

Weekly Economic Monitor

Il punto

La Banca Centrale Europea ha accelerato il processo di normalizzazione della politica monetaria, nonostante l'incertezza causata dall'invasione russa dell'Ucraina. Le prime valutazioni dell'impatto economico di quest'ultima appaiono molto miti, almeno nello scenario centrale di previsione, ma il bilancio dei rischi per la crescita pende nettamente verso il basso. La BCE si tiene una piccola via di fuga aperta, non impegnandosi a un dato livello di acquisti netti nel 3° trimestre (come immaginavamo) e precisando che anche l'intervallo temporale tra la fine degli acquisti e il primo rialzo dei tassi dipenderà dai dati.

FOMC: allarme inflazione. La riunione del FOMC del 15-16 marzo aprirà un nuovo ciclo per la politica monetaria, con un probabile rialzo dei tassi di 25pb e segnali di rimozione relativamente rapida dello stimolo monetario, sia attraverso i tassi sia attraverso il bilancio. La Fed però è in ritardo e dovrà agire in una fase ciclica pericolosa, rischiando di generare un rallentamento eccessivo, stile anni '80.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana entrante si prospetta povera di dati macroeconomici. In Germania l'indagine ZEW di marzo dovrebbe riportare un forte calo del morale degli analisti sotto il peso del conflitto in Ucraina. Per l'area euro vediamo una produzione industriale all'incirca stagnante a gennaio (i dati nazionali hanno mostrato un aumento in Germania e Francia ma un ampio calo in Italia). In calendario anche le stime finali d'inflazione di febbraio in Francia, Italia e nel complesso dell'Eurozona.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC che dovrebbe iniziare un nuovo ciclo dei tassi, con un rialzo di 25pb e indicazioni di interventi consecutivi alle prossime riunioni, per contrastare le pressioni inflazionistiche amplificate dalla guerra in Ucraina. Le prime indagini del manifatturiero di marzo dovrebbero confermare l'espansione del settore, riportando anche crescenti pressioni su prezzi e salari. Fra i dati di attività di febbraio, le vendite al dettaglio dovrebbero essere ancora in netto aumento, pur in presenza di una contrazione nel comparto auto dovuto a vincoli dall'offerta, e la produzione industriale è prevista in rialzo. Nel settore immobiliare residenziale, le informazioni di febbraio relative a vendite di case e nuovi cantieri dovrebbero essere moderatamente positive. Infine, il PPI di febbraio dovrebbe registrare un altro ampio incremento spinto dalle materie prime, ma diffuso anche ad altri comparti.

11 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

Il punto

La Banca Centrale Europea ha accelerato il processo di normalizzazione della politica monetaria, nonostante l'incertezza causata dall'invasione russa dell'Ucraina. Le prime valutazioni dell'impatto economico di quest'ultima appaiono molto miti, almeno nello scenario centrale di previsione, ma il bilancio dei rischi per la crescita pende nettamente verso il basso. La BCE si tiene una piccola via di fuga aperta, non impegnandosi a un livello prefissato di acquisti netti nel 3° trimestre (come immaginavamo) e precisando che anche l'intervallo temporale tra la fine degli acquisti e il primo rialzo dei tassi dipenderà dai dati.

■ **La BCE ha dato una scossa alle curve dei tassi, annunciando un'accelerazione del piano di riduzione degli acquisti netti di titoli nel 2° trimestre che si pensava ormai esclusa.** La chiusura degli acquisti netti PEPP il 31 marzo, invece, è in linea con le attese. In linea con le attese anche la conferma che le condizioni speciali sulle operazioni TLTRO III scadranno a giugno. Nel dettaglio:

- Nel 2° trimestre, gli acquisti netti APP vengono confermati a 40 mld mensili in aprile, ma poi saranno ridotti a 30 miliardi in maggio e a 20 miliardi in giugno;
- Nel 3° trimestre, il volume di acquisti netti dipenderà dai dati. Se questi confermeranno l'aspettativa che lo scenario di medio termine non si indebolirà dopo la fine degli acquisti netti, allora gli acquisti netti APP saranno interrotti "nel 3° trimestre" (che non significa necessariamente a settembre); tuttavia, in caso di necessità potrebbero anche essere aumentati;
- La BCE continua a sottolineare l'importanza dei reinvestimenti PEPP come potenziale strumento di stabilizzazione.

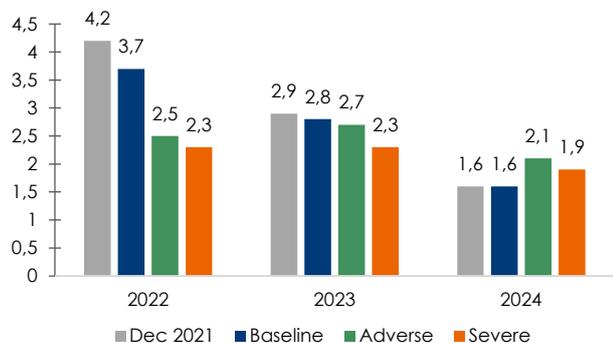
■ **La BCE ha anche modificato l'indirizzo (forward guidance) sui tassi** in due aspetti. Il primo è formale: la possibilità di tagli dei tassi non viene più menzionata. Più rilevante è la modifica alla sequenza: **il rialzo dei tassi avverrà "un po' di tempo dopo" la fine degli acquisti netti** – una formulazione più facilmente gestibile dal punto di vista comunicativo rispetto alla precedente, dove il tempo del primo rialzo dei tassi era determinato dalle condizioni e la fine degli acquisti avveniva poco prima. Inoltre, la BCE annuncia che **i rialzi saranno "graduali"**. Più volte, la Presidente ha rimarcato che **il tempo esatto fra la fine degli acquisti e il primo rialzo dei tassi sarà determinato dai dati, e non dal calendario**. Data l'incertezza dello scenario, la nuova formulazione consente di adattare meglio il passo della normalizzazione alle circostanze contingenti.

■ **Le previsioni dello staff sul 2022 appaiono sorprendentemente ottimistiche, alla luce dei forti rincari osservati sull'energia.** La crescita del PIL è prevista al 3,7% nel 2022, con un rallentamento a 2,8% nel 2023. La nostra valutazione attuale è che la crescita media annua sarà probabilmente nell'ordine del 3%, mentre ci aspettavamo una crescita di 3,8% prima della guerra. La revisione delle stime di inflazione porta la media annua prevista dalla BCE a 5,1% nel 2022 e 2,1% nel 2023. La previsione 2024, rivista al rialzo di un decimo, è appena inferiore al 2%. Malgrado la revisione, le nuove proiezioni di inflazione restano inferiori alle nostre su tutto l'orizzonte previsionale.

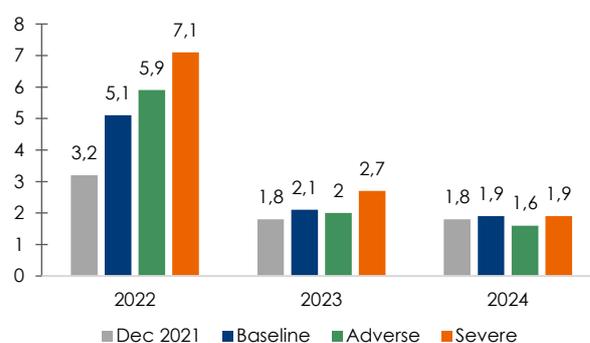
■ Lo staff ha pubblicato anche **due scenari alternativi, uno avverso e uno severo**. Il fatto che nessuno scenario alternativo sia favorevole è un indizio che lo scenario di base incorpora una valutazione parziale o deliberatamente ottimistica dell'impatto della guerra. In effetti, la BCE include impatti temporanei sulle forniture energetiche e sulla fiducia, e nessun effetto significativo sulle forniture. Nello scenario avverso, la BCE incorpora riduzioni persistenti nelle forniture di gas russo, con temporanei effetti negativi sulla produzione. In tale scenario, la crescita 2022 del PIL risulta inferiore allo scenario base di 1,2 punti mentre l'inflazione è più alta di 0,8 punti. Nello scenario severo, la BCE assume una reazione più intensa dei prezzi dell'energia e maggiori effetti finanziari: ne risulta una crescita più bassa di 1,4 punti e un'inflazione più alta di 2 punti, oltre a una maggiore persistenza temporale degli effetti.

- **Gli annunci sono coerenti con lo scenario di un primo rialzo dei tassi nel 4° trimestre 2022**, come da nostra previsione centrale. I mercati sono tornati a scontare 2 rialzi dei tassi entro fine anno, il primo l'8 settembre e il secondo il 15 dicembre. Tecnicamente un rialzo a settembre non può essere escluso, ma ci sembra improbabile fuori da scenari molto benigni di impatto della crisi.

Le nuove previsioni BCE nei tre scenari: PIL (a/a)...



...e inflazione (HICP, a/a)



Fonte: BCE, [Staff macroeconomic projections for the euro area, March 2022](#)

Fonte: BCE, [Staff macroeconomic projections for the euro area, March 2022](#)

FOMC: allarme inflazione. La riunione del FOMC del 15-16 marzo aprirà un nuovo ciclo per la politica monetaria, con un probabile rialzo dei tassi di 25pb e segnali di rimozione relativamente rapida dello stimolo monetario, sia attraverso i tassi sia attraverso il bilancio. La Fed però è in ritardo e dovrà agire in una fase ciclica pericolosa, rischiando di generare un rallentamento eccessivo, stile anni '80.

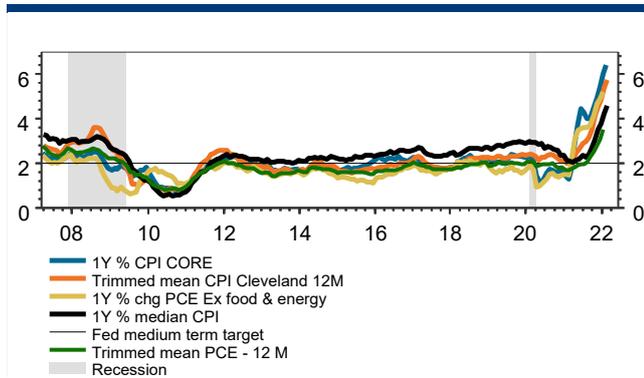
- La **riunione del FOMC** di metà marzo dovrebbe segnare l'inizio del ciclo restrittivo della politica monetaria, con un rialzo dei tassi e maggiori informazioni riguardo a un imminente inizio della riduzione del bilancio. Il consenso per la svolta a marzo appare invariato anche dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. A nostro avviso, le principali **conseguenze della guerra sull'economia americana** si sentiranno sull'inflazione e, sommate al probabile peggioramento dei problemi dell'offerta, **potrebbero determinare addirittura un'accelerazione del sentiero dei tassi**. Tuttavia, andranno monitorate anche le condizioni finanziarie internazionali e le ripercussioni sulle istituzioni bancarie USA, che potrebbero influenzare i piani della Fed. Il FOMC sottolineerà che lo scenario è diventato ancora più incerto e soggetto a eventi geopolitici difficilmente prevedibili, impegnandosi ad agire "come necessario" per raggiungere gli obiettivi del suo mandato duale.
- Nelle **proiezioni macro**, il FOMC dovrebbe rivedere nettamente verso l'alto l'inflazione a fine 2022, e verso il basso il tasso di disoccupazione. Per il 2023, si dovrebbe segnalare un'inflazione core ancora sopra il 2% e un tasso di disoccupazione sempre sotto il livello di più lungo termine, con un probabile ritorno al 2% del deflatore core nel 2024. Con questo scenario, la mediana dei tassi dovrebbe incorporare rialzi per circa 1,5pp nel 2022. Un elemento cruciale sarà il punto di arrivo atteso per il 2023, che potrebbe essere vicino alla neutralità (2,5%). I toni della conferenza stampa potrebbero essere *hawkish*, soprattutto se le previsioni dei tassi si fermeranno al livello neutrale.
- Come è stato già detto da molti partecipanti al FOMC, i **rialzi non saranno "graduali"**, con più di una mossa a trimestre. Le **nostre previsioni** vedono un rialzo di **25pb a marzo, con interventi consecutivi a tutte le riunioni fino a luglio**, e un rialzo atteso nel 2022, pari a 150pb e un punto di arrivo fra 2,5 e 2,75% nel 2023. L'incertezza sulle previsioni è enormemente amplificata dalla guerra, ma a nostro avviso i rischi per i tassi sono ancora verso l'alto, alla luce del trend dell'inflazione.
- Il **CPI di febbraio** ha confermato l'urgenza della svolta della politica monetaria, mostrando un'accelerazione dell'inflazione nel comparto dei servizi ex-energia. Il CPI ha registrato un

rialzo di 0,8% m/m e l'indice core è aumentato di 0,5% m/m, crescendo di almeno 0,5% m/m per l'ottava volta in undici mesi. I prezzi dei beni core (0,4% m/m, 12,3% a/a), mostrano la persistenza dell'eccesso di domanda in atto da metà 2021. Per i **servizi ex-energia**, l'accelerazione a 0,5% m/m (dopo 0,4% m/m di gennaio) è preoccupante ma non sorprende. Il principale contributo viene dall'**abitazione**, con un aumento di 0,5% m/m, dovuto a 0,6% m/m per gli affitti, 0,4% m/m per gli affitti figurativi e a un rimbalzo delle tariffe alberghiere (2,5% m/m) dopo la correzione dovuta a Omicron. Anche nella maggior parte degli altri servizi (fra cui spiccano trasporti e ricreazione) i rialzi sono in continua ripresa.

■ Anche se resta probabile che il picco dell'inflazione venga toccato a marzo per via dell'effetto confronto con il 2021, ancora una volta la previsione massimo ciclico è stata spostata verso l'alto. Attualmente, la variazione del CPI attesa per marzo è di 1% m/m e 8,3% a/a (con rischi verso l'alto), con l'indice core in aumento di 0,5% m/m (6,6% a/a). Da aprile in poi il trend dovrebbe essere verso il basso, ma ciò che conterà per la politica monetaria sarà il sentiero delle **variazioni mensili dell'indice core**, che dovrebbero rimanere intorno a 0,4-0,5% m/m almeno fino al 3° trimestre, spinte sia dai beni, sia soprattutto dai servizi, con un ampio contributo dalla componente abitazione.

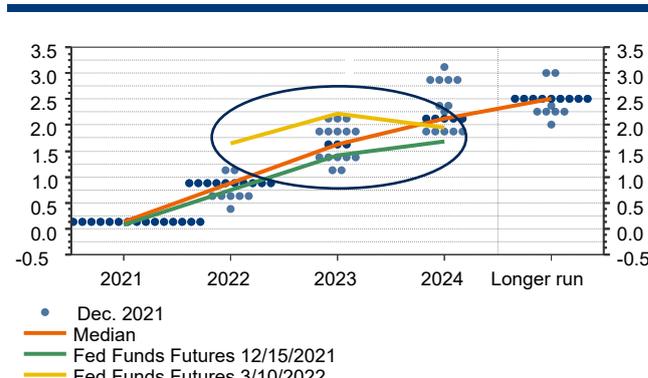
■ Ipotizzando uno **scenario centrale per il petrolio** con una media a 120 dollari nel 2° trimestre, 110 dollari nel 3° e 100 nel 4°, insieme a pressioni salariali derivanti dall'eccesso di domanda di lavoro e persistenti per tutto il 2022, **l'inflazione prevista è di 6,8% nel 2022 e 3% nel 2023**. Per l'indice core, le variazioni previste sono di 5,2% nel 2022 e 2,8% nel 2023. La Fed non potrà permettersi di ignorare lo shock derivante dagli effetti della guerra in Ucraina e dovrà alzare i tassi verso livelli restrittivi per frenare la domanda, rischiando di generare una recessione. Infatti, il mercato sta già scontando una svolta dei tassi verso il basso nel 2024.

Con un'inflazione su questi livelli, la svolta dei tassi è già in ampio ritardo



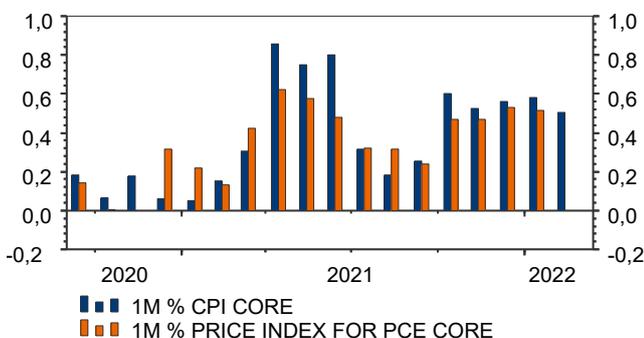
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il mercato sta incorporando un errore della Fed



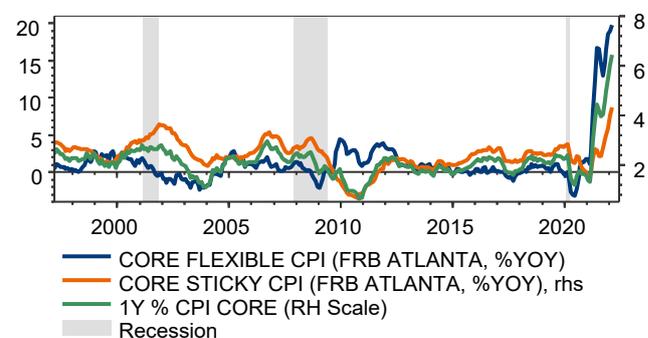
Fonte: Refinitiv-Datastream

Variazioni mensili dei prezzi core ancora sopra i livelli di guardia



Fonte: Refinitiv-Datastream

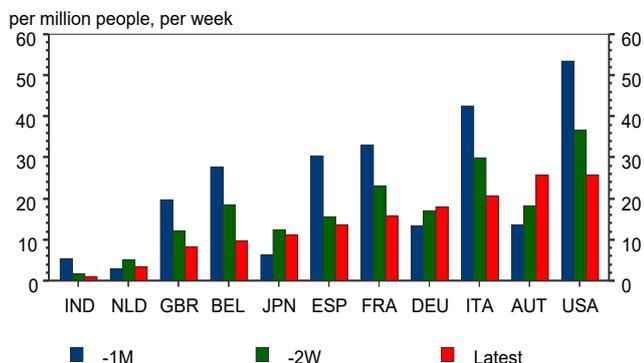
I rialzi sono diffusi a tutte le misure di inflazione sottostante



Fonte: Refinitiv-Datastream

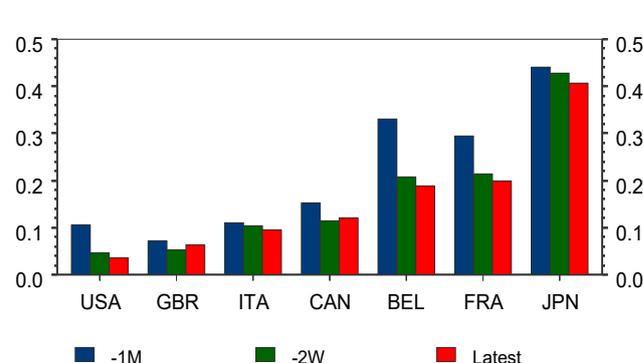
Monitor dell'impatto COVID

Mortalità da COVID-19



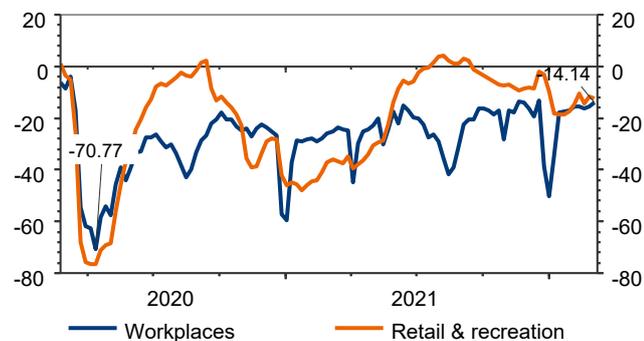
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



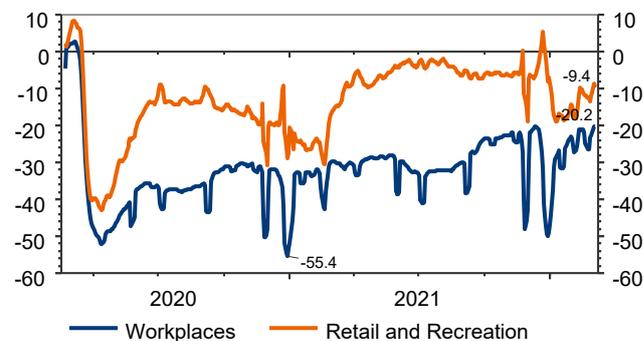
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



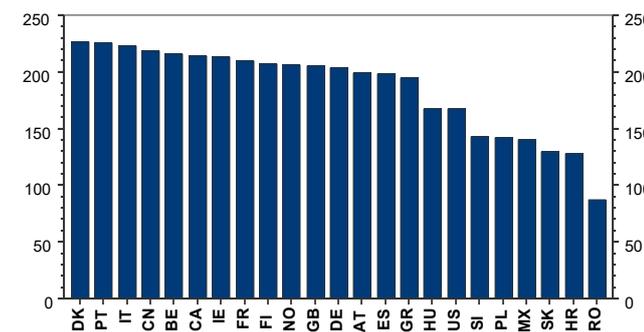
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



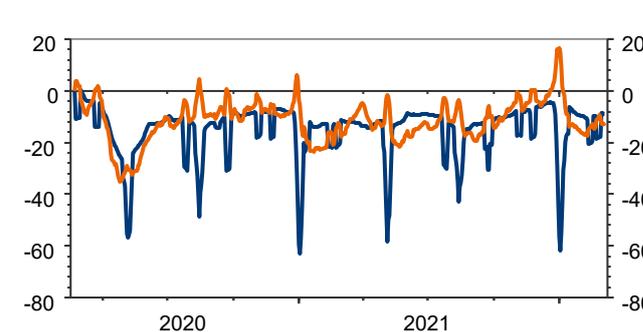
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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 si prospetta povera di dati macroeconomici. In Germania l'indagine ZEW di marzo dovrebbe riportare un forte calo del morale degli analisti sotto il peso del conflitto in Ucraina. Per l'area euro vediamo una produzione industriale all'incirca stagnante a gennaio (i dati nazionali hanno mostrato un aumento in Germania e Francia ma un ampio calo in Italia). In calendario anche le stime finali di inflazione di febbraio in Francia, Italia e nel complesso dell'Eurozona.

La settimana ha molti dati in uscita negli **Stati Uniti**, ma il focus sarà sulla riunione del FOMC, che dovrebbe iniziare un nuovo ciclo dei tassi, con un rialzo di 25pb e indicazioni di interventi consecutivi alle prossime riunioni, per contrastare le pressioni inflazionistiche amplificate dalla guerra in Ucraina. Le prime indagini del manifatturiero di marzo dovrebbero confermare l'espansione del settore, riportando anche crescenti pressioni su prezzi e salari. Fra i dati di attività di febbraio, le vendite al dettaglio dovrebbero essere ancora in netto aumento, pur in presenza di una contrazione nel comparto auto dovuto a vincoli dall'offerta, e la produzione industriale è prevista in rialzo. Nel settore immobiliare residenziale, le informazioni di febbraio relative a vendite di case e nuovi cantieri dovrebbero essere moderatamente positive. Infine, il PPI di febbraio dovrebbe registrare un altro ampio incremento spinto dalle materie prime, ma diffuso anche ad altri comparti.

Martedì 15 marzo

Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe risultare poco variata a gennaio dopo due mesi di solidi rialzi. I dati nazionali già pubblicati sono coerenti con una flessione di -0,1% m/m (-0,6% a/a). Nei prossimi mesi la guerra in Ucraina dovrebbe pesare in maniera significativa sull'industria europea, non solo nel breve termine: il forte rincaro di energia e altre materie prime, nonché le difficoltà di approvvigionamento degli input potrebbero infatti frenare la produzione in svariate filiere.
- **Germania.** L'indice **ZEW** è atteso crollare a marzo, sulla scia del conflitto russo-ucraino e del conseguente rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche. L'indice *headline* è visto scendere a 28 da 54,3 punti; l'indicatore sulla situazione corrente dovrebbe correggere a -20 punti da -8,1 di febbraio.
- **Francia.** La lettura finale dovrebbe confermare che a febbraio l'**inflazione** ha raggiunto il 3,6% a/a (0,7% m/m) sull'indice domestico e il 4,1% a/a (0,8% m/m) su quello armonizzato. Il dato nazionale sarebbe un massimo dal 2008 mentre quello armonizzato un record dall'inizio delle rilevazioni nel 1991. Le tariffe di luce e gas in Francia risultano relativamente più protette rispetto alle altre principali economie grazie alle misure varate dal Governo, ma il forte rincaro dei carburanti dovrebbe comunque riflettersi in maniera significativa sulla componente energetica. Il grado di incertezza è particolarmente elevato ma l'inflazione salirà ancora nei prossimi mesi, verosimilmente superando il 4% in media annua nel 2022.

Stati Uniti

- Il **PPI** a febbraio è previsto in aumento di 0,8% m/m dopo 1% m/m di gennaio e l'indice core dovrebbe essere in rialzo di 0,6% m/m. I prezzi alla produzione toccheranno nuovi picchi nei mesi successivi sulla scia degli effetti della guerra in Ucraina sui prezzi delle materie prime e sulle strozzature all'offerta.
- L'indice **Empire** della NY Fed a marzo dovrebbe aumentare a 11 da 3,1 di febbraio. Il manifatturiero dovrebbe restare in espansione, pur risentendo del nuovo deterioramento delle strozzature all'offerta dovuto agli effetti della guerra in Ucraina, in particolare nei settori auto e dell'elettronica. Le conseguenze del conflitto determineranno una redistribuzione fra settori, ma non dovrebbero avere ripercussioni significative nell'aggregato. L'indagine dovrebbe segnalare ulteriori pressioni verso l'alto su prezzi e salari.

Mercoledì 16 marzo

Area euro

- **Italia.** La stima finale dell'**inflazione** di febbraio è attesa confermare l'accelerazione sia sul NIC, da 4,8% a 5,7% a/a (nuovo massimo dal 1995), che sulla misura armonizzata UE, al 6,2% a/a (massimo da quando esiste la serie storica) dal 5,1%. Il contributo principale nel mese è giunto dai beni energetici non regolamentati e dalla crescita dei listini alimentari. La componente di fondo (sul NIC) dovrebbe essere confermata in crescita all'1,7% a/a. L'inflazione italiana in media d'anno nel 2022 dovrebbe superare il 6%.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a febbraio sono previste in rialzo di 0,7% m/m (0,1% m/m in termini reali), nonostante la frenata delle auto. In volume, le vendite riportate dai concessionari sono calate di -4,6% m/m, con un impatto che dovrebbe essere parzialmente attutito dall'aumento dei prezzi. Le scorte di auto sono intorno a 25 giorni di vendite, molto al di sotto dei 60 giorni di un anno fa. Le indicazioni di possibile allentamento dei colli di bottiglia dell'offerta sono ora invertite dalle conseguenze della guerra in Ucraina per via della ridotta disponibilità di materie prime necessarie per la produzione di semiconduttori (in particolare, neon e palladio). Le prospettive per il settore auto sono di persistente eccesso di domanda. Le **vendite al netto delle auto** dovrebbero registrare invece un nuovo ampio incremento, con una variazione attesa di 1,6% m/m (0,8% m/m in termini reali), in linea con i dati dell'indice CARTS della Chicago Fed, spinte anche da ulteriori rialzi della ristorazione, con segnali positivi per i consumi del 1° trimestre.
- La **riunione del FOMC** dovrebbe segnare l'inizio del ciclo restrittivo della politica monetaria, con un rialzo dei tassi di 25pb e maggiori informazioni riguardo a un imminente inizio della riduzione del bilancio. Il consenso per la svolta a marzo è rimasto invariato anche dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Nelle proiezioni macro, il FOMC dovrebbe rivedere nettamente verso l'alto l'inflazione a fine 2022, e verso il basso il tasso di disoccupazione. Per il 2023, si dovrebbe segnalare un'inflazione core ancora sopra il 2% e un tasso di disoccupazione sempre sotto il livello di più lungo termine, con un probabile ritorno al 2% del deflatore core nel 2024. Con questo scenario, la mediana dei tassi dovrebbe incorporare rialzi vicini a 1,5pp nel 2022. Un elemento cruciale sarà il punto di arrivo atteso per il 2023, che potrebbe essere vicino alla neutralità (2,5%). I toni della conferenza stampa potrebbero essere *hawkish*, soprattutto se le previsioni dei tassi si fermeranno al livello neutrale. Il FOMC dovrebbe ribadire che i **rialzi non saranno "graduali"**, con più di una mossa a trimestre. Le **nostre previsioni** vedono un rialzo di **25pb a marzo, con interventi consecutivi a tutte le riunioni fino a luglio**, e un rialzo atteso nel 2022, pari a 150pb e un punto di arrivo fra 2,5 e 2,75% nel 2023. L'incertezza sulle previsioni è enormemente amplificata dalla guerra, ma a nostro avviso i rischi per i tassi sono ancora verso l'alto, alla luce delle pressioni inflazionistiche crescenti.

Giovedì 17 marzo

Area euro

- **Area euro.** La stima finale di febbraio dovrebbe confermare un'**inflazione** in forte crescita, a 5,8% a/a (0,9% m/m); si tratta di un nuovo massimo storico da quando esistono dati comparabili (ovvero almeno dal 1998). L'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) dovrebbe anch'esso confermare la stima preliminare a 2,9% a/a (dal 2,4% precedente). Riteniamo al momento improbabile che da marzo l'inflazione possa spostarsi su un trend discendente, a causa della dinamica rialzista delle quotazioni di petrolio e gas. In media annua l'inflazione potrebbe superare il 6% nel 2022; l'incertezza rimane elevata e i rischi al momento sono verso l'alto.

Stati Uniti

- I **cantieri residenziali** di febbraio sono attesi in aumento a 1,675 mln da 1,638 mln di gennaio, alla luce del significativo rialzo degli occupati nell'edilizia residenziale e dei nuovi minimi toccati dalle scorte di case nuove sul mercato. Le **licenze** dovrebbero invece correggere a 1,865 mln da 1,895 mln.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a marzo è previsto in aumento modesto a 21, da 16 di febbraio. L'indagine dovrebbe confermare l'espansione del settore, riportando però crescenti problemi di eccessi di domanda di beni e lavoro e segnali di ulteriori aumenti dei prezzi sia degli input sia dell'output.
- La **produzione industriale** dovrebbe aumentare di 0,5% m/m, dopo 1,4% m/m di gennaio, spinta da variazioni positive in tutti i settori. Nel manifatturiero, l'incremento atteso dovrebbe essere frenato dalla correzione nei settori auto e dell'elettronica, ancora ostacolati dalla carenza di componenti, che a sua volta causerà rallentamenti nell'espansione della domanda.

Venerdì 18 marzo**Stati Uniti**

- Le **vendite di case esistenti** a gennaio sono previste in netto calo, a 5,96 mln da 6,5 mln di dicembre, sulla base delle indicazioni dei contratti di compravendita, in ampio calo per due mesi consecutivi. Le vendite saranno frenate anche nei prossimi mesi da un insieme di fattori che si rinforzeranno a vicenda: scorte di case invendute su minimi storici, prezzi record e ora anche tassi sui mutui in aumento, con conseguente netta contrazione delle richieste di nuovi mutui per l'acquisto di case.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (14-18 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Mar 15/3	03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	feb	4.9	%	5.0	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		feb	12.5	%		
	03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		feb	9.6	%		
	03:00	CN	Produzione industriale a/a		feb	4.3	%	3.9	
	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	feb	1.7	%	3.0	
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		gen	4.1	%	4.0	
	08:00	GB	Retribuzioni medie		gen	4.3	%		
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	feb	prel 0.8	%	0.8	0.8
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	feb	0.3	%		0.7
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		feb	prel 4.1	%	4.1	4.1
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mar	54.3		11.4	28.0
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mar	-8.1		-23.0	-20.0
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	gen	1.2	%	0.4	-0.1
	13:30	USA	PPI m/m		feb	1.0	%	0.8	0.8
	13:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	feb	0.8	%	0.6	0.6
	13:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	mar	3.1		8.0	11.0
21:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		gen	114.5	Mld \$			
Mer 16/3	00:50	GIA	Bilancia commerciale		feb	-2193,5	Mld ¥ JP	-112.6	
	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		gen	prel -1.4	%		
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	feb	prel 0.9	%		0.9
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	feb	prel 0.8	%	0.8	0.8
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		feb	prel 6.2	%	6.2	6.2
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		feb	prel 5.7	%		5.7
	13:30	USA	Prezzi all'import m/m		feb	2.0	%	1.4	
	13:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	feb	3.3	%	0.8	1.6
	13:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	feb	3.8	%	0.6	0.7
	15:00	USA	Scorte delle imprese m/m		gen	2.1	%	1.1	
15:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		mar	82		81		
Gio 17/3	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		gen	3.6	%	-2.2	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		feb	prel 2.9	%		2.9
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	feb	prel 5.8	%	5.8	5.8
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	feb	prel 0.9	%	0.6	0.9
	13:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	feb	1.638	Mln	1.695	1.675
	13:30	USA	Licenze edilizie		feb	1.895	Mln	1.873	1.865
	13:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	mar	16.0		18.0	21.0
	14:15	USA	Produzione industriale m/m		feb	1.4	%	0.5	0.5
	14:15	USA	Impiego capacità produttiva		feb	77.6	%	77.8	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	227	x1000		
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.494	Mln			
Ven 18/3	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	feb	0.5	%		
	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	feb	0.2	%	0.6	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		gen	1.1	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		gen	-3.6	Mld €		
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T4	2.5	%		
	15:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		feb	6.50	Mln	6.15	5.96
15:00	USA	Indice anticipatore m/m		feb	-0.3	%	0.2		

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 (14-18 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	14/3	--	EUR * Riunione Eurogruppo
Mar	15/3	--	EUR * Riunione Ecofin
		--	EUR * L'OCSE pubblica l'Economic Outlook
Mer	16/3	19:00	USA ** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds +25 pb a 0,25% - 0,50%)
		19:30	USA ** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	17/3	10:00	EUR Discorso di Knot (BCE)
		10:30	EUR * Discorso di Lagarde (BCE)
		11:15	EUR Discorso di Lane (BCE)
		13:00	GB ** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +25pb a 0,75%)
		13:45	EUR Discorso di Schnabel (BCE)
	15:30	EUR Discorso di Visco (Banca d'Italia)	
Ven	18/3	18:20	USA Discorso di Barkin (Fed)
		19:00	USA Discorso di Bowman (Fed)
		--	GIA * Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	gen	-82.0 (-80.7)	Mld \$	-87.1	-89.7
Richieste di sussidio	settim	216 (215)	x1000	217	227
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.469 (1.476)	Mln	1.460	1.494
CPI m/m	feb	0.6	%	0.8	0.8
CPI a/a	feb	7.5	%	7.9	7.9
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	feb	6.0	%	6.4	6.4
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	feb	0.6	%	0.5	0.5
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	mar	62.8		61.4	

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

Il **CPI** a febbraio ha registrato un rialzo di 0,8% m/m e l'indice **core** è aumentato di 0,5% m/m. Per l'ottava volta in undici mesi, il CPI **core** è cresciuto di almeno 0,5% m/m. L'inflazione **headline**, a 7,9% a/a, e quella **core**, a 6,4% a/a, sono sui massimi da gennaio e agosto 1982, rispettivamente. Ancora una volta, le variazioni sono ampie e diffuse a tutte le categorie. I maggiori contributi alla variazione mensile totale vengono da alimentari, benzina e abitazione. Gli alimentari sono in rialzo di 1% m/m, con il cibo consumato a casa in aumento di 1,4% m/m. L'energia accelera ancora (3,5% m/m dopo 0,9% m/m), spinta dalla benzina, in crescita di 6,6% m/m, che spiega circa un terzo della variazione complessiva. L'inflazione **core** è spinta da tutti i comparti, ma le pressioni stanno crescendo ora sul settore servizi. I **beni core** hanno prezzi in rialzo di 0,4% m/m (12,3% a/a), e confermano le pressioni alimentari da una domanda sempre elevata e da un'offerta frenata da persistenti colli di bottiglia. I rialzi più solidi riguardano l'abbigliamento (0,7% m/m), l'arredamento (0,8% m/m), gli elettrodomestici (0,7% m/m). A febbraio i prezzi delle auto hanno finalmente dato un segnale di stabilizzazione. Per i **servizi ex-energia**, l'accelerazione a 0,5% m/m (dopo 0,4% m/m di gennaio) è preoccupante, ma non sorprende. Il principale contributo al rialzo viene dall'abitazione con un aumento di 0,5% m/m, dovuto a 0,6% m/m per gli affitti, 0,4% m/m per gli affitti figurativi e a un rimbalzo delle tariffe alberghiere (2,5% m/m) dopo la correzione precedente dovuta a Omicron. I trasporti segnano un rialzo di 1,4% m/m, con tariffe aeree e del noleggio auto in continua ripresa.

I dati della **Jobs and Labor Turnover Survey** di gennaio hanno confermato il persistente eccesso di domanda sul mercato del lavoro, con 11,3 mln di posizioni aperte, poco sotto il record storico di dicembre (11,4 mln) e dimissioni sempre elevate, a 4,3 mln. Le posizioni aperte sono pari a 1,7 volte il numero di disoccupati: anche con un ritorno della partecipazione ai livelli pre-Covid, la forza lavoro sarebbe insufficiente a coprire la domanda attuale.

La **bilancia commerciale** di gennaio ha mostrato un deficit record di -89,7 mld di dollari, da -82 mld, sulla scia di un calo delle esportazioni di -1,7% m/m e un incremento delle importazioni di 1,2% m/m. I flussi sono gonfiati dal rialzo dei prezzi; in termini reali le esportazioni sono calate di -3,9% m/m in parte per via di effetti collegati al settore farmaceutico. A gennaio i servizi sono stati frenati da Omicron, penalizzando l'avanzo USA. Il canale estero potrebbe sottrarre circa 1 pp alla crescita del 1° trimestre.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL t/t, ann. finale	T4	5.4	%	5.6	4.6
PIL t/t finale	T4	1.3	%	1.4	1.1
Consumi delle famiglie a/a	gen	-0.2	%	3.6	6.9

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

La seconda stima del **PIL del 4° trimestre** ha registrato una revisione verso il basso, e mostra una variazione di 4,6% t/t ann., da 5,4% della prima stima. Le revisioni sono diffuse a consumi, investimenti residenziali e non residenziali, spesa pubblica ed esportazioni, e mantengono il PIL a

fine 2021 ancora modestamente al di sotto del livello pre-Covid. Le previsioni per il 1° trimestre sono di marginale contrazione sulla scia degli effetti delle restrizioni collegate all'aumento dei contagi di inizio anno.

I **consumi delle famiglie** a gennaio sono aumentati di 6,9% a/a in termini reali. Su base mensile i consumi reali a inizio anno sono in calo di -1,2% m/m in seguito alle restrizioni attuate per contrastare la nuova ondata di contagi. Con il miglioramento del quadro sanitario la spesa delle famiglie dovrebbe rimbalzare nella parte finale del 1° trimestre.

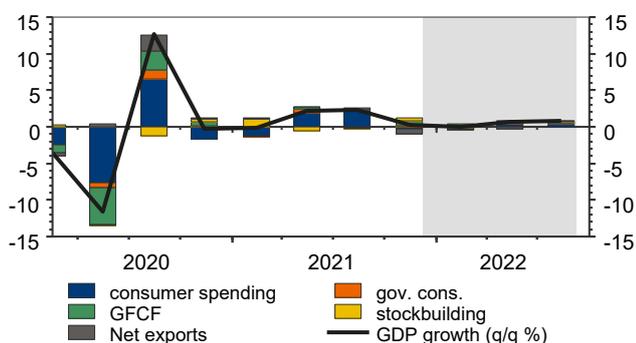
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PIL a/a finale	T4	4.6	%	4.6	4.6	
EUR	PIL t/t finale	T4	0.3	%	0.3	0.3	
EUR	Occupazione t/t	T4	0.5	%	0.5	0.5	
GER	Ordini all'industria m/m	gen	3.0	{2.8}	%	1.0	1.8
GER	Produzione industriale m/m	gen	1.1	{-0.3}	%	0.5	2.7
GER	CPI m/m finale	feb	0.9		%	0.9	0.9
GER	CPI a/a finale	feb	5.1		%	5.1	5.1
GER	IPCA m/m finale	feb	0.9		%	0.9	0.9
GER	IPCA a/a finale	feb	5.5		%	5.5	5.5
ITA	Vendite al dettaglio a/a	gen	9.8	{9.4}	%		8.4
ITA	Produzione industriale m/m	gen	-1.1	{-1.0}	%	0.0	-3.4
ITA	PPI a/a	gen	22.8	{22.6}	%		32.9
ITA	PPI m/m	gen	1.1	{0.8}	%		9.7
SPA	Produzione industriale a/a	gen	1.3		%	2.3	1.7
SPA	IPCA a/a finale	feb	7.5		%	7.5	7.6

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

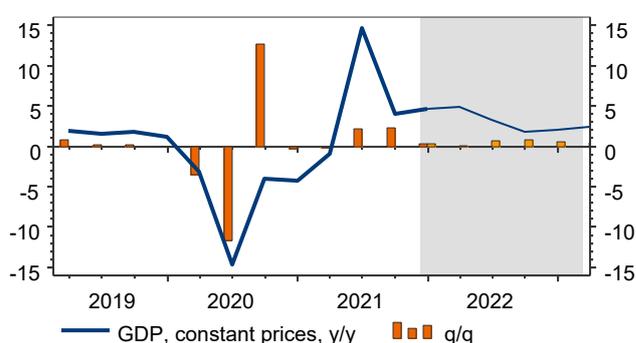
Area euro. La seconda stima del **PIL** ha confermato la crescita di 0,3% t/t (4,6% a/a) nel 4° trimestre del 2021, ma la revisione dei dati relativi a inizio 2021 ha comportato una rilettura al rialzo di un decimo della crescita in media annua, al 5,3%. Nel 4° trimestre si è registrato un calo dei consumi privati (-0,6% t/t), a fronte di un rimbalzo degli investimenti (3,5% t/t); le esportazioni nette hanno contribuito negativamente (-0,6%) mentre le scorte hanno offerto un apporto positivo (+0,4%). La fase di debolezza della crescita a causa della pandemia si è estesa al 1° trimestre 2022; soprattutto, il conflitto in Ucraina mette a rischio lo scenario di riaccelerazione attesa a partire dalla primavera.

Area euro: nel 4° trimestre calano i consumi e rimbalzano gli investimenti. Le esportazioni nette hanno frenato la crescita



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Il conflitto in Ucraina mette a rischio lo scenario di riaccelerazione attesa a partire dalla primavera



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Germania. La **produzione industriale** è cresciuta di 2,7% m/m a gennaio, dopo l'1,1% precedente (rivisto al rialzo da -0,3% m/m); il dato è di gran lunga superiore alle attese di consenso (0,5% m/m). Rispetto a febbraio 2020 l'*output* risulta più basso di -3% (dato destagionalizzato e corretto per gli effetti del calendario). Il manifatturiero ha visto una crescita di 1,3% m/m, trainata dai beni

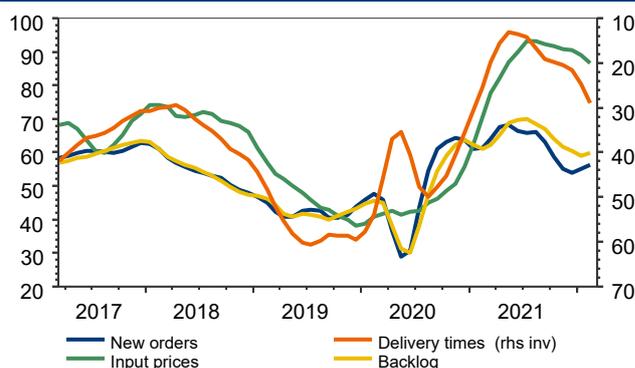
di consumo (4% m/m), mentre le costruzioni sono rimbalzate di 10,1% m/m (dopo il -4% di dicembre), grazie a condizioni meteo favorevoli. Nei prossimi mesi, la produzione potrebbe tornare a calare per via dei nuovi rincari e delle difficoltà di approvvigionamento di materie prime (non solo energetiche).

Germania: produzione industriale in crescita a gennaio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Nei mesi recenti si notavano segnali di allentamento delle strozzature all'offerta, che però potrebbero riaggravarsi per via degli effetti della guerra in Ucraina



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Germania. La stima finale ha confermato che a febbraio l'**inflazione** ha raggiunto il 5,1% a/a nazionale e il 5,5% a/a armonizzato; rispetto al mese di dicembre, i prezzi al consumo sono cresciuti di nove decimi su entrambi gli indici. Il rialzo tendenziale è spiegato dall'aumento dei 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) e degli alimentari (5,3% a/a e 1% m/m), mentre sono calati i servizi (a 2,8% da 2,9% di gennaio). L'indice al netto di energia e alimentari ha visto un'accelerazione al 3% a/a. Il dato di febbraio tuttavia non riflette ancora pienamente il forte rialzo delle quotazioni delle materie prime energetiche. Nei prossimi mesi le pressioni al rialzo sull'inflazione continueranno ad arrivare dai prezzi dei beni energetici e dagli effetti legati ai colli di bottiglia lungo le filiere produttive. Riteniamo che gli effetti del conflitto in Ucraina potrebbero spingere verso il 6% la media annua di inflazione nel 2022.

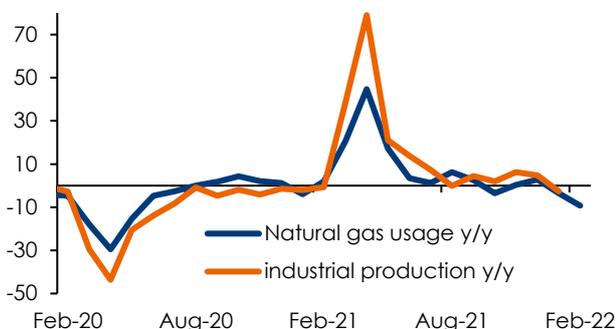
Germania. Gli **ordinativi all'industria** di gennaio hanno registrato un nuovo aumento di 1,8% m/m, dopo una crescita del 3% m/m (rivista al rialzo di due decimi) in dicembre. L'aumento di gennaio è imputabile interamente agli ordini esteri (9,4% m/m). Il **fatturato** nel comparto manifatturiero è sceso di 1,8% m/m in gennaio (ma resta più basso rispetto ai livelli pre-Covid solamente dello 0,7%).

Germania. Le **vendite al dettaglio** sono salite di 2% m/m in gennaio, dopo la precedente flessione di -4,6% m/m (rivista da -5,5% m/m). I consumi potrebbero migliorare ulteriormente in febbraio, sulla scia dell'allentamento delle misure restrittive, ma l'andamento in termini reali dovrebbe peggiorare a partire da marzo per l'effetto sui prezzi della guerra russo-ucraina.

Italia. A gennaio la **produzione industriale è calata ben oltre le attese a gennaio, di -3,4% m/m** dopo il -1,1% di dicembre; il livello dell'output è ai minimi da fine 2020. La flessione mensile (la più ampia da settembre 2020) potrebbe essere stata amplificata dalle modifiche metodologiche. **Il calo congiunturale è imputabile principalmente al picco dell'ondata pandemica.** La variazione tendenziale è caduta in territorio negativo, a -2,6% da un precedente 4,8%. La contrazione risulta diffusa a tutte le componenti e a gran parte dei settori economici. La flessione più ampia è stata registrata dalla produzione di prodotti energetici (-5,2% m/m) ma è calato anche l'output di beni di consumo non durevoli (-4,6% m/m) e di beni intermedi (-3,4% m/m). I beni strumentali hanno ceduto un -1,6% m/m mentre quelli di consumo durevoli hanno subito una perdita di -1,3% m/m. **A gennaio l'industria italiana è risultata più debole rispetto alle altre principali economie dell'area**

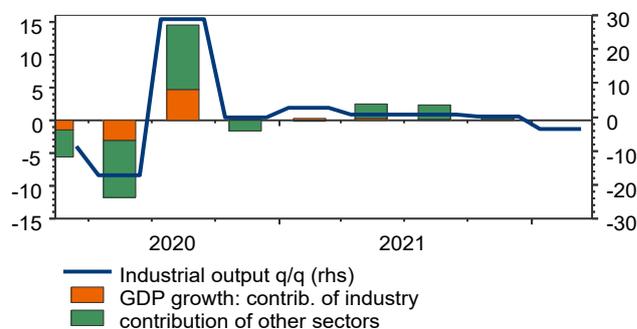
euro: la produzione è infatti cresciuta sia in Germania (+1,3% m/m) che in Francia (+1,6% m/m) mentre è calata solo marginalmente in Spagna (-0,1% m/m). La sottoperformance potrebbe essere imputata, almeno in parte, alla maggiore vulnerabilità della manifattura italiana al forte rincaro dei prezzi energetici e degli input produttivi; si tratta di un possibile indizio di come il settore potrebbe essere sottoposto a ulteriori tensioni nei prossimi mesi. Le **difficoltà di approvvigionamento degli input, non solo energetici, potrebbero rappresentare un ostacolo rilevante per l'attività nei prossimi mesi** e difficilmente i beni intermedi di provenienza russa e ucraina riusciranno ad essere completamente sostituiti nel breve termine, soprattutto nel contesto di un mercato globale già molto teso. In sintesi, i rischi legati alla pandemia si stanno ridimensionando mentre aumentano quelli geopolitici. **L'industria dovrebbe contribuire negativamente alla crescita del valore aggiunto nel 1° trimestre, e gli effetti della guerra in Ucraina potrebbero pesare non solo nel breve termine.**

Italia: i dati sull'utilizzo di gas nell'industria suggeriscono che la produzione dovrebbe essere rimasta debole anche a febbraio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, SNAM

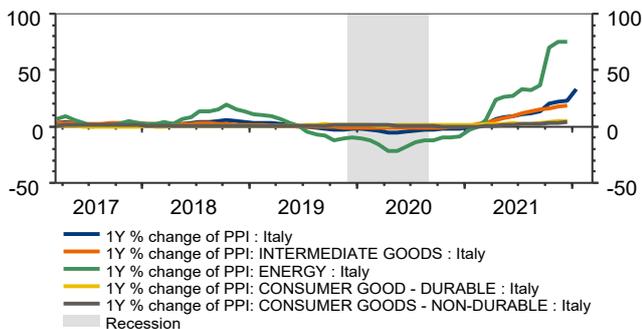
L'industria potrebbe frenare il PIL a inizio 2022



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

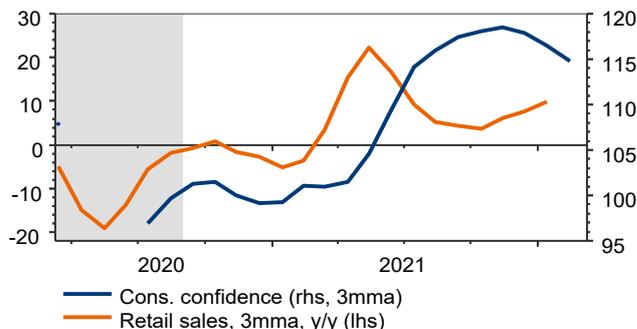
Italia. Il PPI è cresciuto di 9,7% m/m a gennaio: è il quattordicesimo rincaro consecutivo, nonché la più ampia crescita mai registrata dall'inizio delle rilevazioni nel 1991; su base annua è stato raggiunto un nuovo massimo storico al 32,9% a/a. A trainare la crescita è ancora l'energia (28% m/m, 115,6% a/a), ma anche le altre tipologie di beni registrano incrementi diffusi: al netto dei prodotti energetici, infatti, il PPI è in rialzo di 1,8% m/m (10,6% a/a), con un ampio contributo dei beni intermedi (2,2% m/m, 19,2% a/a). La crescita dei costi coinvolge tutti i settori: se si escludono quelli direttamente esposti all'energia, come utility e raffinazione, i rincari più ingenti si registrano nella metallurgia (25,3% a/a), nella chimica (19,5% a/a) e nell'industria del legno e della carta (14,8% a/a). Le pressioni sui prezzi (non solo energetici) potrebbero intensificarsi già a partire da febbraio, spinte dagli effetti della guerra in Ucraina. Gli elevati costi di produzione potrebbero diventare insostenibili per le imprese.

Italia: l'inflazione dei prezzi alla produzione tocca nuovi record trainata dal forte rincaro energetico



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

La maggiore incertezza e il rincaro dei prezzi dovrebbero pesare sul morale delle famiglie e frenare le vendite al dettaglio



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

Italia. A gennaio le **vendite al dettaglio** sono calate di -0,5% m/m in valore (-0,7% in volume), a causa del picco dell'ondata pandemica. Sul mese risultano in diminuzione sia le vendite di beni alimentari (-0,1% in valore, -0,7% in volume) che di quelli non alimentari (-0,8% sia in valore che in volume). La maggiore incertezza, i rincari dei prezzi e lo spostamento di parte della domanda dai beni ai servizi potrebbero frenare le vendite al dettaglio (almeno in termini reali) anche nei prossimi mesi.

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Esportazioni in USD a/a	feb	20.9		% 15.0	16.3
Importazioni in USD a/a	feb	19.5		% 16.5	15.5
Bilancia commerciale USD	feb	94.46	Mld \$	99.50	115.95
Riserve in valuta estera	feb	3.222	1000Mld \$	3.225	3.214
CPI m/m	feb	0.4		% 0.3	0.6
CPI a/a	feb	0.9		% 0.9	0.9
PPI a/a	feb	9.1		% 8.7	8.8
M2 a/a	feb	9.8		% 9.5	9.2
Nuovi prestiti bancari (flusso)	feb	3980	Mld ¥ CN	1485	1230
Finanza sociale aggregata (flusso)	feb	6170	Mld ¥ CN	2215	1190

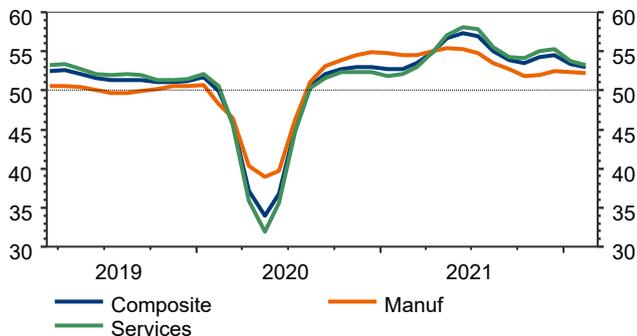
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

L'**inflazione dei prezzi alla produzione** è scesa da 9,1% a/a in gennaio a 8,8% a/a in febbraio, meno delle attese (8,6%). L'aumento dello 0,5% m/m, il più elevato da ottobre e seguito a due mesi di cali, è stato trainato dalla risalita dei prezzi delle materie prime industriali. L'**inflazione dei prezzi al consumo**, in linea con le attese, è rimasta invece invariata a 0,9% a/a grazie, in gran parte, ad un effetto base favorevole, con un aumento dello 0,6% m/m dovuto ad alimentari e carburanti. L'**inflazione core**, dopo essere rimasta ferma a 1,2% a/a negli ultimi tre mesi, è scesa lievemente a 1,1% a/a. Anche se un effetto base molto favorevole limiterà l'aumento dell'inflazione dei prezzi alla produzione, la risalita dei prezzi delle materie prime energetiche e agricole contribuirà a far salire l'inflazione dei prezzi al consumo nei prossimi mesi. L'inflazione in media annua è attesa rimanere comunque al di sotto del target del Governo (3% a/a).

La dinamica del **commercio estero** è rimasta sostenuta nei primi due mesi dell'anno anche se in rallentamento rispetto a dicembre e all'intero 2021 principalmente a causa di un effetto base sfavorevole. Le **esportazioni** sono salite del 16,3% cum. a/a in febbraio rispetto al 60,6% dello stesso periodo del 2021 e al 29,9% dell'intero anno (20,9% a/a in dicembre), ma il ritmo di crescita è stato superiore alle attese di consenso (Bloomberg 14,0% cum. a/a). La decelerazione delle **importazioni** è stata invece meno marcata rispetto allo stesso periodo del 2021 (15,5% cum. a/a vs 24,0% cum. a/a rispettivamente) anche se simile a quella dell'export se confrontata con l'intero 2021 e con l'ultimo mese dell'anno (30,1% a/a nel 2021; 19,5% a/a in dicembre). Il ritmo di crescita dell'import è stato però inferiore alle aspettative di consenso (Bloomberg 17,0% cum. a/a). Il saldo commerciale nei primi due mesi dell'anno è stato di 115,95 miliardi di dollari, in aumento rispetto a 97,1 miliardi dello stesso periodo del 2021.

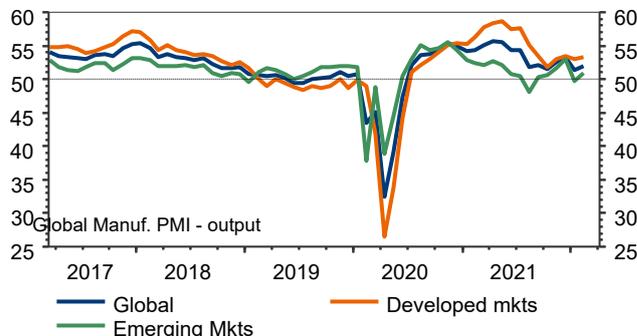
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



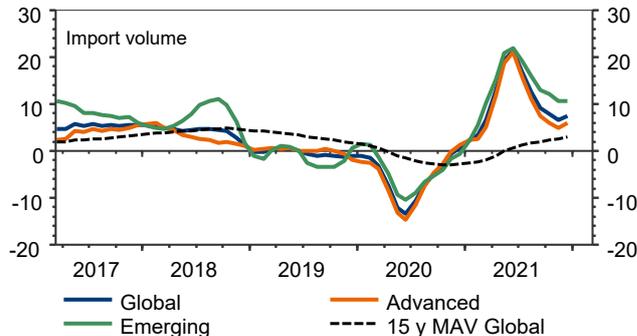
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



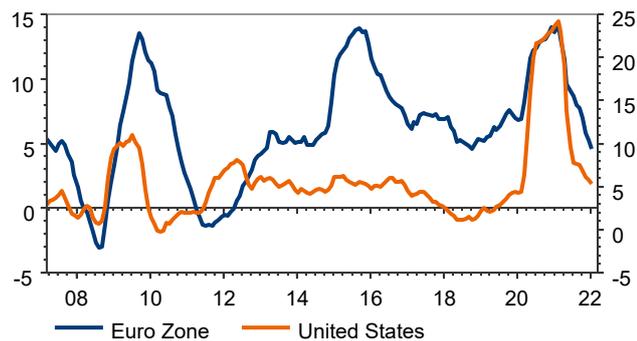
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



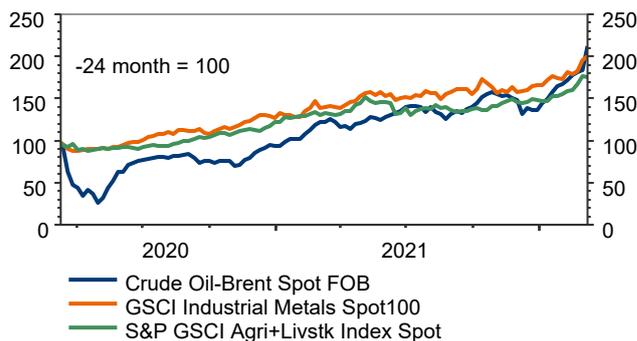
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

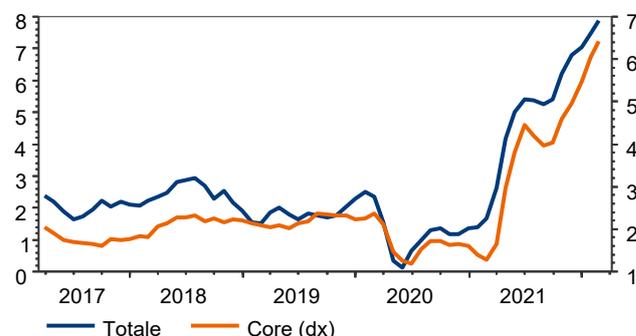
Stati Uniti

Indagini ISM



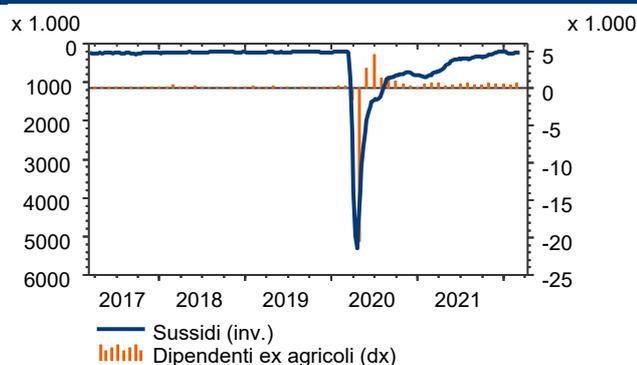
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

CPI – Var. % a/a



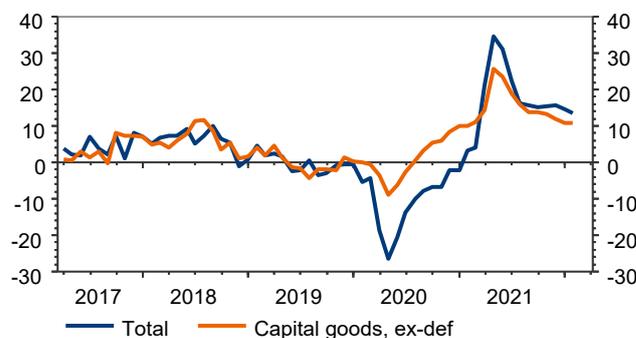
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

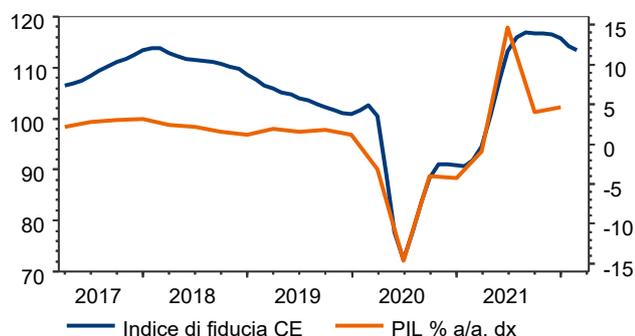
Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-3.4	5.7	3.4	-2.3	0.5	12.2	4.9	5.6	4.4	3.4	3.5
- trim./trim. annualizzato				4.5	6.3	6.7	2.3	7.0	1.6	2.8	2.7
Consumi privati	-3.8	7.9	3.1	3.4	11.4	12.0	2.0	3.1	3.3	2.2	2.0
IFL - privati non residenziali	-5.3	7.4	5.3	12.5	12.9	9.2	1.7	3.1	8.1	5.5	6.3
IFL - privati residenziali	6.8	9.1	0.2	34.4	13.3	-11.7	-7.7	1.1	5.8	1.0	1.1
Consumi e inv. pubblici	2.5	0.5	1.1	-0.5	4.2	-2.0	0.9	-2.6	2.7	2.9	2.5
Esportazioni	-13.6	4.6	6.2	22.5	-2.9	7.6	-5.3	23.6	1.5	5.8	5.1
Importazioni	-8.9	14.0	7.1	31.3	9.3	7.1	4.7	17.6	4.1	5.1	4.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.6	0.0	0.9	1.4	-3.8	-1.7	2.1	4.9	-1.5	0.7	0.5
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	6.8	1.2	1.9	4.8	5.3	6.7	7.9	7.5	6.6
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.

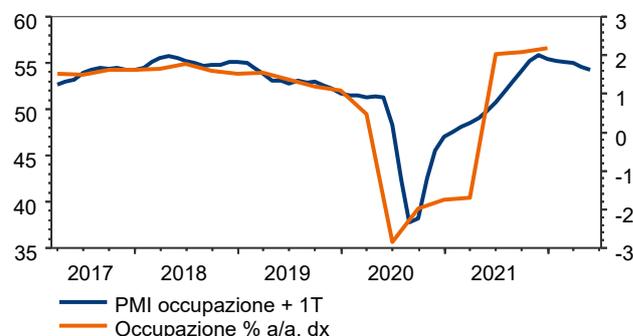
Area euro

PIL



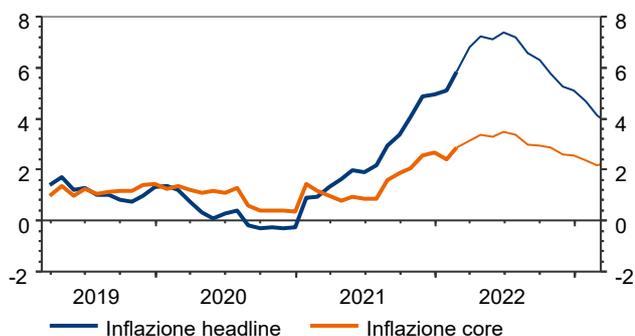
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2020	2021	2022
gennaio		0.9	5.1
febbraio	1.2	0.9	5.8
marzo	0.7	1.3	6.8
aprile	0.3	1.6	7.2
maggio	0.1	2.0	7.1
giugno	0.3	1.9	7.4
luglio	0.4	2.2	7.2
agosto	-0.2	3.0	6.6
settembre	-0.3	3.4	6.3
ottobre	-0.3	4.1	5.8
novembre	-0.3	4.9	5.3
dicembre	-0.3	5.0	5.1

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2020	2021	2022	2020	2021	2022			2022		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	-6.5	5.3	3.0	-4.3	-0.9	14.6	4.0	4.6	4.8	3.3	1.8
- t/t				-0.3	-0.1	2.2	2.3	0.3	0.1	0.7	0.8
Consumi privati	-8.0	3.5	3.9	-3.0	-2.3	3.9	4.5	-0.6	0.2	0.7	0.8
Investimenti fissi	-7.3	4.3	5.5	2.5	0.1	1.3	-0.9	3.5	1.2	1.1	1.1
Consumi pubblici	1.1	3.8	2.5	0.6	-0.5	2.3	0.3	0.5	0.5	0.9	0.5
Esportazioni	-9.4	10.9	5.0	4.5	1.3	2.8	1.7	2.9	0.3	0.4	0.9
Importazioni	-9.2	8.6	6.9	4.5	1.2	3.1	1.4	4.6	0.6	0.9	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	0.4	-0.1	0.4	1.1	-0.5	-0.1	0.4	-0.3	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.9	2.4	1.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-5.7	-4.7								
Debito pubblico (% PIL)	97.3	97.3	96.7								
Prezzi al consumo (a/a)	0.3	2.6	6.3	-0.3	1.1	1.8	2.8	4.6	5.9	7.2	6.7
Produzione industriale (a/a)	-7.9	7.8	0.4	-0.5	4.7	23.1	6.0	0.1	-0.2	-0.7	0.5
Disoccupazione (%)	8.0	7.7	7.0	8.3	8.2	8.0	7.5	7.1	6.9	7.1	7.1
Euribor 3 mesi	-0.42	-0.55	-0.49	-0.52	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.54	-0.54	-0.51

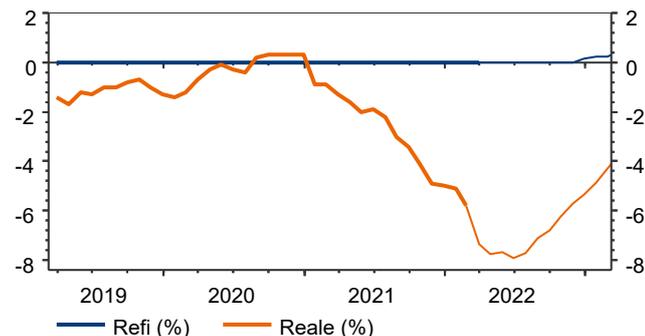
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	10/3	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	-0.55	-0.55	-0.52	-0.33
Euribor 3m	-0.54	-0.55	-0.57	-0.51	-0.53	-0.54	-0.49	-0.26

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

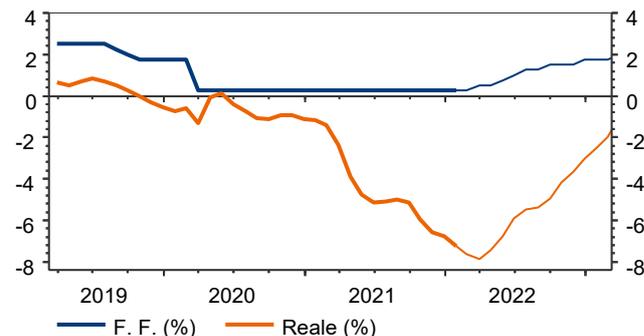


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	10/3	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	0.49	0.31	0.88	1.36	1.67

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

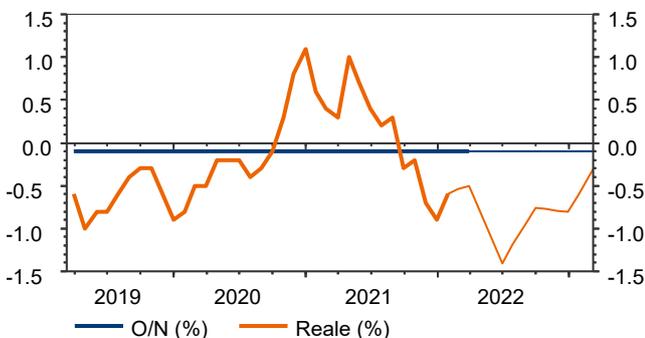


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	10/3	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

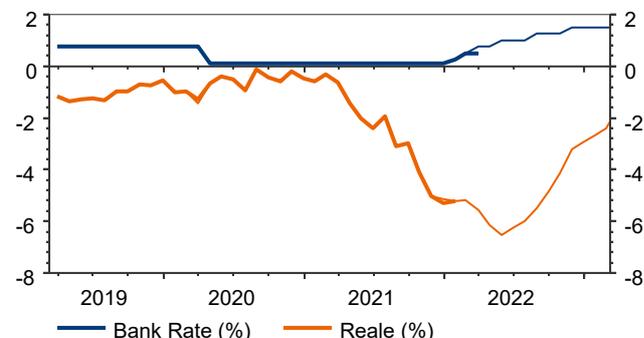


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	10/3	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	1.00	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	11/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.20	1.18	1.13	1.14	1.0966	1.06	1.09	1.12	1.18	1.23
USD/JPY	105	108	110	113	116	116.85	115	116	117	118	119
GBP/USD	1.29	1.40	1.39	1.32	1.36	1.3061	1.31	1.35	1.38	1.44	1.48
EUR/CHF	1.06	1.11	1.09	1.04	1.06	1.0212	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	119	130	130	128	132	128.16	122	126	131	139	146
EUR/GBP	0.88	0.86	0.85	0.85	0.84	0.8394	0.81	0.81	0.81	0.82	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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

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