ha però sottolineato che gli effetti di breve termine della guerra sull'economia americana sono "altamente incerti" e che l'economia può evolversi "in modi inaspettati". Pertanto, la Fed dovrà essere "agile nel rispondere ai dati in arrivo e allo scenario in evoluzione".

Powell si è anche sbilanciato in modo assolutamente inusuale riguardo al rialzo atteso alla prossima riunione, affermando che a marzo **proporrà un rialzo di 25pb, pur ribadendo che il ritmo dei rialzi si adatterà all'evoluzione dei dati.** La Fed prevede ora che l'inflazione tocchi il picco nei prossimi mesi e rallenti sulla scia della svolta della politica monetaria, dell'impulso negativo della politica fiscale e del miglioramento dei vincoli all'offerta. Tuttavia, se queste previsioni non si realizzeranno, secondo Powell la Fed non esiterebbe ad adeguare il sentiero dei tassi verso l'alto. Powell, come la maggior parte del Comitato, intende rivalutare lo scenario dei tassi dopo aver visto se entro metà anno l'inflazione mensile effettivamente si porterà su un sentiero coerente con il raggiungimento dell'obiettivo sui prezzi.

Nella seconda audizione, Powell ha adottato toni più *hawkish*, affermando che la guerra in Ucraina aggiungerà **pressioni verso l'alto sull'inflazione**, contrastando le aspettative della Fed per un rallentamento della dinamica dei prezzi nei prossimi mesi. Powell ha riconosciuto che lo shock ai prezzi del petrolio, se duraturo, potrebbe trasferirsi sull'inflazione. Pur notando che tipicamente una Banca centrale non risponderebbe a shock di questo tipo, Powell ha segnalato che, con l'inflazione attuale già molto elevata, la Fed potrebbe avere difficoltà a ignorarne gli effetti, per il timore che le aspettative di inflazione si disancorino. Inoltre, la guerra potrebbe ritardare ulteriormente il miglioramento delle strozzature all'offerta. Infine, a una domanda che gli chiedeva se tollererebbe un livello di inflazione più alto o se seguirebbe l'esempio di Volcker agendo in modo da controllare l'inflazione ad ogni costo, Powell ha risposto che seguirebbe l'esempio di Volcker. A nostro avviso, il rallentamento dell'inflazione mensile sarà solo modesto e richiederà un sentiero dei tassi ripido nel 2022.

■ Dopo le dichiarazioni di Powell sull'entità del primo rialzo, **modifichiamo le nostre previsioni**, che ora vedono un rialzo di **25pb a marzo, con interventi consecutivi nelle riunioni successive**, mantenendo invariato il rialzo atteso nel 2022, pari a 150pb. Consideriamo possibili due alternative: o rialzi di 25pb fino a luglio o un aumento di 50pb in primavera, alla luce dell'ulteriore probabile accelerazione dell'inflazione, esacerbata dalle conseguenze della guerra Russia-Ucraina.

"Vedremo pressioni verso l'alto sull'inflazione almeno per un po'"

"C'è già molta pressione verso l'alto sull'inflazione e ulteriore pressione probabilmente aumenta il rischio che le aspettative di inflazione inizino a reagire in modo negativo per il controllo dell'inflazione", J. Powell, 3.3.2022

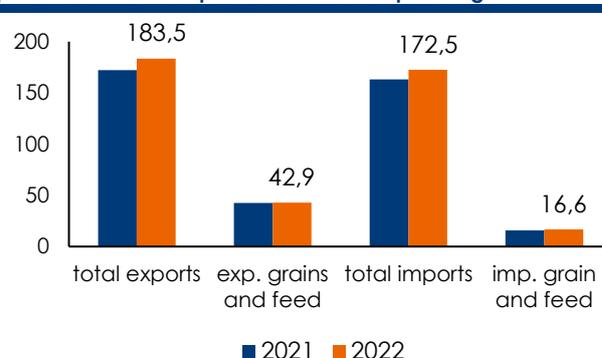
- A nostro avviso, **il principale impatto della guerra in Ucraina sull'economia USA dovrebbe riguardare l'inflazione**, attraverso l'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche e agricole e il peggioramento delle strozzature all'offerta. Le conseguenze dei nuovi rialzi dei prezzi si dovrebbero tradurre in un incremento delle pressioni salariali già in atto. A livello aggregato, è probabile un impatto limitato sulla crescita, per via delle caratteristiche dell'economia USA (v. sotto), con una redistribuzione di reddito a livello domestico. La perdita di potere d'acquisto delle famiglie dovuta alla maggiore inflazione dovrebbe essere limitata inizialmente dai rialzi salariali e dal significativo aumento della ricchezza netta accumulato nel 2021. Riteniamo che **il controllo dell'inflazione dovrà passare attraverso una correzione della domanda**, da attuare con condizioni finanziarie meno espansive.
- Le ripercussioni della guerra in Ucraina sull'economia USA dovrebbero essere limitate, grazie alla scarsa esposizione commerciale e finanziaria verso la Russia (v. tabella sotto) e ai flussi internazionali netti di materie prime energetiche e agricole. Gli Stati Uniti sono **esportatori netti di petrolio** e la bilancia energetica complessiva nel 2022 dovrebbe essere in modesto deficit per via di prodotti petroliferi diversi dal greggio. Inoltre, le esportazioni di **gas naturale** sono raddoppiate nel 2021, salendo al 10% della produzione domestica e sono previste dall'Energy Information Agency in ulteriore espansione, per via del crescente divario di prezzo fra USA e Europa, in forte aumento. Per quanto riguarda il **comparto agricolo**, gli USA sono esportatori netti. Il Dipartimento dell'agricoltura degli Stati Uniti (USDA) prevede per il 2022 un ulteriore aumento dell'ampio saldo positivo nel comparto "cereali e mangimi", stimato a 26,3 mld di dollari. Ipotizzando due scenari avversi sul prezzo del petrolio, a 120 dollari e 150 dollari fino a giugno, con una riduzione successiva verso 75 dollari nel 2023, l'impatto stimato con il modello di Oxford Economic Forecasting è modesto per la crescita (-0,2% e -0,4% nel 2022), mentre quello sull'inflazione è significativo, con un picco intorno al 9% nel 2° trimestre nello scenario 150 dollari e oltre l'8% a/a nel caso 120 dollari (v. tabella).
- **L'elemento centrale dello scenario USA ora è l'avvio, ormai conclamato, di una spirale prezzi/salari**, già in atto prima della guerra Russia-Ucraina. A fronte del rialzo, per ora inarrestabile, dei prezzi, i salari sono in accelerazione su tutta la distribuzione per settore e per tipologie di occupati. A gennaio, il 61% delle piccole imprese riportava aumenti dei prezzi e il 49% programmava ulteriori rialzi. Sul fronte salariale, il 50% ha aumentato le retribuzioni negli ultimi 3-6 mesi e il 30% intende attuare nuovi adeguamenti. Secondo i dati ADP di febbraio, gli occupati presso le piccole imprese sono calati di -96 mila per via dell'incapacità delle imprese piccole di competere in termini di retribuzioni con le società più grandi. Questo quadro verrà esacerbato dagli effetti della guerra e richiederà una politica monetaria restrittiva, necessaria per frenare la domanda, superiore al potenziale.

L'esposizione degli Stati Uniti agli scambi commerciali e finanziari con la Russia e l'Ucraina è limitata

	Russia	Ukraine
Exports	6.4	2.5
% total	0.3	0.1
Imports	29.7	1.9
% total	0.1	0.1
bank exposure	14.7	1.7
% bank exposure	0.3	0.0

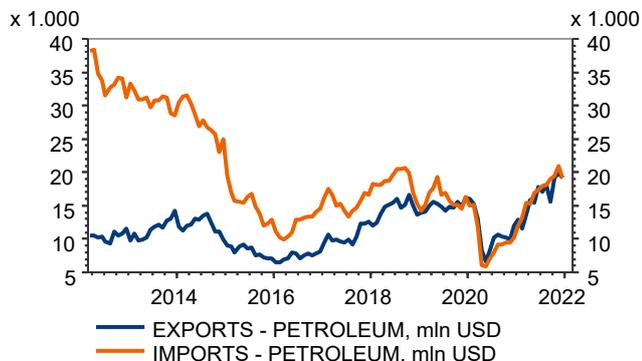
Fonte: Census Bureau, BRI

Gli USA sono esportatori netti di cereali, con effetti aggregati positivi dal rialzo dei prezzi delle materie prime agricole



Fonte: USDA. Per il 2022, previsioni USDA. Dati in mld di dollari

Il saldo delle esportazioni nette di petrolio è circa nullo, l'import dalla Russia di gas e petrolio è circa il 3% del totale



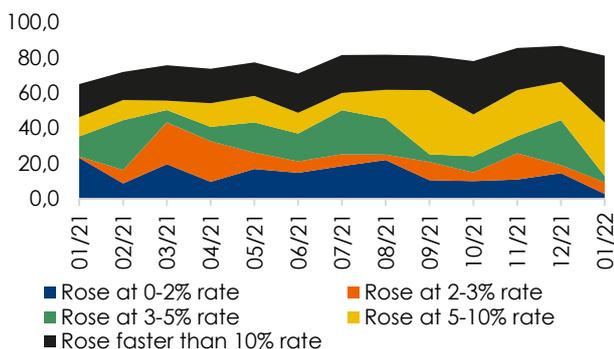
Fonte: Refinitiv-Datastream

Possibile picco dell'inflazione ben oltre l'8% a/a con uno shock petrolifero, in parte già in atto

	Delta				Livelli		
	GDP 120	GDP 150	CPI 120	CPI 150	CPI base % y/y	CPI 120 % y/y	CPI 150 % y/y
Mar-22	-0.3	-0.3	0.4	0.4	7.5	7.9	7.9
Jun-22	-0.7	-1.4	1.1	2.0	6.4	7.5	8.4
Sep-22	-0.2	-0.3	0.9	1.3	5.5	6.4	6.8
Dec-22	0.4	0.1	-0.1	0.5	4.3	4.2	4.8
Mar-23	0.4	0.4	-0.9	-0.2	3.2	2.3	3.0
Jun-23	0.4	0.2	-1.8	-1.9	3.0	1.2	1.1
Sep-23	0.0	-0.2	-1.4	-1.1	2.8	1.4	1.7
Dec-23	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	2.7	2.5	2.3
2022	-0.2	-0.4	0.6	1.0	5.8	6.4	6.8
2023	0.2	0.0	-1.1	-0.9	2.8	1.7	1.9

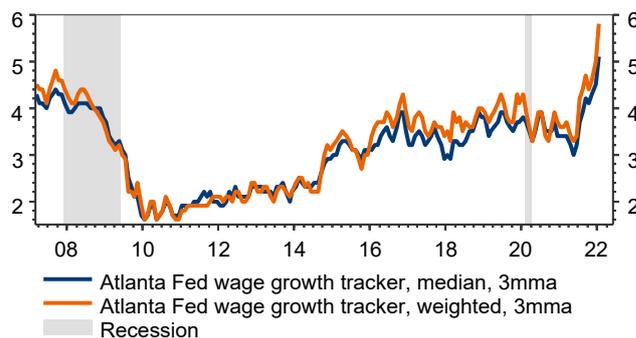
Nota: Scenari 120 e 150 definiti con prezzo del petrolio a 120 USD o 150 USD nel 2° trimestre, in calo a 100 nel 3° trimestre, a 80 nel 4° e a 75 nel 2023. CPI base: prev. ISP a inizio marzo, probabili revisioni verso l'alto. GDP 120 e GDP 150= differenze fra crescita t/t ann. negli scenari 120 e 150 rispetto a scenario base. CPI 120 e CPI 150= differenze CPI a/a 120 e 150 rispetto a CPI y/y base. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo e simulazioni con il modello Oxford Economic Forecasting

A gennaio il 68,1% della spesa in consumi ha registrato aumenti dei prezzi superiori a 5% ann.



Fonte: Dallas Fed

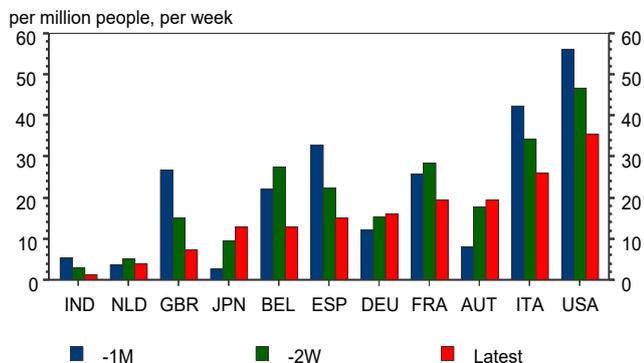
L'impennata dei salari sta accelerando e si è ormai diffusa a tutte le tipologie di occupati e a tutti i settori



Fonte: Refinitiv-Datastream

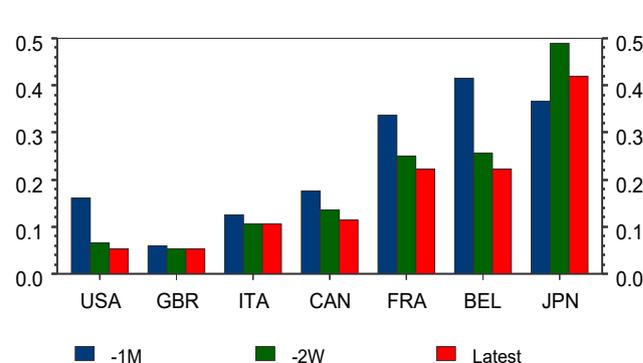
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



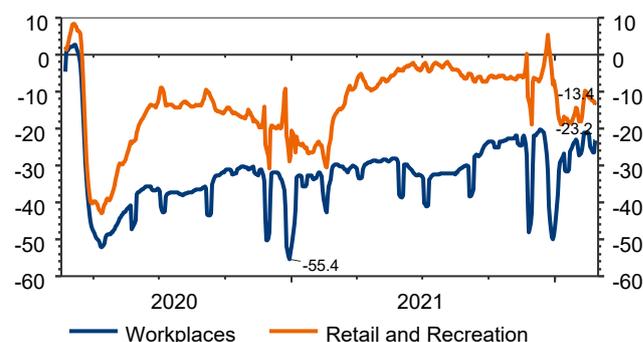
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



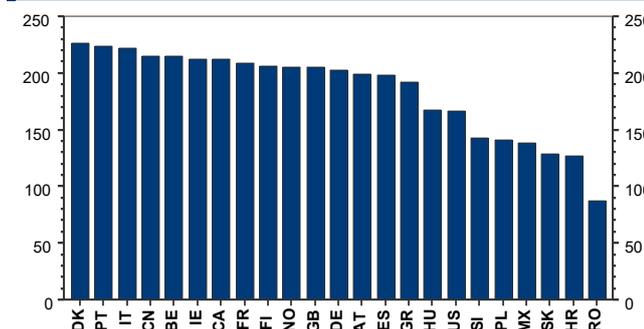
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



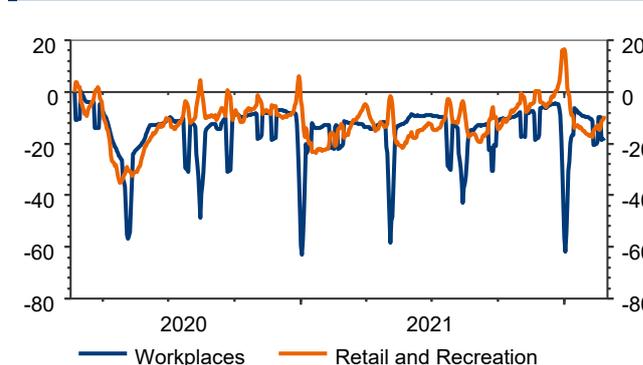
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

COVID-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana entrante continuerà ad essere dominata dall'evoluzione del conflitto in Ucraina. La riunione di politica monetaria della BCE dovrà rinviare il piano di accelerare la normalizzazione monetaria. In termini di dati macroeconomici verranno pubblicate le prime stime sulla produzione industriale di gennaio in Germania e in Italia. Se in Germania l'output potrebbe tornare a salire dopo il calo di fine 2021, in Italia l'attività è attesa contrarsi per il secondo mese consecutivo, penalizzata sia dal picco dell'ondata pandemica che dai rincari delle materie prime. Alla luce dei dati nazionali già pubblicati, la crescita del PIL Eurozona nel 4° trimestre del 2021 potrebbe essere rivista al rialzo.

Negli **Stati Uniti**, il focus della settimana sarà sul CPI di febbraio, che dovrebbe spingere ulteriormente l'inflazione verso l'alto, con variazioni mensili attese di 0,7% m/m per l'indice headline e 0,5% m/m per quello core, e rischi verso l'alto. Nuove sorprese su questo fronte potrebbero essere rilevanti per le decisioni del FOMC alla riunione di marzo. Le indagini presso le piccole imprese e la Job Openings and Labor Turnover Survey dovrebbero mostrare ulteriore pressione sul mercato del lavoro e trend verso l'alto per prezzi e salari. La fiducia dei consumatori a marzo dovrebbe restare sui minimi dal 2011 sulla scia dei timori per l'inflazione. Il deficit della bilancia commerciale a gennaio è previsto in allargamento a -87,9 mld di dollari.

Lunedì 7 marzo

Area euro

■ **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi ancora in crescita a gennaio, stimiamo di circa lo 0,4% m/m (dato destagionalizzato) dopo il 2,8% m/m di dicembre. I segnali dalle indagini PMI sono incoraggianti, ma nei prossimi mesi non potrà non pesare l'incertezza derivante dall'attuale contesto geopolitico.

Stati Uniti

■ L'indagine condotta dalla **National Federation of Independent Businesses** presso le piccole/medie imprese a febbraio dovrebbe confermare i trend verso l'alto di prezzi e salari anche per i prossimi trimestri. A gennaio, l'indice di ottimismo era sceso a 97,1. Il 61% netto delle imprese a gennaio riportava aumenti dei prezzi e il 47% netto prevedeva aumenti nei trimestri successivi. Il 50% degli intervistati aveva alzato i salari negli ultimi 3-6 mesi e il 27% prevedeva ulteriori incrementi salariali, mentre il 47% aveva una o più posizioni aperte difficili da coprire.

Martedì 8 marzo

Area euro

■ **Area euro.** La crescita del **PIL** nel 4° trimestre potrebbe essere rivista al rialzo di un decimo a 0,4% t/t (4,7% a/a), soprattutto alla luce di una contrazione dell'economia tedesca che è risultata più contenuta rispetto a quanto emerso dalla lettura preliminare. Lo spaccato delle componenti dovrebbe mostrare una flessione dei consumi privati a fronte di un rimbalzo per gli investimenti. La fase di debolezza della crescita a causa della pandemia si è estesa al 1° trimestre 2022; inoltre, il conflitto in Ucraina mette a rischio lo scenario di riaccelerazione attesa a partire dalla primavera.

■ **Germania.** La **produzione industriale** è vista tornare a crescere, seppur lievemente, a gennaio dopo l'inattesa flessione del mese precedente. Stimiamo un recupero di 0,4% m/m dopo il -0,3% di dicembre. Se confermato, il dato lascerebbe la produzione in rotta per una crescita di 0,8% t/t nel 1° trimestre 2022. Tuttavia, il protrarsi del conflitto in Ucraina segnala significativi rischi al ribasso per i prossimi mesi.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** a gennaio dovrebbe avere registrato un deficit di -87,5 mld di dollari, da -80,7 mld di dicembre. Il saldo della bilancia commerciale dei beni di gennaio (prel.) si è ampliato a -107,6 mld di dollari, da -100,5 mld di dicembre, con un calo dell'export di -1,8% m/m (concentrato nei beni di consumo e nelle auto), a fronte di un aumento dell'import di 1,7% m/m, con ampi incrementi per i comparti alimentare e automobilistico. L'avanzo nei servizi dovrebbe essere in ulteriore aumento con la ripresa dei flussi turistici, nonostante Omicron.

Mercoledì 9 marzo

Area euro

- **Italia.** La **produzione industriale** è attesa di nuovo in calo a gennaio, dopo la flessione su base congiunturale già registrata a dicembre. Vediamo una diminuzione di -0,6% m/m dopo il -1% del mese precedente. A gennaio, l'attività produttiva è stata frenata soprattutto dal picco dell'ondata pandemica, ma nei prossimi mesi peseranno sempre di più i rincari delle materie prime, in un contesto di probabile nuovo aumento delle difficoltà di approvvigionamento da parte delle imprese.

Stati Uniti

- La **Job Openings and Labor Turnover Survey** di gennaio fornirà nuove informazioni sull'eccesso di domanda di lavoro. L'indagine dovrebbe mostrare ancora un numero di posizioni aperte su livelli record e quasi doppio rispetto al numero di disoccupati (1,7 volte a dicembre), mentre dal lato dell'offerta resteranno si dovrebbe confermare il livello elevato delle dimissioni volontarie e della loro diffusione fra settori. Sul fronte del mercato del lavoro questi saranno gli ultimi dati importanti prima della riunione del FOMC di metà mese.

Giovedì 10 marzo

Area euro

- **BCE.** La riunione del 10 marzo doveva essere quella del cambio di passo verso la normalizzazione della politica monetaria. L'invasione russa dell'Ucraina ha sconvolto i piani: ora il programma di riduzione dovrebbe essere accantonato, per passare a una fase di vigile osservazione degli sviluppi. Potrebbe essere utile un cambiamento dell'APP per reagire con maggiore agilità a eventuali sviluppi negativi nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- Il **CPI** di febbraio è il principale dato della settimana e l'ultima informazione potenzialmente determinante per le decisioni del FOMC riguardo all'entità del rialzo dei tassi atteso alla prossima riunione. L'indice **headline** è previsto in aumento di 0,7% m/m (7,8% a/a), dopo 0,6% m/m di gennaio, spinto dagli aumenti di alimentari ed energia. L'indice **core** dovrebbe ancora una volta essere in rialzo sostenuto, 0,5% m/m (6,4% a/a), dopo 0,6% m/m di gennaio. I rischi per entrambi gli indici sono verso l'alto, in particolare per quanto riguarda il comparto dei servizi abitativi e ricreativi.

Venerdì 11 marzo

Area euro

- **Germania.** La seconda lettura dei **prezzi al consumo** di febbraio dovrebbe confermare la stima preliminare, con un'inflazione annua in salita a 5,1% a/a da 4,9% precedente e a 5,5% a/a da 5,2% sull'indice armonizzato UE. Nel dettaglio, dovrebbero essere aumentati i prezzi dei beni, spinti al rialzo dalla crescita dei listini energetici, mentre sono attesi in calo i servizi. Gli effetti del conflitto in Ucraina potrebbero spostare verso l'alto di oltre un punto percentuale (in uno scenario non troppo sfavorevole) la media annua di inflazione quest'anno.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a marzo (prel.) è prevista a 62, poco variata rispetto al livello di febbraio, sui minimi dal 2011. Il mese scorso l'indagine aveva registrato una significativa contrazione sia delle condizioni correnti sia delle aspettative, per via dei timori legati all'inflazione che dovrebbero essere in ulteriore aumento a marzo, spinti dall'accelerazione del trend dei prezzi della benzina. Le aspettative di inflazione potrebbero essere in rialzo da 4,9% sull'orizzonte a 1 anno e da 3% su quello a 5-10 anni, registrati nella lettura finale di febbraio.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (7 – 11 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 7/3	04:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	feb	19.5	%	16.5	
	04:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	feb	94.5	Mld \$	99.5	
	04:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	feb	20.9	%	15.0	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	gen	-5.5	%	1.5	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		gen	0.0	%	9.5	
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	gen	2.8	%	1.0	0.4
Mar 8/3	00:00	CN	Riserve in valuta estera		feb	3.222	1000Mld \$	3.225	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	gen	-0.3	%	0.5	0.4
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		gen	1.3	%		
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		gen	9.4	%		
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T4	prel 0.3	%	0.3	0.4
	11:00	EUR	PIL a/a finale		T4	prel 4.6	%	4.6	4.7
	11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T4	0.5	%		
	14:30	USA	Bilancia commerciale		gen	-80.7	Mld \$	-82.0	-87.5
Mer 9/3	00:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T4	prel 5.4	%	5.6	
	00:50	GIA	PIL t/t finale	*	T4	prel 1.3	%	1.4	
	02:30	CN	CPI a/a	*	feb	0.9	%		
	02:30	CN	PPI a/a	*	feb	9.1	%		
	02:30	CN	CPI m/m		feb	0.4	%		
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	gen	-1.0	%	0.0	-0.6
	Gio 10/3	10:00	ITA	PPI a/a		gen	22.6	%	
10:00		ITA	PPI m/m		gen	0.8	%		
14:30		USA	CPI m/m	*	feb	0.6	%	0.7	
14:30		USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	feb	0.6	%	0.5	0.5
14:30		USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		feb	6.0	%	6.4	6.4
14:30		USA	CPI a/a		feb	7.5	%	7.8	7.8
14:30		USA	Richieste di sussidio	*	settim	215	x1000		
14:30		USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.476	Mln		
Ven 11/3	00:00	CN	M2 a/a	*	feb	9.8	%		
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	feb	3980	Mld ¥ CN		
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	feb	6170	Mld ¥ CN		
	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	gen	-0.2	%	3.6	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		gen	-12.5	Mld £		
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	gen	0.3	%		
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	feb	prel 0.9	%	0.9	0.9
	08:00	GER	CPI a/a finale		feb	prel 5.1	%	5.1	5.1
	08:00	GER	IPCA a/a finale		feb	prel 5.5	%	5.5	5.5
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	feb	prel 0.9	%	0.9	0.9
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		gen	-7.9	Mld £		
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		feb	prel 7.5	%		
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		mar	62.8			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 (7 – 11 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento
Gio 10/3	13:45	EUR	* BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 0%, depo rate -0.5%)
	14:30	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale prelim.	gen	-100.47	Mld \$		-107.63
PMI (Chicago)	feb	65.2		63.0	56.3
Markit PMI Manif. finale	feb	57.5			57.3
Spesa in costruzioni	gen	0.8	(-0.2) %	0.2	1.3
Indice ISM manifatturiero	feb	57.6		58.0	58.6
Nuovi occupati: stima ADP	feb	509	(-301) x1000	388	475
Richieste di sussidio	settim	233	(232) x1000	225	215
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.474	(1.476) Mln	1.475	1.476
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T4	0.3	%	0.3	0.9
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T4	6.6	%	6.7	6.6
Markit PMI Composito finale	feb	56.0			55.9
Markit PMI Servizi finale	feb	56.7			56.5
Indice ISM non manifatturiero composito	feb	59.9		61.0	56.5
Ordinativi industriali m/m	gen	0.7	(-0.4) %	0.7	1.4
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	gen	1.6	%		1.6
Ordini beni durevoli ex-trasp. m/m finale	gen	0.7	%		0.7
Tasso di disoccupazione	feb	4.0	%	3.9	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	feb	467	x1000	400	
Salari orari m/m	feb	0.7	%	0.5	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **stima ADP degli occupati non agricoli privati** di febbraio ha registrato un aumento di 475 mila posti, dopo 509 mila di gennaio, concentrato nei servizi (417 mila), ma diffuso anche all'industria (57 mila di cui 30 mila nel manifatturiero, 26 mila nelle costruzioni e 2 mila nell'estrattivo). Le imprese riportano difficoltà a reperire manodopera, fronteggiata con rialzi salariali che però frenano l'occupazione nelle imprese piccole (-96 mila posti) non in grado di competere con le imprese di maggiori dimensioni.

L'**ISM manifatturiero** ha sorpreso verso l'alto a febbraio, salendo a 58,6 da 57,6. L'indagine è generalmente positiva, con incrementi per gli ordini a 61,7, la produzione a 58,5, gli ordini inevasi a 65 e i tempi di consegna a 66,1. L'occupazione corregge a 52,9 e l'indice dei prezzi rimane su livelli elevati, a 75,6. Le informazioni ancora una volta sono in linea con attività in crescita sostenuta, spinta dalla domanda ma vincolata da ostacoli dal lato dell'offerta e dalla carenza di manodopera sempre significativi, anche se meno di quanto visto nella seconda metà del 2021.

L'**ISM dei servizi** di febbraio ha sorpreso verso il basso, con un calo a 56,5 da 59,9 di gennaio e correzioni per attività, ordini e occupazione (quest'ultima in territorio recessivo a 48,5). I tempi di consegna segnalano difficoltà a soddisfare la domanda e i prezzi sono in accelerazione (a 83,1). Le imprese riportano persistenti problemi a soddisfare la domanda per via di colli di bottiglia, scarsità di occupati, inflazione e difficoltà logistiche.

Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** a fine febbraio sono calate a 215 mila da 233 mila, con indicazioni di mercato del lavoro alla piena occupazione.

La **produttività del settore non agricolo** nel 4° trimestre 2021 è aumentata di 6,6% t/t ann., dopo 3,9% t/t ann. del trimestre estivo, portando la variazione annua a 1,9% per il 2021. Il **costo del lavoro per unità di prodotto** è cresciuto di 0,9% t/t ann., dopo 9,3% t/t ann., con un incremento annuo di 3,5% nel 2021.

La **bilancia commerciale dei beni** di gennaio (prel.) ha registrato un deficit di -107,6 mld di dollari, da -100,5 mld di dicembre, con un calo dell'export di -1,8% m/m (concentrato nei beni di consumo e nelle auto), a fronte di un aumento dell'import di 1,7% m/m, con ampi incrementi per i comparti alimentare e automobilistico.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	gen	1.2 (-1.4)	%	1.4	1.6
Produzione industriale m/m prelim	gen	-1.0	%	-0.7	-1.3
PMI manifatturiero finale	feb	52.9			52.7
Fiducia delle famiglie	feb	36.7			35.3
Job to applicant ratio	gen	1.17 (+1.6)		1.16	1.20
Tasso di disoccupazione	gen	2.7	%	2.7	2.8

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

Il **tasso di disoccupazione** è salito a 2,8% a gennaio, da 2,7%, con un calo di occupati maggiore rispetto alla correzione registrata nella forza lavoro. I dati risentono degli effetti dell'aumento dei contagi e delle restrizioni all'attività imposte in alcune regioni. Il rialzo del **jobs to applicant ratio**, a 1,20 da 1,16, dà indicazioni favorevoli per lo scenario del mercato del lavoro a febbraio, sulla scia del miglioramento del quadro sanitario.

La **produzione industriale** a gennaio ha registrato un calo di -1,3% m/m, spinto principalmente da auto, acciaio e chimica, mentre elettronica e macchinari sono in rialzo. La debolezza di gennaio è da ascrivere a Omicron e alle strozzature all'offerta. Le previsioni delle imprese per i prossimi mesi sono positive, con attese per rialzi di 5,7% m/m e 2,2% m/m a febbraio e marzo, rispettivamente. Le consegne e le scorte sono in flessione, entrambe di -1,8% m/m. Il rapporto scorte/fatturato corregge di -1,3% m/m.

Le **vendite al dettaglio** a gennaio sono in calo per il secondo mese consecutivo, con una contrazione di 1,9% m/m, frenate dall'aumento dei contagi. Su base annua le vendite sono in rialzo di 1,6% a/a. Le previsioni sono di miglioramento da febbraio in poi, sulla scia della riduzione dei contagi.

La **fiducia dei consumatori** a febbraio è calata a 35,3, minimo da maggio 2021, sulla scia della persistenza di contagi elevati e di restrizioni alle attività, con correzioni diffuse a tutte le componenti. Le aspettative di inflazione toccano un massimo storico, con il 91,7% degli intervistati che prevede prezzi in aumento.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	PMI manifatturiero finale	feb	58.4	58.4	58.2	
EUR	CPI a/a stima flash	feb	5.1	%	5.4	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	feb	2.4	%	2.7	
EUR	PMI servizi finale	feb	55.8	55.8	55.5	
EUR	PMI composito finale	feb	55.8	55.8	55.5	
EUR	Tasso di disoccupazione	gen	7.0	%	6.9	
EUR	PPI a/a	gen	26.3	{26.2}	%	27.0
EUR	Vendite al dettaglio m/m	gen	-2.7	{-3.0}	%	+0.2
FRA	PMI manifatturiero finale	feb	57.6	57.6	57.2	
FRA	PMI servizi finale	feb	57.9	57.9	55.5	
FRA	Produzione industriale m/m	gen	-0.1	{-0.2}	%	0.5
GER	PMI manifatturiero finale	feb	58.5	58.5	58.4	
GER	IPCA m/m prelim	feb	0.9	%	0.8	
GER	IPCA a/a prelim	feb	5.1	%	5.4	
GER	CPI (Lander) a/a prelim	feb	4.9	%	5.1	
GER	CPI (Lander) m/m prelim	feb	0.4	%	0.9	
GER	Tasso di disoccupazione	feb	5.1	%	5.1	
GER	Variazione n° disoccupati	feb	-48	x1000	-25	
GER	PMI servizi finale	feb	56.6	56.6	55.8	
GER	Bilancia commerciale destag.	gen	8.1	{6.8}	Mld €	6.1
ITA	PMI manifatturiero	feb	58.3	58.0	58.3	
ITA	IPCA m/m prelim	feb	0.0	%	0.2	
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	feb	4.8	%	5.3	
ITA	IPCA a/a prelim	feb	5.1	%	5.4	
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	feb	1.6	%	0.9	
ITA	PMI servizi	feb	48.5	52.5	52.8	
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	gen	9.0	%	8.8	
ITA	PIL a/a finale	T4	3.9	{6.4}	%	6.4
ITA	PIL t/t finale	T4	2.5	{0.6}	%	0.6
SPA	IPCA a/a prelim	feb	6.2	%	6.8	

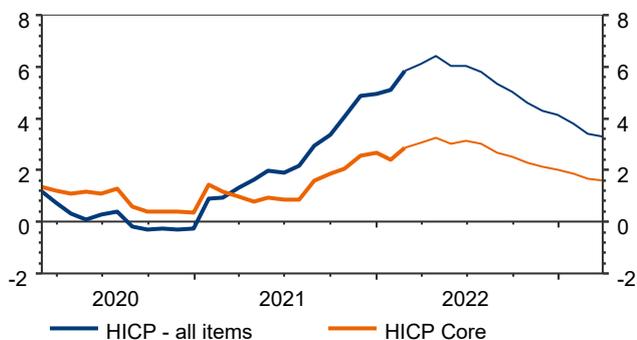
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. L'inflazione ha toccato un nuovo massimo dal 1998 (ovvero da quando esistono dati comparabili) a febbraio, a 5,8 a/a, in linea con le nostre previsioni ma ben al di sopra della stima di consenso (5,3%). Sulla variazione tendenziale, l'energia (31,7% a/a) spiega direttamente più della metà dell'inflazione osservata. I rialzi riguardano quasi tutte le componenti e non si può parlare di aggiustamenti di prezzi relativi: emerge ormai una trasmissione dei rincari da un settore all'altro (che, per ora, non sembra aver innescato preoccupanti effetti di seconda battuta sui salari). I rialzi riguardano quasi tutte le componenti e non si può parlare di aggiustamenti di prezzi relativi: emerge ormai una trasmissione dei rincari da un settore all'altro (che, per ora, non sembra aver innescato effetti di seconda battuta sui salari). I maggiori contributi alla variazione mensile, che è stata di 0,9% m/m, vengono dalle componenti più volatili e dai beni manufatti (0,7 m/m), che recuperano dopo il calo stagionale di gennaio dovuto ai saldi invernali. Gli alimentari freschi sono in rialzo di 1,2% m/m, e anche l'energia continua a salire, con una variazione di 3,3% m/m, guidata dal rincaro dei carburanti. L'inflazione core, salita al 2,9% dal 2,4% precedente, è spinta sia dai beni che dai servizi. I beni manufatti ex-energia sono passati al 3% dal 2,1% di gennaio, e segnalano pressioni alimentate da una domanda sempre elevata e da un'offerta frenata da colli di bottiglia, il cui contributo sull'inflazione di questo mese è stimato intorno a +0,4%. Per i servizi, la variazione è stata di 2,5% da 2,3% precedente.

In prospettiva, riteniamo al momento improbabile che da marzo l'inflazione possa spostarsi su un trend discendente: il focus sarà concentrato sull'andamento delle quotazioni di petrolio e gas naturale, il cui contributo alla crescita dei prezzi pensiamo spazzerà la spinta ribassista legata all'effetto confronto con il 2021. In conclusione, nel 2022 in media d'anno, i prezzi dovrebbero crescere del 5,4% (con rischi verso l'alto), a meno che non inizi un processo di *de-escalation* nel conflitto russo-ucraino già nelle prossime settimane; anche la componente core vedrà un'accelerazione al 2,7% nel 2022 dall'1,5% registrato lo scorso anno. Se l'inflazione headline

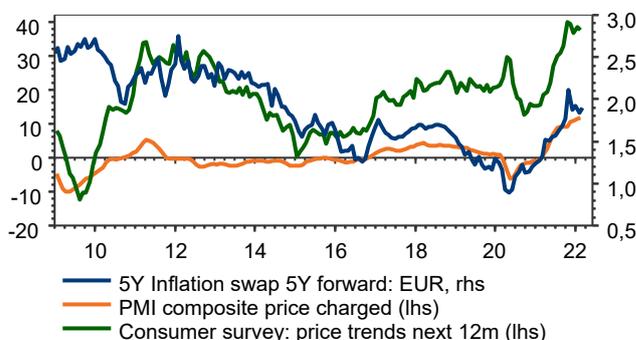
restasse a lungo su ritmi elevati, i rischi di effetti di "seconda battuta", in un contesto di maggiore scarsità del fattore lavoro, potrebbero aumentare. Riteniamo che i rischi sullo scenario previsivo di inflazione siano verso l'alto, in un contesto di forte incertezza.

Area euro – Dinamica dei prezzi (scenario base)



Fonte: Intesa Sanpaolo

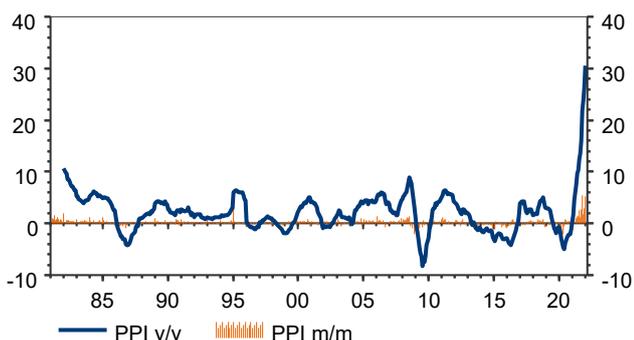
Area euro – Aspettative di inflazione



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

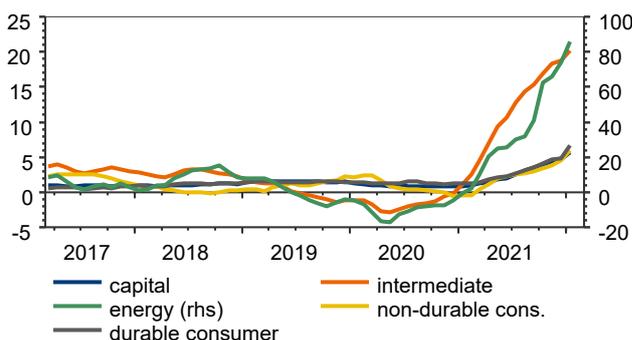
Area euro. I prezzi alla produzione nell'industria a gennaio sono cresciuti ben oltre le attese: +5,2% m/m da +3,0% precedente, al ventesimo rincaro mensile consecutivo. L'inflazione dei prezzi alla produzione è quindi balzata al 30,6% a/a da un precedente 26,3%. L'aumento risulta diffuso a tutte le principali componenti ma è ancora guidato dall'energia (+11,6% m/m, +85,6% a/a) e dai beni intermedi (+2,7% m/m, +20,2% a/a). I dati confermano quindi la presenza di forti pressioni inflattive che le imprese stanno iniziando a scaricare a valle della catena produttiva e che dovrebbero spingere ulteriormente al rialzo i prezzi al consumo dei beni nei prossimi mesi. Già a partire dalla lettura di febbraio dovremmo assistere a un nuovo forte incremento dei prezzi, soprattutto di beni intermedi ed energia, per via del conflitto in Ucraina, destinato a generare ulteriori pressioni sull'inflazione nel 2022-23.

Al ventesimo aumento mensile consecutivo del PPI, l'inflazione dei prezzi alla produzione tocca nuovi record a gennaio



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

Energia e beni intermedi trainano i rincari, nuove pressioni dovrebbero emergere già nei prossimi mesi



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

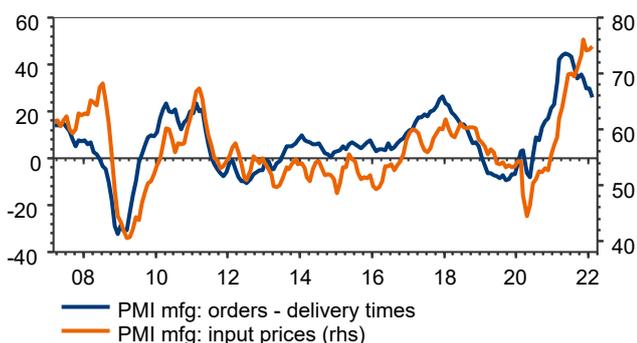
Area euro. A gennaio il **tasso di disoccupazione** ha toccato un nuovo minimo storico calando più del previsto al 6,8% da un precedente 7%. Il tasso dei senza lavoro è sceso di un decimo sia tra le donne (al 7,1%) che tra gli uomini (al 6,6%); tra i giovani, è calato al 13,9% da 14,2% di dicembre. Tra le principali economie la diminuzione è diffusa a Germania (3,1% da 3,2%), Francia (7,0% da 7,2%), Italia (8,8% da 9%), Olanda (3,6% da 3,8%) e Belgio (5,6% da 5,7%). La flessione potrebbe essere in parte dovuta a un aumento degli inattivi per via della recrudescenza pandemica. La risalita dei contagi a cavallo d'anno non sembra in ogni caso aver interrotto il percorso di miglioramento del mercato del lavoro; le indagini condotte presso le imprese

segnalano che la domanda di lavoro resta solida e coerente con ulteriori cali della disoccupazione nei prossimi mesi. Le aziende riportano però difficoltà nel reperire manodopera; perciò, al netto della rinnovata incertezza sullo scenario a causa della guerra in Ucraina, affinché si registrino maggiori avanzamenti nel corso del 2022, sono necessari ulteriori progressi della partecipazione.

Area euro. A gennaio le **vendite al dettaglio** hanno visto un rimbalzo di 0,2% m/m dopo la pesante flessione di -2,7% m/m (rivista da -3%) registrata a dicembre. La variazione tendenziale è invece salita al 7,8% da un precedente 2,1% per via del confronto favorevole con gennaio 2021, quando gli acquisti erano stati frenati dalle misure anti-Covid. Il modesto incremento di gennaio potrebbe essere spiegato dalla situazione pandemica che ha limitato la mobilità. In volume, infatti, le vendite di alimentari sono rimaste stagnanti e sono calati gli acquisti di carburante (-1,3%), mentre la crescita dei beni non alimentari (0,2%) è sostenuta soprattutto dal canale online (0,6%). Nonostante il miglioramento del contesto sanitario, le vendite al dettaglio potrebbero risultare piuttosto fiacche nei prossimi mesi e non solo per via dello spostamento di parte della domanda dai beni ai servizi. In generale, infatti, i consumi privati potrebbero risentire dell'effetto dell'inflazione sul potere d'acquisto, mentre la maggiore incertezza sul fronte geopolitico, oltre ad intensificare le pressioni sui prezzi, potrebbe limitare il ricorso ai risparmi accumulati per finanziare le spese.

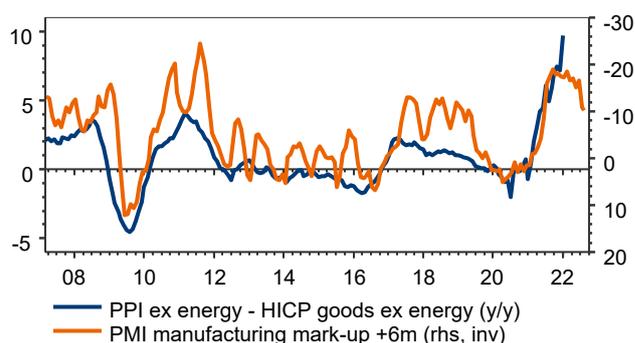
Area euro. L'indice **PMI manifatturiero** di febbraio è stato rivisto al ribasso a 58,2 da 58,4 flash. Tra le principali economie, hanno subito limature sia l'indice tedesco (58,4 da 58,5) che quello francese (57,2 da 57,6). In Italia la prima stima del PMI manifatturiero ha visto una stabilità a 58,3. L'indagine italiana riporta un'accelerazione dell'attività produttiva a fronte di nuovi segnali di allentamento delle strozzature che si manifestano in un ridimensionamento dei tempi di consegna e delle commesse inevase. Per ragioni di calendario i PMI di febbraio non hanno risentito del conflitto in Ucraina, in quanto le indagini sono state condotte fino al 21 febbraio; l'invasione russa dovrebbe perciò pesare sulle indagini di marzo, con effetti sia sulla domanda che sull'offerta. Le tensioni potrebbero causare nuove difficoltà di approvvigionamento di materie prime da parte delle imprese, e soprattutto accentuare decisamente le pressioni al rialzo sui prezzi.

La guerra in Ucraina dovrebbe spingere al rialzo i prezzi degli input e intensificare le strozzature all'offerta



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

Il forte rialzo dei prezzi alla produzione sta spingendo le imprese a trasferire i maggiori costi ai consumatori finali



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

Area euro. Le stime finali dei **PMI dei servizi** hanno registrato revisioni al ribasso rispetto alle letture flash in Germania (55,8 da 56,6), Francia (55,5 da 57,9) e nel complesso dell'Eurozona (55,5 da 55,8); risulta comunque confermato il quadro di ripartenza del settore a febbraio dopo che la risalita dei contagi aveva frenato l'attività a cavallo d'anno. Anche in Italia e Spagna si evidenziano segnali di ripresa per i servizi: l'indice italiano è infatti tornato al di sopra della soglia critica che separa l'espansione dalla contrazione (a 52,8 da 48,5 di gennaio, comunque ancora

al di sotto dei livelli di dicembre), mentre quello spagnolo è salito a 56,6 da 46,6, ai massimi dallo scorso novembre. Le indagini sono coerenti con una moderata riaccelerazione del ciclo a febbraio ma nuovi rischi pesano sullo scenario. I servizi non sono infatti immuni dall'impatto del conflitto in Ucraina e delle sanzioni alla Russia, mentre l'aumento dell'incertezza e i rincari dei prezzi (l'indice composito dei prezzi di vendita ha toccato un nuovo record) dovrebbero frenare la domanda interna.

Germania. A febbraio, l'**inflazione** ha sorpreso meno che nelle altre grandi economie dell'area euro, con l'indice nazionale che è passato a 5,1% a/a da 4,9% precedente e l'armonizzato a 5,5% a/a da 5,2%. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di nove decimi su entrambe le misure. Nel dettaglio, il rialzo tendenziale è spiegato dai prezzi dei beni (a 7,9% a/a da 7,2% precedente), spinti al rialzo dalla crescita dei listini energetici (a 22,5% da 20,5% precedente), mentre sono calati i servizi (a 2,8% da 2,9% di gennaio). Il protrarsi del conflitto in Ucraina potrebbe portare la media annua di inflazione quest'anno sopra il 5% (in uno scenario non troppo sfavorevole).

Germania. Il **tasso di disoccupazione** è calato di un decimo in febbraio, al 5%. La crescita sia degli occupati che del numero dei posti vacanti indica che le difficoltà nel reperire forza lavoro potrebbero crescere nei prossimi mesi. In prospettiva, aumenta l'incertezza sulla dinamica del tasso dei senza lavoro: il rincaro delle materie prime e il persistere dei problemi di approvvigionamento per via del conflitto in Ucraina potrebbero pesare sulla ripresa dell'occupazione.

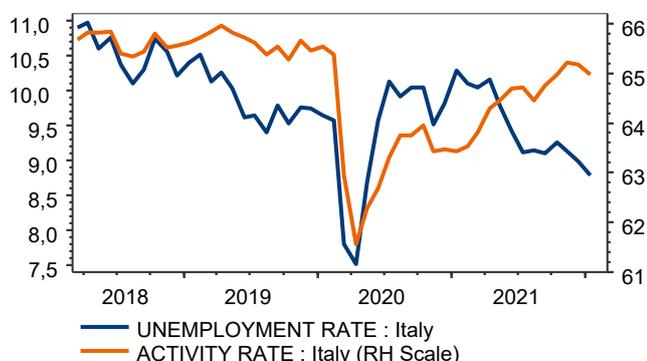
Germania. I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di gennaio hanno evidenziato un calo sia delle esportazioni (-2,8% m/m), che delle importazioni (-4,2% m/m). Il surplus è risultato pari a 9,4 mld (in termini destagionalizzati) in gennaio, da 8,1 mld a dicembre.

Italia. A gennaio il **tasso di disoccupazione** è calato di due decimi all'8,8%. La diminuzione delle persone in cerca di occupazione (-51 mila unità) deriva da un aumento degli inattivi (+74 mila) mentre gli occupati sono rimasti sostanzialmente stabili (-7 mila unità), per via di un aumento dei contratti a termine (+24 mila) a fronte di un calo per i dipendenti permanenti (-32 mila); è rimasto invece invariato il numero di lavoratori indipendenti (che restano però quasi 300 mila unità ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici). La crescita degli inattivi di gennaio ricalca quanto già emerso a dicembre ed è probabilmente imputabile alla recrudescenza dei contagi a cavallo d'anno, che ha frenato la ricerca di lavoro. Il flusso in uscita dalla forza lavoro potrebbe quindi risultare temporaneo mentre risulta meno rassicurante il quadro occupazionale. Le indagini condotte presso le imprese segnalano una solida domanda di lavoro ma le nuove assunzioni continuano ad essere concentrate in posizioni precarie (+78 mila dall'inizio della pandemia). È ancora prematuro valutare l'eventuale impatto della guerra in Ucraina sul mercato del lavoro, tuttavia non si può escludere che i rincari dei costi delle materie prime e la frenata dalla domanda di beni e servizi possano innescare effetti sull'occupazione.

Italia. La seconda lettura ha confermato che nel 4° trimestre il **PIL** è cresciuto di 0,6% t/t mentre è stata rivista al ribasso di due decimi la variazione tendenziale (a 6,2% da 6,4% della prima stima). La crescita è risultata trainata dalla domanda domestica (con un contributo positivo di +1,8%) a fronte di un marcato apporto negativo da parte del canale estero (-1,2%). Il principale contributo proviene però dalle scorte (+1,1%) a fronte di una stagnazione per i consumi privati ed una riaccelerazione della crescita degli investimenti fissi (2,8% t/t, con un contributo al PIL di mezzo punto percentuale). Sono gli investimenti in costruzioni a mostrare la maggiore vivacità (4,5% t/t per le abitazioni, 3,1% t/t per i fabbricati non residenziali); rallenta, ma resta robusta (2,1% t/t), la crescita degli investimenti in macchinari, mentre rimbalzano solo parzialmente (0,4% t/t) gli investimenti in mezzi di trasporto dopo il pesante calo estivo. L'ampio contributo negativo del

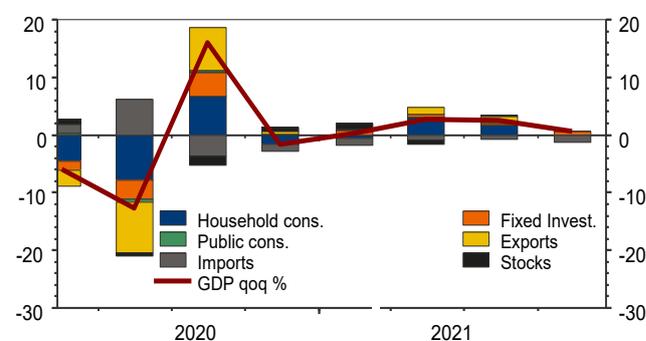
commercio internazionale è invece sintesi di un forte aumento delle importazioni (4,2% t/t) a fronte di un export stagnante. Dal lato dell'offerta invece cresce il valore aggiunto nell'industria (1,1% t/t) a fronte di un più modesto incremento nei servizi (0,4% t/t). Il dato industriale è però sostenuto soprattutto dalle costruzioni, in presenza di una manifattura quasi stagnante. Nei servizi invece si registra una marginale flessione nel comparto "commercio, trasporti, alloggio e ristorazione", che ha subito la recrudescenza dei contagi di dicembre. Ci aspettiamo un ulteriore allentamento nel 1° trimestre del 2022, per via soprattutto del picco pandemico di gennaio. La guerra in Ucraina pone nuovi significativi rischi al ribasso per lo scenario nei trimestri successivi: l'Italia potrebbe inoltre risultare tra le economie più penalizzate dal forte rincaro dei prezzi delle materie prime ma anche il canale commerciale, l'irrigidimento delle filiere produttive e le difficoltà nel reperire alcuni beni intermedi potrebbero colpire l'attività. La riaccelerazione nel trimestre primaverile potrebbe risultare molto più debole di quanto precedentemente atteso.

Il calo del tasso di disoccupazione a gennaio è spiegato soprattutto dalla flessione della forza lavoro



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

Nel 4° trimestre sono state scorte e investimenti a sostenere la crescita. Nullo il contributo dei consumi privati, negativo quello delle esportazioni nette



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

Italia. Le stime annue sui **conti nazionali** hanno riportato una crescita del PIL di 6,6% nel 2021, +7,5% in termini nominali. Il rapporto debito/PIL è calato più del previsto a 150,4% da 115,3% del 2020. L'indebitamento netto è risultato pari a poco più di 127 miliardi ovvero il 7,2% del PIL (da un precedente 9,6%), molto più basso rispetto alle ultime proiezioni ufficiali governative risalenti allo scorso settembre (9,4%) ma più alto rispetto a quanto ci si potesse attendere sulla base dei dati già comunicati dalla Banca d'Italia sul fabbisogno della PA (pari a 92 miliardi nel 2021). Il disavanzo primario si è invece ridimensionato di 37 miliardi a 64,5 miliardi, pari al 3,6% del PIL. I dati sul conto economico delle amministrazioni pubbliche riportano un rimbalzo delle entrate rispetto al 2020 (+9,1%), sostenute dalla crescita delle imposte (dirette e indirette) e dei contributi sociali in scia alla ripresa economica, mentre le entrate in conto capitale hanno registrato un forte incremento (+70,5%) per via dei contributi NGEU agli investimenti programmati dal PNRR. Le uscite sono invece aumentate del 4,2% (in rallentamento dall'8,4% registrato l'anno precedente).

Italia. L'indice nazionale dei **prezzi al consumo** è salito molto più del previsto da 4,8% a 5,7% a/a (nuovo massimo dal 1995), quello armonizzato da 5,1% a 6,2%; sul NIC, l'inflazione "di fondo" (al netto di energetici e alimentari freschi) è salita da 1,5% a 1,7%, quella al netto dei soli beni energetici da 1,8% a 2,1%. Dopo l'impennata dei beni energetici regolamentati di gennaio, a febbraio a guidare i rialzi sono i beni energetici non regolamentati (+8,3% m/m, da 22,9% a 31,3% a/a), che gonfiano le spese per abitazione, acqua, elettricità e combustibili (3,6% m/m, 27,3% a/a) e per i trasporti (2% m/m, 9% a/a). I rincari però non sono limitati all'energia, e riguardano anche gli alimentari (1,1% m/m, da 3,6% a 4,9% a/a); rallentano gli esercizi ricettivi e di ristorazione, pur mantenendo un ritmo annuo elevato (4% a/a da 4,3% precedente). Nei prossimi mesi il rincaro dei prezzi delle materie prime energetiche peserà più che altrove, per via della maggiore dipendenza dell'Italia dal gas russo: la media annua dell'inflazione dovrebbe superare abbondantemente la soglia del 5% nel 2022.

Francia. A gennaio la **produzione industriale** è cresciuta ben oltre le attese, dell'1,6% m/m (il dato di dicembre è stato rivisto verso l'alto da -0,2% a -0,1%). All'interno della manifattura (1,8% m/m), lo spaccato evidenzia l'ampio rimbalzo del settore della raffinazione (+4,7% da -2,4%) e delle altre attività manifatturiere (+4,3% da -1,2%); spicca il balzo dei prodotti farmaceutici (+21,5% da -8,5%), a fronte di persistenti difficoltà per i mezzi di trasporto (-4,9% da +9,2%), già evidenziate peraltro nell'ultimo rapporto mensile della Banque de France. Il progresso riportato a gennaio tuttavia lascia ancora aperto il gap rispetto ai livelli di febbraio 2020 sia nel manifatturiero che nell'industria nel suo complesso (rispettivamente -4,6% e -3,9%). Non escludiamo che la produzione possa tornare a flettere in febbraio e marzo, per via dei rincari delle materie prime e di un nuovo aggravamento nelle difficoltà di approvvigionamento di materie prime.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	feb	51.0		51.2
PMI manifatturiero - NBS	feb	50.1	49.9	50.2
PMI non manifatturiero - NBS	feb	51.1		51.6
PMI manifatturiero - Caixin	feb	49.1	49.3	50.4
PMI servizi - Caixin	feb	51.4		50.2

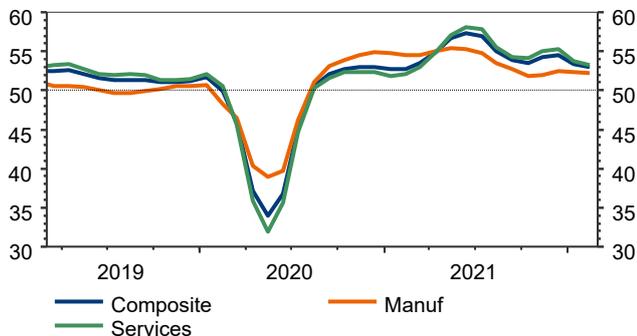
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'indice **PMI manifatturiero** rilevato da **Caixin Markit** è salito da 49,1 in gennaio a 50,4 in febbraio contro attese di consenso di stabilità, rimanendo al di sotto del livello di dicembre (50,9) e di quello di lungo periodo (51). Il miglioramento è diffuso a tutte le componenti ad eccezione delle scorte, sia di prodotti finiti sia di input, che sono invece diminuite. Gli aumenti più rilevanti riguardano i nuovi ordini (da 48,5 in gennaio a 51,5 in febbraio), che sono tornati in territorio espansivo, a differenza delle commesse dall'estero, per le quali si segnala solo una diminuzione del ritmo di contrazione. Una dinamica simile ha riguardato l'occupazione. Le pressioni inflative sono salite con entrambe le componenti dei prezzi in aumento. L'indice **PMI dei servizi** rilevato da **Caixin Markit** è sceso da 51,4 in gennaio a 50,2 in febbraio, spinto al ribasso dal calo della componente ordini, scesa in territorio di contrazione per la prima volta dopo cinque mesi (a 48,8 in febbraio da 51,1 in gennaio) a causa delle misure di contenimento dei contagi, mentre le componenti dei prezzi degli input segnalano una decelerazione dell'inflazione. Nonostante il rallentamento dell'attività le aspettative del settore sono salite da 59,6 in gennaio a 61,1 in febbraio, al di sopra del livello di dicembre. Il peggioramento dell'attività dei servizi ha compensato un miglioramento di quella del settore manifatturiero lasciando invariato il **PMI composito** a 50,1, il livello più basso da settembre 2021.

Il **PMI manifatturiero rilevato dal NBS**, che al contrario di quello di Caixin Markit è in territorio espansivo da novembre, è salito marginalmente da 50,1 in gennaio a 50,2 in febbraio, rispetto ad attese di consenso di un calo a 49,8. L'andamento delle componenti è stato simile a quello del PMI rilevato da Caixin Markit ad eccezione della produzione (che ha registrato un rallentamento del ritmo di espansione) e degli ordini inevasi, ancora in contrazione. Si nota un aumento del ritmo di espansione dell'attività sia per le grandi imprese sia per le medie, ma un peggioramento del ritmo di contrazione per le piccole imprese, il cui indice ha raggiunto il minimo post pandemia. Il **PMI non manifatturiero** è salito da 51,1 in gennaio a 51,6 in febbraio, più delle attese (Consenso Bloomberg 50,7), trainato soprattutto dall'aumento del PMI del settore **costruzioni** (da 55,4 in gennaio a 57,6 in febbraio), che è stato accompagnato da un miglioramento delle aspettative e da un balzo in territorio espansivo della componente occupazione. Il miglioramento del PMI del settore dei **servizi** è stato, invece, molto più contenuto (da 50,3 in gennaio a 50,5 in gennaio), verosimilmente ancora frenato dalla ripresa dei contagi. Nel complesso, i dati segnalano un aumento del ritmo di espansione dell'attività economica solo lieve ma esteso a tutti i settori.

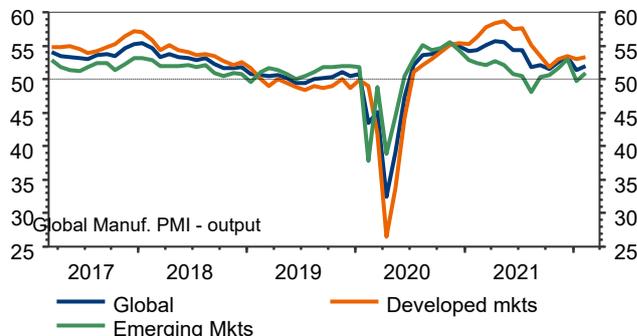
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



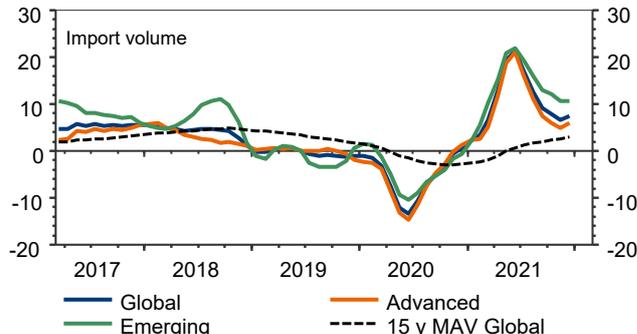
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



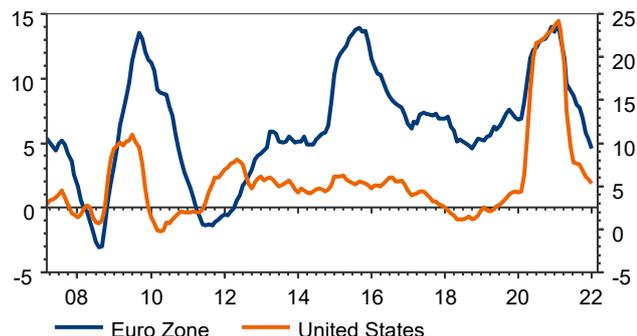
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



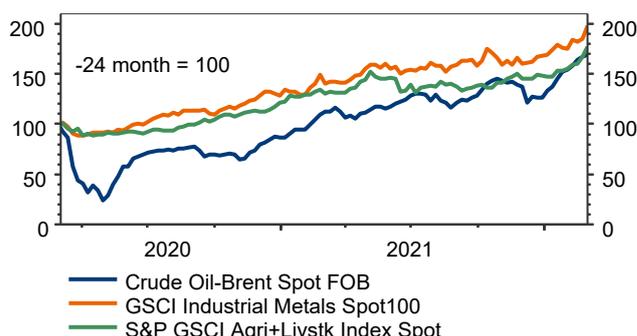
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

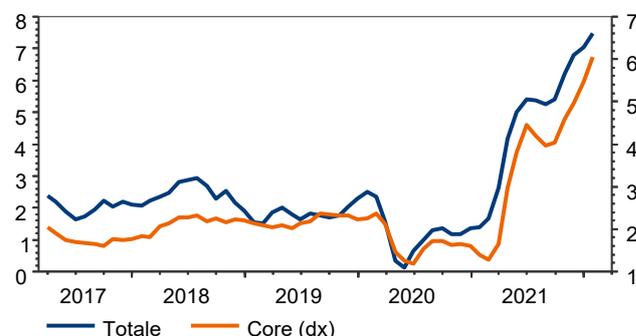
Stati Uniti

Indagini ISM



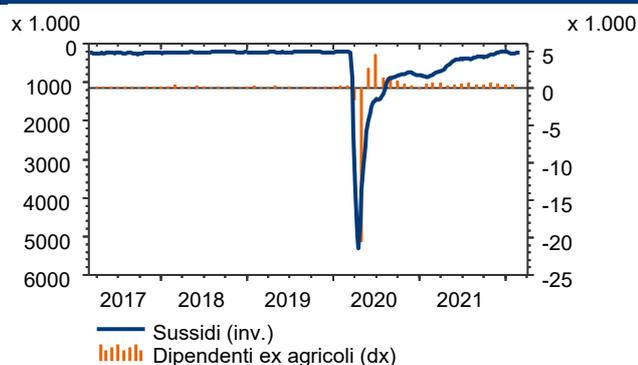
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



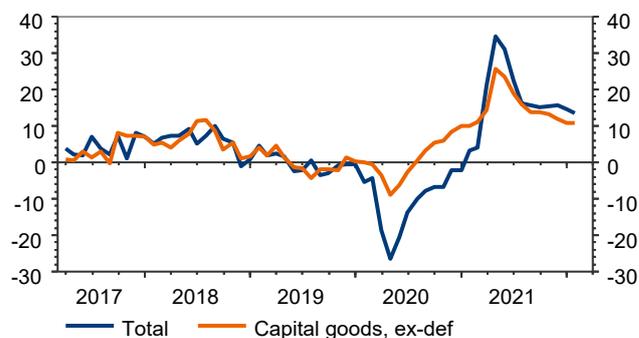
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

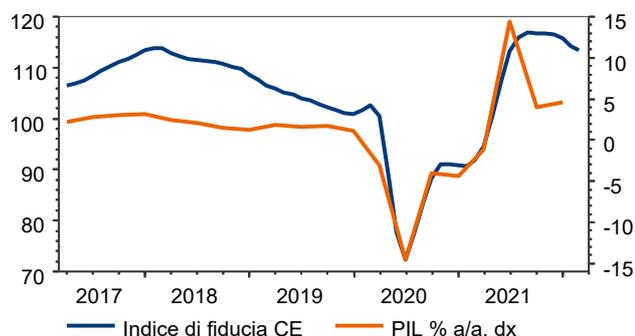
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.7	3.7	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.6	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.

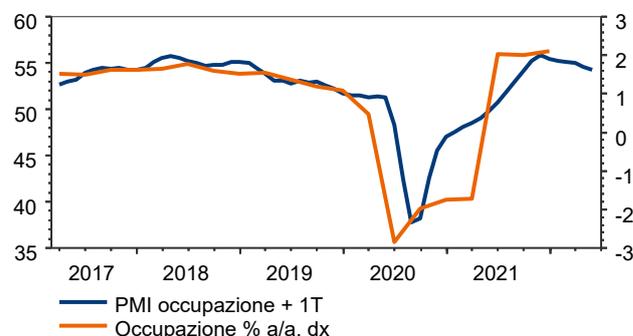
Area euro

PIL



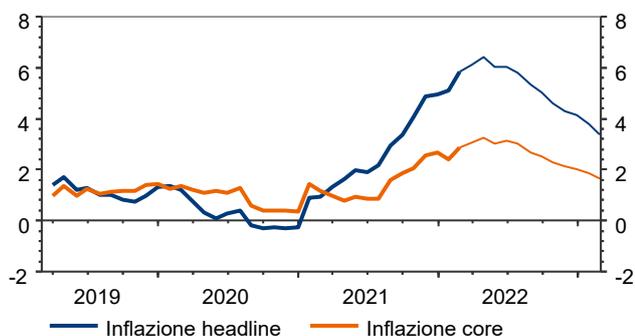
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	6.1
aprile	0.3	1.6	6.4
maggio	0.1	2.0	6.0
giugno	0.3	1.9	6.0
luglio	0.4	2.2	5.8
agosto	-0.2	3.0	5.3
settembre	-0.3	3.4	5.0
ottobre	-0.3	4.1	4.6
novembre	-0.3	4.9	4.3
dicembre	-0.3	5.0	4.1

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022			2020	2021	2022				
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.2	3.1	-4.4	-1.1	14.4	3.9	4.6	5.0	3.4	1.9				
- t/t				-0.3	-0.2	2.2	2.3	0.3	0.2	0.7	0.8				
Consumi privati	-8.0	3.3	4.5	-3.0	-2.3	3.9	4.3	-0.5	0.4	0.9	1.1				
Investimenti fissi	-7.3	4.0	5.2	2.7	0.0	1.2	-0.9	2.5	1.3	1.3	1.4				
Consumi pubblici	1.2	3.9	2.4	0.8	-0.6	2.0	0.5	0.4	0.7	0.5	0.4				
Esportazioni	-9.4	10.2	5.3	4.3	1.2	2.5	1.4	3.1	0.4	0.5	1.1				
Importazioni	-9.3	7.8	6.1	4.8	1.0	3.0	1.0	3.1	0.7	1.1	1.3				
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.3	-0.7	0.5	1.0	-0.4	-0.1	-0.2	-0.4	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	5.4	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.6	5.7	6.2	5.4				
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	6.8	6.9	6.9				
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				

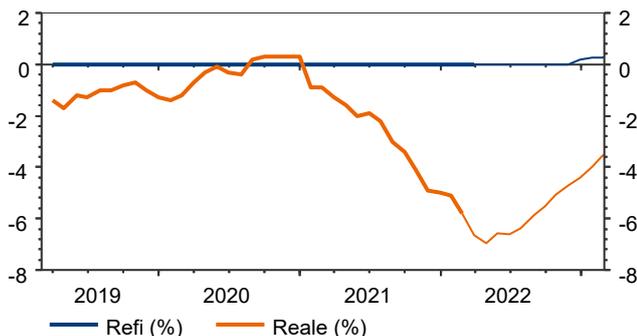
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	3/3	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	-0.55	-0.56	-0.56	-0.55	-0.34
Euribor 3m	-0.54	-0.55	-0.57	-0.52	-0.56	-0.56	-0.51	-0.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

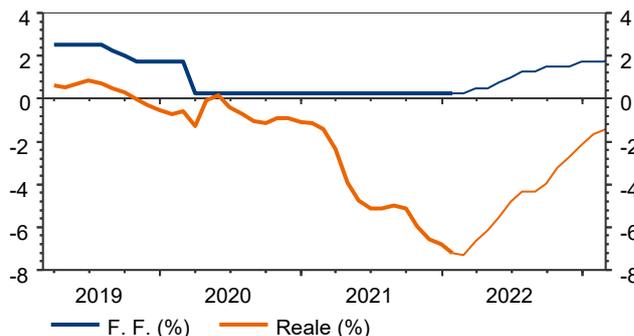


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	3/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50	1.75
OIS 3m	0.09	0.08	0.12	0.44	0.31	0.88	1.36	1.67

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

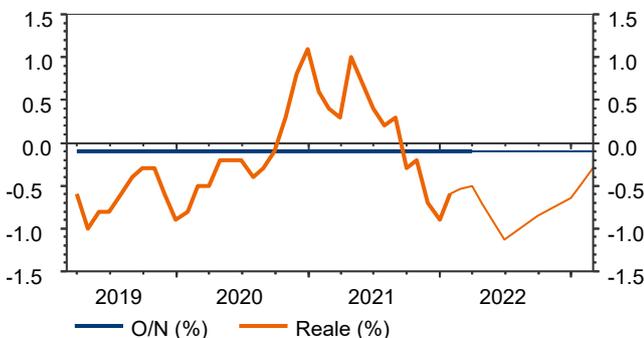


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	3/3	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	-0.01	-0.04	-0.07	-0.06	-0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

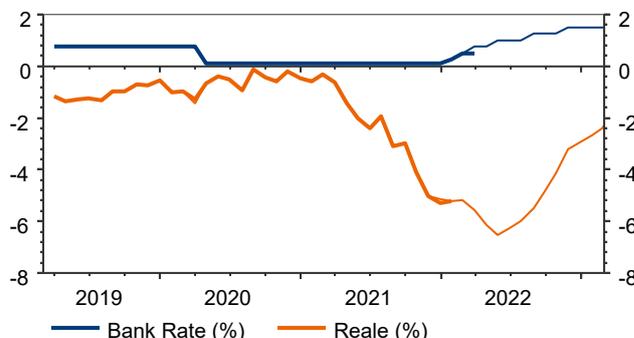


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	3/3	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	4/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.20	1.19	1.13	1.15	1.0991	1.10	1.12	1.17	1.20	1.24
USD/JPY	107	108	110	113	115	115.33	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.28	1.40	1.39	1.32	1.35	1.3299	1.33	1.38	1.42	1.44	1.48
EUR/CHF	1.06	1.11	1.09	1.04	1.06	1.0074	1.03	1.06	1.10	1.12	1.14
EUR/JPY	120	129	131	128	132	126.76	127	130	136	141	147
EUR/GBP	0.87	0.86	0.86	0.85	0.85	0.8264	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
---------------	-------	---------------------------------