

Weekly Economic Monitor

Il punto

**FOMC: è solo l'inizio di una lunga serie di rialzi.** La Fed dichiara guerra all'inflazione e apre il nuovo ciclo della politica monetaria annunciando l'arrivo di 7 rialzi nel 2022 e 4 nel 2023, con rischi verso l'alto. L'obiettivo esplicito della Banca centrale ora è frenare la domanda: il sentiero dei tassi verrà aggiustato per contrastare eventuali rischi che possano impedire il rientro dell'inflazione. A nostro avviso, lo scenario è soggetto a **rischi di tassi più elevati, ma anche di restrizione eccessiva.**

I market mover della settimana

In **area euro** la tornata di indagini di fiducia di marzo rifletterà i primi impatti del conflitto in Ucraina sul ciclo. Il morale di famiglie e imprese dovrebbe risultare penalizzato sia dalla maggiore incertezza che dallo shock sui prezzi delle materie prime, soprattutto energetiche: i PMI flash e le indagini nazionali in Germania, Francia e Italia dovrebbero registrare flessioni diffuse a tutti i settori, ma particolarmente accentuate per il manifatturiero.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**. Fra i dati di febbraio, le vendite di case nuove di febbraio dovrebbero essere in rialzo dopo la correzione del mese precedente e gli ordini di beni durevoli sono previsti in aumento, con indicazioni positive per gli investimenti. I PMI Markit flash di marzo dovrebbero segnalare un'accelerazione della crescita dell'attività nel manifatturiero e, soprattutto, nei servizi.

18 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**

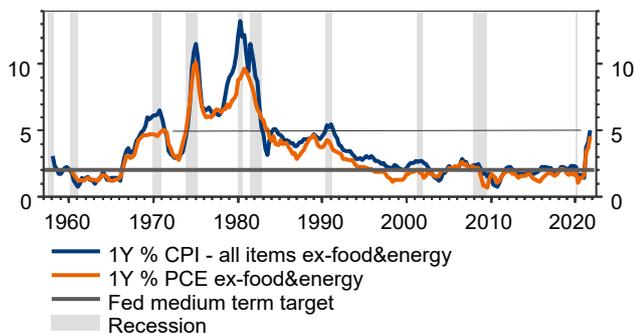
Economista - Area euro

International Research Network

**Silvia Guizzo**

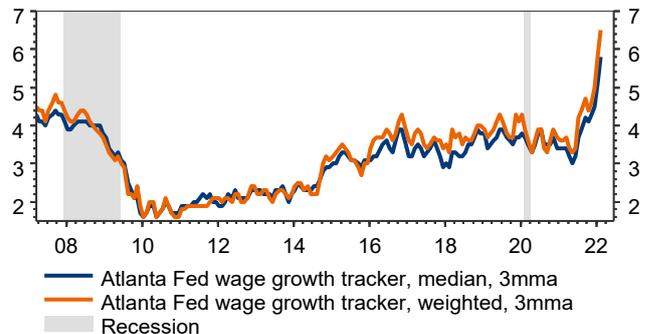
Economista - Asia Ex Giappone

**Inflazione USA: la Fed si è impegnata ad agire per evitare una riedizione degli anni '70**



Fonte: BLS

**I salari USA stanno già rincorrendo l'inflazione e rispondendo all'eccesso di domanda sul mercato del lavoro**



Fonte: Atlanta Fed

## Il punto

**FOMC: è solo l'inizio di una lunga serie di rialzi.** La Fed dichiara guerra all'inflazione e apre il nuovo ciclo della politica monetaria. Dopo il rialzo di marzo, la Fed prevede altri 6 rialzi nel 2022 e 4 nel 2023, con rischi verso l'alto. L'obiettivo esplicito della Banca centrale ora è frenare la domanda: il sentiero dei tassi verrà aggiustato per contrastare eventuali rischi che possano impedire il rientro dell'inflazione. A nostro avviso, lo scenario è soggetto a **rischi di tassi più elevati, ma anche di restrizione eccessiva.**

- La riunione del FOMC si è conclusa con l'attesa svolta dei tassi e il rialzo di 25pb preannunciata da Powell due settimane fa, ma l'elemento cruciale è stato l'ulteriore netto **spostamento in direzione hawkish** di tutto il Comitato. Il messaggio è che, per riportare l'inflazione al 2%, la politica monetaria dovrà frenare la domanda, entrando in territorio restrittivo con tassi al di sopra del livello neutrale. La Fed è tornata al copione degli anni '80.
- Il **comunicato**, accorciato a una sola pagina, rileva che crescita e occupazione hanno continuato a rafforzarsi e che il tasso di disoccupazione è sceso "in misura sostanziale". L'inflazione "rimane elevata" per via di squilibri fra domanda e offerta dovuti alla pandemia, ai prezzi energetici e a pressioni "più diffuse" sui prezzi. L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia secondo il FOMC dovrebbe mettere ulteriore pressione verso l'alto sull'inflazione e pesare sull'attività economica. Con questo scenario e con l'obiettivo di riportare l'inflazione al 2%, il Comitato ha annunciato l'aumento di 25pb dell'intervallo obiettivo del tasso dei Fed Funds a 0,25%-0,50% e prevede che saranno appropriati "continui" rialzi. Inoltre, il Comitato si impegna ad aggiustare la politica monetaria come appropriato di fronte a eventuali rischi che impedissero il raggiungimento degli obiettivi. Il voto non è stato unanime, ma ha registrato il dissenso di Bullard (St Louis Fed), che ha richiesto un rialzo di 50pb.
- Le proiezioni macroeconomiche parlano da sole (v. tabella). La crescita attesa è più moderata rispetto a dicembre, con 2,8% a fine 2022, 2,2% nel 2023 e 2% nel 2024, ma sempre al di sopra del potenziale. La **revisione verso l'alto dell'inflazione** mediana attesa è massiccia e vede l'inflazione core a 4,1% a fine 2022 (circa in linea con la nostra previsione di 4,3%) da 2,7% di dicembre, a 2,6% a fine 2023 e a 2,3% nel 2024. Il sentiero del tasso di disoccupazione previsto è circa invariato rispetto a dicembre, stabile a 3,5% a fine 2022 e 2023 e in marginale rialzo a 3,6% nel 2024. Il **quadro macro si può riassumere così**: inflazione sempre sopra l'obiettivo, se pure in calo, in un contesto di crescita al di sopra del potenziale e disoccupazione sotto il livello di lungo termine su tutto l'orizzonte previsivo.
- Il conseguente **spostamento del grafico a punti** (v. grafico) è significativo: aumenti dei tassi per 175pb quest'anno (intervallo a 1,75-2% a fine anno) e 100pb nel 2023 (intervallo a 2,75-3%). La stima del tasso neutrale è rivista a 2,4% da 2,5%. Come è stato notato in una domanda durante la conferenza stampa, questo sentiero appare in parte incoerente con quello di crescita e inflazione, che si mantengono su tutto l'orizzonte previsivo al di sopra dei livelli di lungo termine, e di disoccupazione, sempre ampiamente sotto il 4%. La risposta di Powell è stata che il FOMC si aspetta un rallentamento della dinamica salariale ma, se appropriato, reagirebbe con maggiori aumenti dei tassi.
- Nella **conferenza stampa**, Powell ha ripetuto più e più volte che l'economia è "molto forte", il mercato del lavoro è "estremamente sotto pressione", con un eccesso di domanda evidente dal fatto che ci sono 1,7 posizioni aperte per ogni disoccupato e superiori alla somma di occupati e forza lavoro non occupata. È stato notato più volte nelle domande che questa situazione è evidente da tempo e che la questione ora è quanto, non se, la Fed è in ritardo nel reagire. Powell ha risposto di non avere il "lusso" di rispondere a questa domanda, ma che la Fed è determinata a riportare l'inflazione sotto controllo attraverso **una politica monetaria mirata a frenare la domanda. Questo è il punto principale, a nostro avviso, della strategia attuale della Fed: il piede non solo verrà tolto dall'acceleratore, ma verrà messo sul freno.**

**Il comunicato annuncia l'arrivo di una serie di rialzi ed eventuali aggiustamenti della politica monetaria per riportare l'inflazione al 2%**

**Proiezioni macroeconomiche: inflazione core attesa a 4,1% a/a a fine 2022 e sopra il 2% fino al 2024, tasso di disoccupazione al 3,5% a oltranza**

**Sentiero dei tassi: 7 rialzi nel 2022, 4 nel 2023, con rischi verso l'alto**

**La politica monetaria ora ha l'obiettivo esplicito di frenare la domanda**

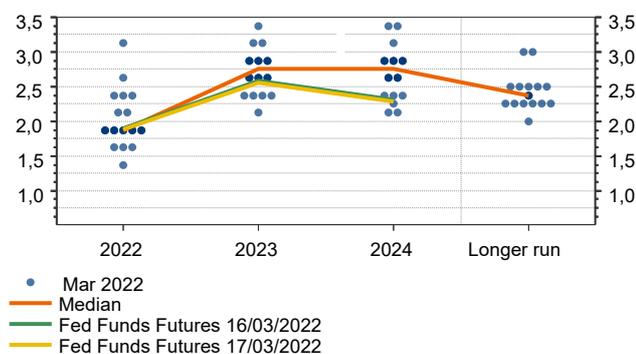
- Sull'**inflazione**, Powell ha affermato che la dinamica dei prezzi è molto al di sopra dell'obiettivo sulla scia di diversi fattori (domanda aggregata forte e strozzature all'offerta che generano squilibri, prezzi dell'energia in rialzo) ora amplificati dagli effetti della guerra. Secondo il Presidente della Fed, il rientro dell'inflazione è essenziale per garantire la sopravvivenza della ripresa ed è quindi un obiettivo dominante per la politica monetaria. Il livello elevato dell'inflazione e le condizioni macroeconomiche sottostanti richiedono, a suo avviso, tassi in territorio restrittivo per frenare la domanda di beni e lavoro. A domande che, con formulazioni diverse, chiedevano se la Fed avrebbe rischiato di portare l'economia in recessione, Powell ha risposto in modo fiducioso, affermando che **la crescita prevista è ancora molto elevata** e persistentemente al di sopra del potenziale e che l'economia è sufficientemente solida da poter "sopportare" i rialzi e addirittura "fiorire" con il sentiero dei tassi prospettato dal FOMC. La storia insegna che in passato quando la Fed fissava la politica monetaria con l'obiettivo di abbassare l'inflazione frenando la domanda ha sempre generato recessioni: la politica monetaria di Riccioli d'oro, né troppo calda né troppo fredda, è difficile da attuare.
- Nella discussione relativa alla **velocità della rimozione dello stimolo**, Powell ha sottolineato che ora la mediana prevede un rialzo (inteso di 25pb) a ogni riunione, per un totale di 7 rialzi, quest'anno, ma ha aggiunto che, di fronte a un sentiero di inflazione che scende meno di quanto atteso, la Fed non esiterebbe ad accelerare. Questo implica ovviamente la possibilità di rialzi di 50pb. Powell ha sottolineato che la valutazione dei progressi sull'inflazione verrà fatta valutando le variazioni mensili dei prezzi nella seconda metà dell'anno.
- Per quanto riguarda il **bilancio**, secondo Powell sono stati fatti grandi progressi sul programma da attuare che sarà "familiare" (cioè simile a quello del ciclo precedente), anche se più rapido. Powell ha detto che ci saranno molte informazioni nei verbali e che "a una prossima riunione" verrà annunciato, forse già a maggio. Secondo Powell, la riduzione del bilancio prevista dovrebbe avere un effetto analogo a un rialzo dei tassi.
- In conclusione, la Fed ha finalmente preso sul serio la deriva inflazionistica in atto e la spirale salari/prezzi in via di consolidamento, spostando la politica monetaria in direzione restrittiva, e interrompendo la fase pluridecennale di politiche monetarie mirate ad alzare l'inflazione media sottostante. **Aggiungiamo 25pb al nostro scenario dei tassi per il 2022, portando il rialzo complessivo a 175pb** e spostiamo in territorio restrittivo i tassi attesi nel 2023.
- Le pressioni inflazionistiche in atto e la probabile onda lunga dei rialzi dei prezzi dei servizi mettono ancora **rischi verso l'alto sui tassi, ma anche rischi di eccesso di restrizione** che potrebbero materializzarsi poi nella seconda metà del 2023. La restrizione monetaria e la valutazione dei progressi sull'inflazione avverranno mentre si trasmetteranno, con l'usuale ritardo, gli effetti della guerra in Ucraina sul ciclo mondiale, amplificando i rischi di un errore di policy.

**La Fed valuterà i progressi sulle variazioni mensili dei prezzi, eventualmente accelerando il ritmo dei rialzi**

**Riduzione del bilancio: informazioni in arrivo con i verbali e annuncio possibile a maggio**

**Conclusione: rischi verso l'alto sui tassi ma anche rischi di eccessiva restrizione, stile anni '80**

Il grafico a punti riconosce che il mondo è cambiato



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Datastream

Proiezioni macroeconomiche dei membri del Federal Reserve Board e dei presidenti delle Fed regionali – marzo 2022

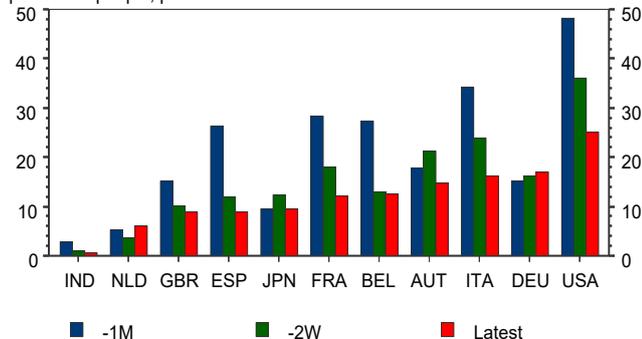
| Variable                                       | Median     |            |            |            |
|--|------------|------------|------------|------------|
|  | 2022       | 2023       | 2024       | Longer run |
| <b>Real GDP</b>                                | <b>2.8</b> | <b>2.2</b> | <b>2.0</b> | <b>1.8</b> |
| Dec. projection                                | 4.0        | 2.2        | 2.0        | 1.8        |
| <b>Unemployment rate</b>                       | <b>3.5</b> | <b>3.5</b> | <b>3.6</b> | <b>4.0</b> |
| Dec. projection                                | 3.5        | 3.5        | 3.5        | 4.0        |
| <b>PCE inflation</b>                           | <b>4.3</b> | <b>2.7</b> | <b>2.3</b> | <b>2.0</b> |
| Dec. projection                                | 2.6        | 2.3        | 2.1        | 2.0        |
| <b>Core PCE inflation</b>                      | <b>4.1</b> | <b>2.6</b> | <b>2.3</b> |            |
| Dec. projection                                | 2.7        | 2.3        | 2.1        |            |
| <b>Memo: Projected appropriate policy path</b> |            |            |            |            |
| <b>Federal funds rate</b>                      | <b>1.9</b> | <b>2.8</b> | <b>2.8</b> | <b>2.4</b> |
| Dec. projection                                | 0.9        | 1.6        | 2.1        | 2.5        |

Fonte: Federal Reserve Board

## Monitor dell'impatto COVID

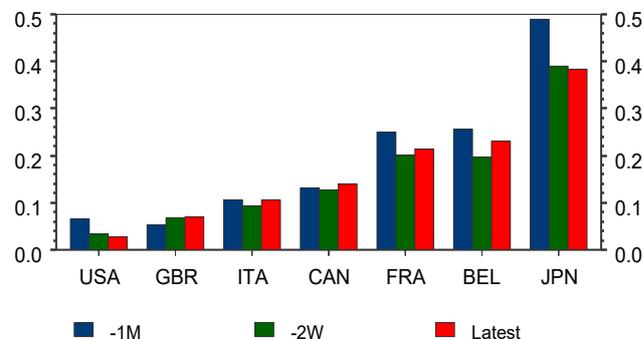
### Mortalità da COVID-19

per million people, per week



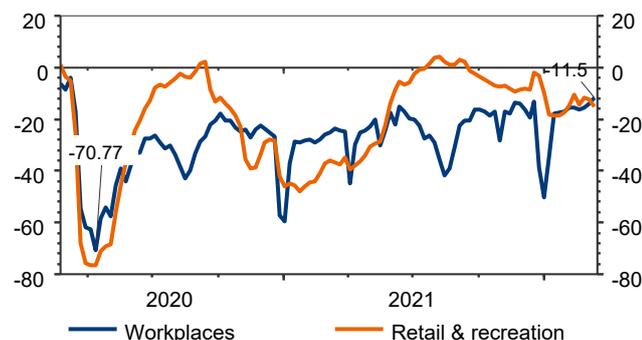
Fonte: OMS, OurWorldInData

### Quota di test positivi



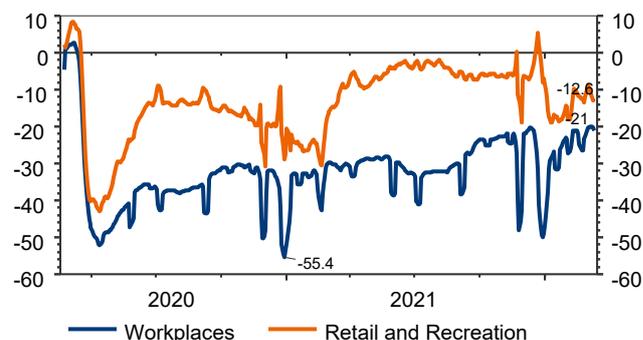
Fonte: OurWorldInData

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



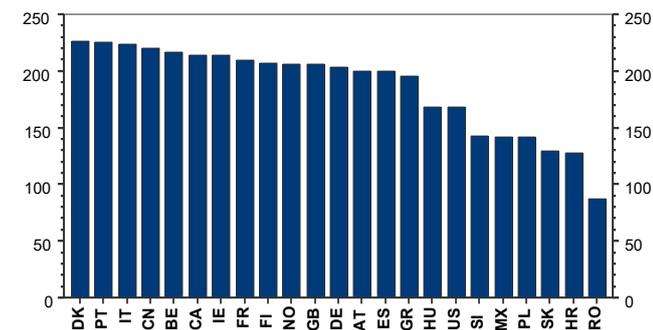
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



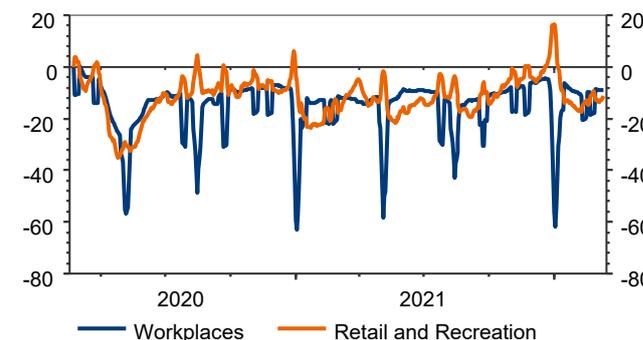
Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

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



Fonte: OMS, OurWorldInData

### Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

## I market mover della settimana

In **area euro** la tornata di indagini di fiducia di marzo rifletterà i primi impatti del conflitto in Ucraina sul ciclo. Il morale di famiglie e imprese dovrebbe risultare penalizzato sia dalla maggiore incertezza che dallo shock sui prezzi delle materie prime, soprattutto energetiche: i PMI flash e le indagini nazionali in Germania, Francia e Italia dovrebbero registrare flessioni diffuse a tutti i settori, ma particolarmente accentuate per il manifatturiero.

La settimana ha pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**. Fra i dati di febbraio, le vendite di case nuove di febbraio dovrebbero essere in rialzo dopo la correzione del mese precedente e gli ordini di beni durevoli sono previsti in aumento, con indicazioni positive per gli investimenti. I PMI Market flash di marzo dovrebbero segnalare un'accelerazione della crescita dell'attività nel manifatturiero e, soprattutto, nei servizi.

### Mercoledì 23 marzo

#### Area euro

- **Area euro.** La guerra in Ucraina e lo shock sui prezzi dovrebbe pesare in maniera significativa sul morale delle famiglie a marzo. Vediamo un calo dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea a -13,5 da -8,8 precedente. La sesta correzione consecutiva riporterebbe l'indice al di sotto della media di lungo periodo, sui minimi da inizio 2021.

#### Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a febbraio sono previste in rialzo a 815 mila, da 801 mila di gennaio. Il mercato immobiliare residenziale sarà frenato dal netto rialzo dei tassi sui mutui e dalla persistente scarsità di offerta, ma la domanda insoddisfatta dovrebbe mantenere le vendite all'interno dell'intervallo visto negli ultimi sei mesi, compreso fra 700 e 800 mila.

### Giovedì 24 marzo

#### Area euro

- **Area euro.** Le indagini **PMI flash** di marzo risentiranno dell'impatto della guerra in Ucraina. Il più penalizzato dovrebbe essere il settore manifatturiero, colpito dal forte rincaro dei prezzi delle materie prime e da maggiori difficoltà di approvvigionamento. L'indagine sui servizi potrebbe beneficiare del ridimensionamento del rischio sanitario, ma anche evidenziare maggiore incertezza in merito alle attese di business. Le indagini dovrebbero infine registrare nuovi record per gli indici relativi ai prezzi, confermando un quadro di forti pressioni inflattive ormai diffuse a gran parte dei settori. Stimiamo una correzione del PMI manifatturiero a 56 da 58,2, mentre l'indice sui servizi dovrebbe portarsi a 55 da un precedente 55,5. Il PMI composito è visto calare di un punto a 54,5.
- **Francia.** L'indice INSEE di **fiducia delle imprese manifatturiere** per il mese di marzo è atteso in calo di 5 punti a 107, sulla scia della crisi geopolitica internazionale. L'indice composito del morale delle aziende dovrebbe riportare una correzione meno marcata (-3 punti), a 109, grazie a una migliore tenuta dei servizi. Per quanto la Francia sia tra i Paesi dell'eurozona meno esposti, anche il manifatturiero transalpino non potrà non risentire degli effetti dei rincari delle materie prime.

#### Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** di febbraio (prel.) sono attesi in calo di -0,6% m/m dopo 1,6% m/m a gennaio, sulla scia della debolezza del comparto auto e pur in presenza di un moderato aumento degli ordini dell'aeronautica civile. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero aumentare di 0,5% m/m, confermando l'andamento positivo del manifatturiero.
- Il **PMI manifatturiero flash** di marzo dovrebbe essere in rialzo a 57,6 da 57,3 di febbraio. Nei **servizi**, il PMI atteso a 59,6 da 56,5, dovrebbe essere in aumento anche più marcato in seguito al continuo miglioramento del quadro sanitario e all'eliminazione delle misure

restrittive sull'attività in quasi tutti gli Stati. gli indici di prezzo dovrebbero continuare a segnalare pressioni verso l'alto.

## Venerdì 25

### Area euro

- **Germania.** L'indagine **IFO** di marzo dovrebbe mostrare un netto peggioramento della situazione economica, sulla scia del conflitto russo-ucraino e del conseguente rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche. Le aspettative sono attese crollare a 87,5 da 99,2, le valutazioni sulla situazione corrente potrebbero mostrare una correzione meno ampia, a 90 da 97 di febbraio. La Germania è tra i Paesi più esposti al nuovo shock, e potrebbe mostrare anche quest'anno una crescita inferiore alla media dell'eurozona (2,4% contro 3%, nelle nostre stime).
- **Paesi Bassi.** La seconda lettura del **PIL** del 4° trimestre è attesa confermare la crescita di 0,9% t/t (6,1% a/a) della stima preliminare. Lo spaccato dovrebbe mostrare un contributo della domanda interna di +0,7% t/t, grazie soprattutto agli investimenti; le esportazioni nette dovrebbero contribuire positivamente alla crescita per circa mezzo punto. In sintesi, il 2021 si chiuderebbe con una ripresa di 4,8% rispetto al 2020 (meglio delle attese); per il 2022 la dinamica dovrebbe moderare a 3,3%.
- **Spagna.** La lettura finale del **PIL** del 4° trimestre 2021 è vista confermare la crescita del 2% t/t riportata in prima lettura. Investimenti ed export, che hanno sostenuto la crescita nella parte finale dell'anno, dovrebbero proseguire nel percorso di recupero anche nel trimestre invernale. Viceversa, non si può escludere una revisione al ribasso per i consumi privati e pubblici (rispettivamente -1,2% e -0,4% t/t nella prima lettura). L'economia spagnola potrebbe mostrare una crescita superiore alla media eurozona quest'anno (4,4% contro 3%, nelle nostre stime), grazie agli ampi margini di recupero per il settore dei servizi.
- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** a marzo non potrà non risentire della crisi geopolitica internazionale, nonché degli effetti della fiammata inflazionistica. Il morale dei consumatori è visto a 110,5 da 112,4 di febbraio, l'indice composito di fiducia delle aziende è atteso a 107 da 108,2; la contrazione potrebbe essere più marcata nel manifatturiero (più vulnerabile dei servizi al nuovo shock), dove il morale è visto a 111,5 da 113,4 di febbraio.

### Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a marzo (finale) dovrebbe essere poco variata, a 59,5, confermando il forte calo visto con la lettura preliminare (59,7) e restando sui minimi dal 1981 sulla scia delle crescenti preoccupazioni per l'inflazione.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (21-25 marzo)

| Data     | Ora   | Paese                      | Dato                                     | *   | Periodo | Precedente | Consenso | Intesa Sanpaolo |       |
|----------|-------|----------------------------|--|-----|---------|------------|----------|-----------------|-------|
| Lun 21/3 | 02:15 | CN                         | Tasso prime rate a 5 anni                | *   | mar     | 4.6        | %        |                 |       |
|          | 02:15 | CN                         | Tasso prime rate a 1 anno                | *   | mar     | 3.7        | %        |                 |       |
|          | 08:00 | GER                        | PPI a/a                                  |     | feb     | 25.0       | %        | 26.1            |       |
|          | 08:00 | GER                        | PPI m/m                                  |     | feb     | 2.2        | %        | 1.7             |       |
| Mer 23/3 | 08:00 | GB                         | CPI m/m                                  |     | feb     | -0.1       | %        |                 |       |
|          | 08:00 | GB                         | CPI a/a                                  | *   | feb     | 5.5        | %        | 5.9             |       |
|          | 15:00 | USA                        | Vendite di nuove case (mln ann.)         | *   | feb     | 0.801      | Mln      | 0.810           | 0.815 |
|          | 16:00 | EUR                        | Fiducia consumatori flash                | *   | mar     | -8.8       |          | -12.5           | -13.5 |
| Gio 24/3 | 01:30 | GIA                        | PMI manifatturiero prelim                |     | mar     | 52.7       |          |                 |       |
|          | 08:45 | FRA                        | Fiducia imprese manifatturiere           | **  | mar     | 112        |          | 110             | 107   |
|          | 09:15 | FRA                        | PMI servizi prelim                       | *   | mar     | 55.5       |          | 55.0            | 55.0  |
|          | 09:15 | FRA                        | PMI manifatturiero prelim                | *   | mar     | 57.2       |          | 54.5            | 55.5  |
|          | 09:30 | GER                        | PMI servizi prelim                       | *   | mar     | 55.8       |          | 53.9            | 54.5  |
|          | 09:30 | GER                        | PMI manifatturiero prelim                | *   | mar     | 58.4       |          | 55.0            | 56.0  |
|          | 10:00 | EUR                        | PMI servizi prelim                       | **  | mar     | 55.5       |          | 54.3            | 55.0  |
|          | 10:00 | EUR                        | PMI manifatturiero prelim                | **  | mar     | 58.2       |          | 56.0            | 56.0  |
|          | 10:00 | EUR                        | PMI composito prelim                     | **  | mar     | 55.5       |          | 53.3            | 54.5  |
|          | 10:30 | GB                         | PMI manifatturiero prelim                | *   | mar     | 58.0       |          |                 |       |
|          | 10:30 | GB                         | PMI servizi prelim                       | *   | mar     | 60.5       |          |                 |       |
|          | 13:30 | USA                        | Ordinativi, beni durevoli m/m prelim     | *   | feb     | 1.6        | %        | -0.6            | -0.6  |
|          | 13:30 | USA                        | Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim | *   | feb     | 0.7        | %        |                 | 0.5   |
|          | 13:30 | USA                        | Saldo partite correnti                   | *   | T4      | -214.8     | Mld \$   |                 |       |
|          | 13:30 | USA                        | Richieste di sussidio                    | *   | settim  | 214        | x1000    |                 |       |
|          | 13:30 | USA                        | Sussidi di disoccupazione esistenti      | *   | settim  | 1.419      | Mln      |                 |       |
|          | 14:45 | USA                        | Markit PMI Manif. prelim.                | *   | mar     | 57.3       |          |                 | 57.6  |
|          | 14:45 | USA                        | Markit PMI Composito prelim.             |     | mar     | 55.9       |          |                 |       |
| 14:45    | USA   | Markit PMI Servizi prelim. | *  | mar | 56.5    |            |          | 59.6            |       |
| Ven 25/3 | 06:30 | OLA                        | PIL t/t finale                           | *   | T4      | prel 0.9   | %        | 0.9             | 0.9   |
|          | 08:00 | GB                         | Vendite al dettaglio m/m                 | *   | feb     | 1.9        | %        |                 |       |
|          | 08:00 | GB                         | Vendite al dettaglio a/a                 |     | feb     | 9.1        | %        |                 |       |
|          | 09:00 | SPA                        | PIL t/t finale                           | *   | T4      | prel 2.0   | %        | 2.0             | 2.0   |
|          | 10:00 | ITA                        | Fiducia dei consumatori                  |     | mar     | 112.4      |          |                 | 110.5 |
|          | 10:00 | ITA                        | Fiducia delle imprese manifatturiere     | **  | mar     | 113.4      |          |                 | 111.5 |
|          | 10:00 | GER                        | IFO                                      | **  | mar     | 98.9       |          | 94.5            | 88.7  |
|          | 10:00 | GER                        | IFO (sit. corrente)                      |     | mar     | 98.6       |          | 96.2            | 90.0  |
|          | 10:00 | GER                        | IFO (attese)                             |     | mar     | 99.2       |          | 92.5            | 87.5  |
|          | 10:00 | EUR                        | M3 dest. a/a                             | *   | feb     | 6.4        | %        | 6.3             | 6.2   |
|          | 09:00 | ITA                        | Bilancia commerciale (non EU)            |     | feb     | -4.2       | Mld €    |                 |       |
|          | 15:00 | BEL                        | Indice ciclico BNB                       |     | mar     | 2.3        |          |                 |       |
|          | 15:00 | USA                        | Fiducia famiglie (Michigan) finale       |     | mar     | prel 59.7  |          | 59.7            | 59.5  |

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

**Calendario degli eventi (21-25 marzo)**

| Data  | Ora                           | Paese | * Evento   |
|-------|-------------------------------|-------|--|
| Lun   | 21/3                          | 08:30 | EUR * Discorso di Lagarde (BCE)                                |
|       |                               | 10:00 | EUR Discorso di Makhoulouf (BCE)                               |
|       |                               | 13:00 | USA Discorso di Bostic (Fed)                                   |
|       |                               | 16:30 | EUR Discorso di Nagel (BCE)                                    |
|       |                               | 17:00 | USA * Discorso di Powell (Fed)                                 |
| Mar   | 22/3                          | 08:30 | EUR Discorso di Guindos (BCE)                                  |
|       |                               | 10:35 | EUR Discorso di Villeroy (BCE)                                 |
|       |                               | 13:10 | EUR Discorso di Villeroy (BCE)                                 |
|       |                               | 14:00 | EUR Discorso di Panetta (BCE)                                  |
|       |                               | 14:10 | USA Discorso di Wuerffel (Fed)                                 |
|       |                               | 14:15 | EUR * Discorso di Lagarde (BCE)                                |
|       |                               | 15:35 | USA Discorso di Williams (Fed)                                 |
|       |                               | 16:15 | GB Discorso di Cunliffe (BoE)                                  |
|       |                               | 18:00 | EUR Discorso di Lane (BCE)                                     |
|       |                               | 19:00 | USA Discorso di Daly (Fed)                                     |
| 22:00 | USA Discorso di Mester (Fed)  |       |  |
| Mer   | 23/3                          | 13:00 | GB * Discorso di Bailey (BoE)                                  |
|       |                               | 13:00 | EUR Discorso di Nagel (BCE)                                    |
|       |                               | 13:00 | USA * Discorso di Powell (Fed)                                 |
|       |                               | 14:15 | EUR * Discorso di Lagarde (BCE)                                |
|       |                               | 16:45 | USA Discorso di Daly (Fed)                                     |
| 20:00 | USA Discorso di Bullard (Fed) |       |  |
| Gio   | 24/3                          | 00:50 | GIA * BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di gennaio |
|       |                               | 02:05 | USA Discorso di Bullard (Fed)                                  |
|       |                               | 10:00 | EUR * La BCE pubblica il Bollettino Economico                  |
|       |                               | 10:30 | EUR Discorso di Elderson (BCE)                                 |
|       |                               | 13:30 | USA Discorso di Kashkari (Fed)                                 |
|       |                               | 14:00 | GB Discorso di L Mann (BoE)                                    |
|       |                               | 14:10 | USA Discorso di Waller (Fed)                                   |
|       |                               | 16:00 | USA Discorso di Bostic (Fed)                                   |
|       | UE * Consiglio Europeo        |       |  |
| Ven   | 25/3                          | 02:30 | GIA Discorso di Kataoka (BoJ)                                  |
|       |                               | 05:00 | USA Discorso di Daly (Fed)                                     |
|       |                               | 14:10 | USA Discorso di Waller (Fed)                                   |
|       |                               | 15:00 | USA Discorso di Williams (Fed)                                 |
|       |                               | 16:30 | USA Discorso di Barkin (Fed)                                   |
|       | UE * Consiglio Europeo        |       |  |

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

| Dato                                      | Periodo | Precedente               |        | Consenso | Effettivo |
|---|---------|--------------------------|--------|----------|-----------|
| PPI (escl. alimentari, energia) m/m       | feb     | 1.0 <del>(0.8)</del>     | %      | 0.6      | 0.2       |
| PPI m/m                                   | feb     | 1.2 <del>(1.0)</del>     | %      | 0.9      | 0.8       |
| Indice Empire Manufacturing               | mar     | 3.1                      |        | 7.0      | -11.8     |
| Acquisti netti att. finanziarie (l/term.) | gen     | 114.5                    | Mld \$ |          | 58.8      |
| Prezzi all'import m/m                     | feb     | 1.9 <del>(2.0)</del>     | %      | 1.5      | 1.4       |
| Vendite al dettaglio ex-auto m/m          | feb     | 4.4 <del>(3.3)</del>     | %      | 0.9      | 0.2       |
| Vendite al dettaglio m/m                  | feb     | 4.9 <del>(3.8)</del>     | %      | 0.4      | 0.3       |
| Scorte delle imprese m/m                  | gen     | 2.4 <del>(2.1)</del>     | %      | 1.1      | 1.1       |
| Indice Mercato Immobiliare NAHB           | mar     | 81 <del>(82)</del>       |        | 81       | 79        |
| Richieste di sussidio                     | settim  | 229 <del>(227)</del>     | x1000  | 220      | 214       |
| Sussidi di disoccupazione esistenti       | settim  | 1.490 <del>(1.494)</del> | Mln    | 1.485    | 1.419     |
| Licenze edilizie                          | feb     | 1.895                    | Mln    | 1.850    | 1.859     |
| Nuovi cantieri residenziali               | feb     | 1.657 <del>(1.638)</del> | Mln    | 1.690    | 1.769     |
| Indice Philadelphia Fed                   | mar     | 16.0                     |        | 15.0     | 27.4      |
| Produzione industriale m/m                | feb     | 1.4                      | %      | 0.5      | 0.5       |
| Impiego capacità produttiva               | feb     | 77.3 <del>(77.6)</del>   | %      | 77.8     | 77.6      |
| Vendite di case esistenti (mln ann.)      | feb     | 6.50                     | Mln    | 6.10     |           |
| Indice anticipatore m/m                   | feb     | -0.3                     | %      | 0.3      |           |

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

La **produzione industriale** di febbraio ha registrato un aumento di 0,5% m/m, dopo 1,4% m/m di gennaio. Il manifatturiero segna un balzo di 1,2% m/m, nonostante la correzione di -3,5% m/m nel comparto auto. L'estrattivo è in rialzo di 1% m/m, mentre le utility correggono di -2,7% m/m per motivi legati al clima. Le indicazioni sono generalmente positive per la crescita, nonostante i persistenti colli di bottiglia all'offerta.

L'indice della **Philadelphia Fed** di marzo ha registrato un rialzo di 11 punti a 27,4, con aumenti per ordini, consegne e occupazione (sui massimi storici). Gli indici di prezzo sono in ulteriore rialzo, con i prezzi pagati a 81 (+12 punti) e quelli ricevuti a 54,4. Il 71% delle imprese riporta aumento della produzione nel 1° trimestre rispetto all'autunno. Quasi tutte le imprese segnalano vincoli alla produzione dovuti a scarsità di beni e manodopera, con il 56% "significativamente" vincolato dal lato dell'offerta, e il 44% che prevede un peggioramento. La maggior parte delle imprese non riporta problemi collegati all'energia in questo trimestre, ma segnala peggioramenti attesi in primavera.

L'indice **Empire** della NY Fed, contrariamente alle attese positive, a marzo è entrato in territorio recessivo, con un calo a -11,8, minimo da maggio 2020. L'indagine mostra crescenti difficoltà dall'offerta (ordini inevasi, tempi di consegna) con prezzi pagati sempre elevati e prezzi ricevuti a un nuovo record. L'indice a 6 mesi è però positivo e in miglioramento e riflette aspettative favorevoli per l'attività.

Il **PPI** di febbraio ha mostrato un aumento di 0,8% m/m (10% a/a). Il rallentamento dell'inflazione **core** a +0,2% m/m è dovuta principalmente all'effetto del calo dei prezzi delle attività finanziarie e al loro riflesso sulle commissioni di gestione che hanno determinato una correzione nei servizi core (-0,35% m/m), a fronte di un ampio rialzo per i beni core (0,75% m/m).

La **Survey of Consumer Expectations** della NY Fed di febbraio ha mostrato aspettative di inflazione in rialzo a 6% e 3,8% sugli orizzonti a 1 e 3 anni, rispettivamente. Le aspettative per la spesa nel prossimo anno hanno toccato un nuovo massimo per la serie, salendo a 6,4% (+0,9 pp) con incrementi diffusi a tutte le fasce di reddito, di età e di istruzione, con indicazioni positive per lo scenario dei consumi.

Le **aspettative di inflazione** a 1 anno rilevate all'Atlanta Fed presso le imprese sono aumentate a 3,8%, mentre per l'orizzonte a 5-10 anni sono salite a 3,3%. Le imprese riportano aumenti medi dei prezzi di vendita di 9,8% nell'ultimo anno, e aspettative di aumenti di 7% nei prossimi 12 mesi e di

10,4% nei prossimi 5-10 anni. I dati confermano la persistenza di significative pressioni inflazionistiche.

Le **vendite al dettaglio** di febbraio hanno deluso ampiamente, registrando un incremento di solo 0,3% m/m (17,7% a/a), ma sono state compensate da una massiccia revisione verso l'alto del dato di gennaio, a 4,9% m/m. A febbraio, oltre al rialzo delle vendite di benzina (5,3% m/m), ci sono stati contributi positivi dalle auto (0,8% m/m) e dalla ristorazione (2,5% m/m). Tuttavia, le correzioni per l'elettronica, le vendite online, la cura della persona e l'arredamento hanno quasi azzerato la dinamica complessiva. Considerando i dati di febbraio insieme a quelli di gennaio, il quadro dei consumi reali rimane sostanzialmente positivo e in linea con una variazione intorno al 3% t/t ann. nel 1° trimestre.

#### Giappone

| Dato                              | Periodo | Precedente                     |          | Consenso | Effettivo |
|-----------------------------------|---------|--------------------------------|----------|----------|-----------|
| Bilancia commerciale              | feb     | -2193,5 ( <del>-2191,1</del> ) | Mld ¥ JP | -112,6   | -668,3    |
| Produzione industriale m/m finale | gen     | -1,3                           | %        |          | -0,8      |
| Ordinativi di macchinari m/m      | gen     | 3,1 ( <del>3,6</del> )         | %        | -2,2     | -2,0      |
| CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a   | feb     | 0,2                            | %        | 0,6      | 0,6       |
| CPI (naz.) a/a                    | feb     | 0,5                            | %        |          | 0,9       |

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

Il **CPI al netto degli alimentari freschi** a febbraio è aumentato di 0,6% a/a, da 0,2% a/a di gennaio, sulla scia di rincari energetici e dei primi effetti del confronto con il 2021 nel comparto della telefonia, che aveva avuto una significativa riduzione delle tariffe l'anno scorso. Questo fattore spingerà l'inflazione verso l'1,8% a/a ad aprile. L'effetto dell'energia manterrà l'inflazione sostenuta durante il resto dell'anno, contribuendo per circa 1pp alla previsione di inflazione al netto degli alimentari freschi a ridosso del 2% a fine 2022.

#### Area euro

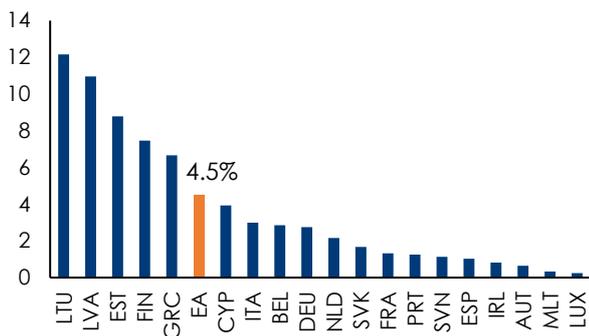
| Paese | Dato                                       | Periodo | Precedente                   |       | Consenso | Effettivo |
|-------|--|---------|------------------------------|-------|----------|-----------|
| EUR   | Produzione industriale m/m                 | gen     | 1,3 ( <del>1,2</del> )       | %     | 0,1      | 0,0       |
| EUR   | CPI a/a finale                             | feb     | 5,8                          | %     | 5,8      | 5,9       |
| EUR   | CPI m/m finale                             | feb     | 0,3                          | %     | 0,9      | 0,9       |
| EUR   | CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale | feb     | 2,9                          | %     | 2,9      | 2,9       |
| EUR   | Costo del lavoro Eurozona                  | T4      | 2,3 ( <del>2,5</del> )       | %     |          | 1,9       |
| FRA   | IPCA m/m finale                            | feb     | 0,8                          | %     | 0,8      | 0,9       |
| FRA   | IPCA a/a finale                            | feb     | 4,1                          | %     | 4,1      | 4,2       |
| FRA   | CPI m/m Ex Tob                             | feb     | 0,3                          | %     |          | 0,8       |
| GER   | ZEW (Sit. corrente)                        | mar     | -8,1                         |       | -22,5    | -21,4     |
| GER   | ZEW (Sentiment econ.)                      | mar     | 54,3                         |       | 10,0     | -39,3     |
| ITA   | IPCA a/a finale                            | feb     | 6,2                          | %     | 6,2      | 6,2       |
| ITA   | IPCA m/m finale                            | feb     | 0,8                          | %     | 0,8      | 0,8       |
| ITA   | Prezzi al consumo m/m finale               | feb     | 0,9                          | %     | 0,9      | 0,9       |
| ITA   | Prezzi al consumo a/a finale               | feb     | 5,7                          | %     | 5,7      | 5,7       |
| ITA   | Bilancia commerciale (totale)              | gen     | 1.103                        | Mld € |          | -5.052    |
| ITA   | Bilancia commerciale (UE)                  | gen     | -3.800 ( <del>-3.638</del> ) | Mld € |          | -0.890    |

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

**Area euro. A gennaio la produzione industriale è risultata stagnante** dopo che la crescita di dicembre è stata rivista verso l'alto di un decimo a 1,3% m/m. La variazione annua è tornata in territorio negativo a -1,3% da un precedente 2% (rivisto da 1,6%). La stabilizzazione di gennaio nasconde però flessioni diffuse a quasi tutte le principali componenti, solo parzialmente compensate dal rimbalzo dei beni di consumo non durevoli, mentre a livello geografico si registrano solidi progressi in Germania e Francia a fronte di un'ampia contrazione in Italia. Dopo due mesi di forte crescita, la stagnazione di gennaio è in parte fisiologica, un segnale che a inizio anno il quadro per l'industria in area euro era ancora espansivo. **Alla luce dello scoppio della guerra in Ucraina però le prospettive per i prossimi mesi non sono incoraggianti: il settore industriale dovrebbe risultare il più penalizzato.** Tuttavia, anche nell'ipotesi di una pesante

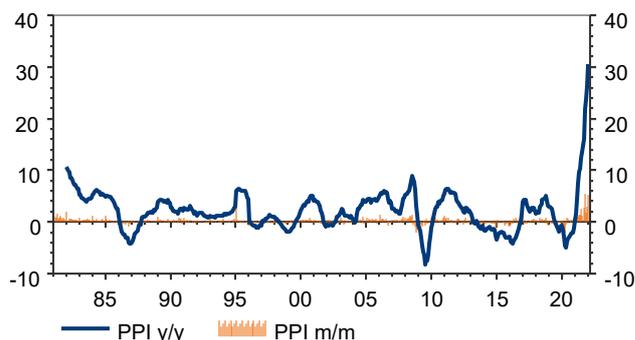
contrazione dell'output tra febbraio e marzo, **i robusti incrementi di fine 2021 lasciano una solida eredità statistica positiva sul 1° trimestre**: è quindi possibile che l'industria possa ancora contribuire positivamente al PIL nei mesi invernali. **Gli effetti della crisi geopolitica sul settore industriale non dovrebbero comunque esaurirsi nel breve termine**. Lo shock sui prezzi delle materie prime (non solo energetiche) potrebbe presto diventare insostenibile in alcune filiere, e le difficoltà di approvvigionamento, in alcuni comparti come i semiconduttori, si aggiungono a strozzature pregresse. **La produzione industriale potrebbe quindi contrarsi nel 2° trimestre e risultare sostanzialmente stagnante, in media d'anno, nel 2022.**

#### Le difficoltà di approvvigionamento degli input di importazione russa potrebbero diventare vincolanti



Nota: importazioni di beni intermedi dalla Russia in % del totale delle importazioni di beni intermedi nel settore manifatturiero. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OECD TIVA

#### Le imprese dovranno anche fare i conti con il forte shock sui prezzi alla produzione

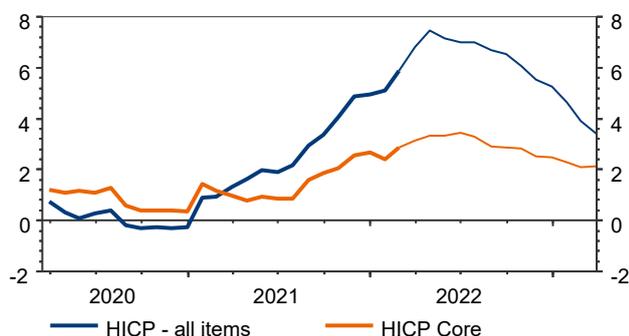


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Area euro.** La **seconda lettura** ha rivisto al rialzo di un decimo l'**inflazione** di febbraio nell'area euro, a 5,9% a/a (massimo storico da quando esistono dati comparabili ovvero almeno dal 1998) da 5,1% di gennaio. Sulla variazione tendenziale, l'energia (32% 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 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 1,3% m/m, e anche l'energia continua a salire, con una variazione di 3,4% m/m, guidata dal rincaro dei carburanti. L'indice core BCE ha confermato la crescita della stima flash, al 2,9% dal 2,4% di gennaio, spinto al rialzo sia dai beni che dai servizi. I beni manufatti ex-energia sono passati al 3,1% 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.

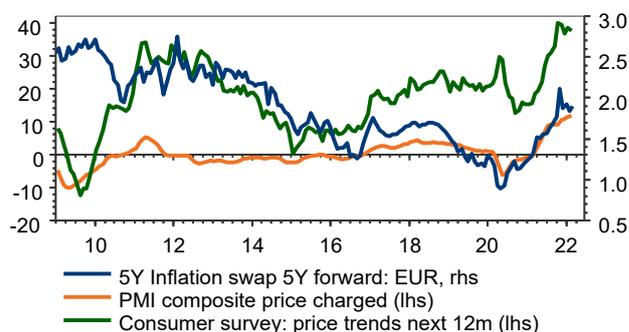
In prospettiva, riteniamo che l'inflazione possa crescere ancora nei prossimi mesi: il focus sarà concentrato sull'andamento delle quotazioni di petrolio e gas naturale, il cui contributo alla crescita dei prezzi pensiamo spazierà la spinta ribassista legata all'effetto confronto con il 2021. In conclusione, nel 2022 in media d'anno, i prezzi dovrebbero crescere del 6,4% (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 3% 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, Eurostat

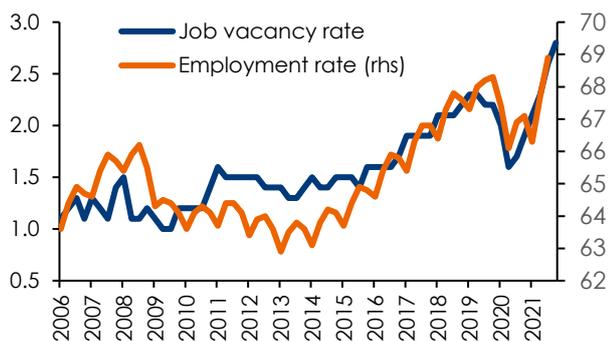
## Area euro – Aspettative di inflazione



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

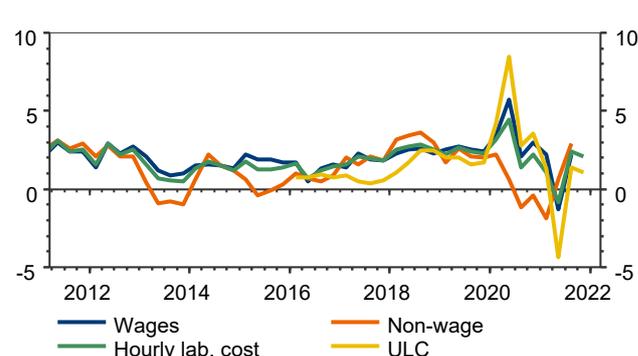
**Area euro.** Nel 4° trimestre il **tasso di posizioni vacanti** è salito al 2,8% dal 2,6% dei tre mesi precedenti, un massimo storico da quando sono disponibili dati comparabili (almeno dal 2006). Il rapporto tra posizioni vacanti e il totale dei posti di lavoro è salito di un decimo al 2,5% nell'industria e di due decimi al 2,9% nei servizi. Tra le principali economie i tassi più elevati si registrano in Belgio (4,7%), Olanda (4,2%) e Germania (3,9%); Francia (2,4%) e Italia (1,7%) restano sotto la media dell'Eurozona, mentre la Spagna è il Paese, insieme alla Grecia, dove il tasso di posizioni vacanti è il più basso (0,7%). Nello stesso periodo la crescita del **costo del lavoro** è rallentata all'1,9% a/a da un precedente 2,3% a/a: la dinamica dei salari ha decelerato a 1,5% a/a da 2,2% a/a, mentre la componente non salariale ha accelerato al 3,4% a/a da 2,6% a/a. In area euro non stanno ancora emergendo indicazioni di surriscaldamento della dinamica salariale: è possibile che il rallentamento del ciclo per via della crisi geopolitica possa frenare la domanda di lavoro e di conseguenza la crescita dei salari; tuttavia il forte rincaro dei prezzi al consumo potrebbe spingere al rialzo i salari nominali in fase di contrattazione.

## Nel 4° trimestre il tasso di posizioni vacanti ha toccato un nuovo massimo storico



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

## Rallenta la crescita dei salari a fine 2021

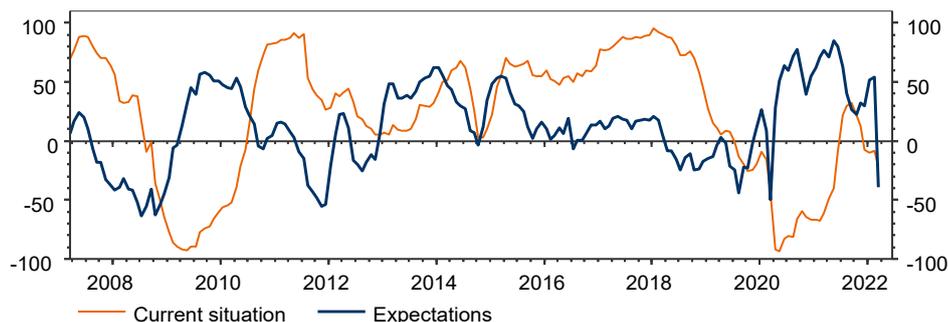


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Area euro.** I dati destagionalizzati sul **commercio internazionale di beni** hanno evidenziato che a gennaio il deficit commerciale è calato a -7,7 miliardi di euro da -9,7 miliardi del mese precedente, grazie ad una crescita delle esportazioni nominali a ritmi superiori alle importazioni (3,4% contro 2,3% m/m). Nonostante una domanda globale che dovrebbe complessivamente restare positiva, già a partire da febbraio gli effetti della crisi in Ucraina dovrebbero pesare sulla bilancia commerciale dell'Eurozona: le esportazioni nette sono attese frenare la crescita nel corso del 2022.

**Germania.** A marzo l'indice **ZEW** ha registrato la peggior contrazione mensile di sempre, a -39,2 da 54,3 di febbraio; anche l'indice sulla situazione corrente ha visto un calo a -21,4 da -8,1 precedente. Il dato risente evidentemente della crisi geopolitica internazionale; il preoccupante balzo delle aspettative di inflazione (+107,7 punti rispetto al mese precedente) segnala rischi di stagflazione. Le preoccupazioni degli analisti riguardano anche l'Eurozona: l'indice delle aspettative dei prezzi cresce di 104,6 punti e più del 75% degli operatori vede una crescita dell'inflazione nell'eurozona nei prossimi sei mesi.

#### ZEW: a marzo si è registrata la peggior contrazione mensile di sempre



Fonte: ZEW

**Francia.** L'**inflazione** di febbraio è stata confermata in salita al 3,6% a/a sull'indice nazionale (massimo dal 2008), mentre è stata rivista al rialzo di un decimo al 4,2% a/a armonizzato (record dall'inizio delle rilevazioni nel 1991). Sul mese, i prezzi al consumo sono stati rivisti al rialzo di un decimo, a 0,8% m/m sull'indice nazionale e 0,9% m/m su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dalla componente energia (a 21,1% a/a da 19,9%), per via del rincaro dei carburanti, e dai beni manufatti (a 2,2% a/a da 0,6% a/a precedente), che recuperano dopo il calo stagionale di gennaio dovuto ai saldi invernali; crescono anche gli alimentari (a 2,1% a/a da 1,5% precedente) e i servizi (2,2% a/a da 2% precedente). L'indice core è salito a 2,5% a/a da 1,6% di gennaio. Nel 2022, l'inflazione dovrebbe registrare una media annua al 5,7%.

**Italia.** La **stima finale** relativa al mese di febbraio ha confermato la salita dell'**inflazione** al 6,2% a/a (da 5,1% di gennaio) armonizzato e al 5,7% a/a (da 4,8%) sul NIC. L'inflazione "di fondo" 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 (3,7% m/m, 27,4% 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% m/m, da 3,6% a 4,8% 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 il 6% nel 2022.

**Italia.** A gennaio la **produzione nelle costruzioni** è calata di -0,9% m/m (prima flessione congiunturale dopo cinque aumenti consecutivi). In termini tendenziali la crescita decelera al 13,2% da un precedente 21,1%. L'indice destagionalizzato dell'output resta elevato e superiore ai livelli pre-Covid di oltre il 15%. Anche l'edilizia è colpita dal forte rincaro dei prezzi degli input; inoltre, le imprese nel settore segnalano difficoltà nel reperire manodopera. Nonostante i vincoli all'offerta è comunque probabile che il comparto si mantenga su un sentiero espansivo nel corso del 2022, seppur su ritmi verosimilmente meno vivaci rispetto allo scorso anno, ancora sostenuto da misure fiscali favorevoli.

**Italia.** A gennaio le **esportazioni** sono cresciute del 3% m/m, con progressi diffusi a tutti i principali raggruppamenti d'industrie ad eccezione dell'energia, al netto della quale l'aumento è ancora più ampio (5,7% m/m). Le **importazioni** sono invece salite del 2,1% m/m; l'incremento nasconde però un'ampia flessione dell'import di beni strumentali (-14%), e dovrebbe essere stato guidato dagli acquisti di beni energetici (Istat non ha fornito il dato perché le statistiche sui flussi di gas naturale sono in fase di revisione). Al netto dell'energia comunque le importazioni sono in calo di -1,3% m/m. Rispetto a gennaio 2021 le esportazioni sono in crescita del 22,6% e le importazioni del 44,5%. Il saldo commerciale è pari a -5,1 miliardi di euro (+1,6 miliardi un anno prima), mentre al netto dell'energia si attesta a +1,4 miliardi (+3,9 miliardi a gennaio 2021). Già a partire da febbraio, e in misura maggiore a marzo, gli effetti del conflitto in Ucraina dovrebbero pesare sulla bilancia commerciale italiana.

#### Cina

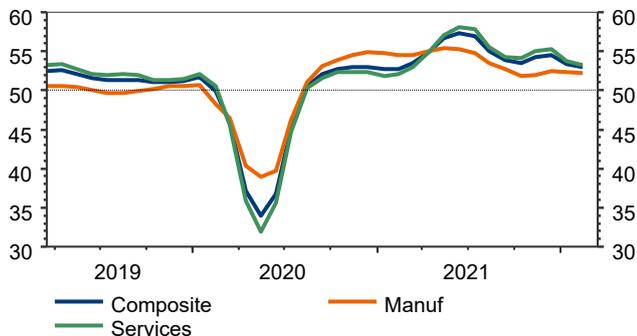
| Dato                                   | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|--|---------|------------|----------|-----------|
| Produzione industriale cumulata a/a    | feb     | 9.6        | %        | 7.5       |
| Vendite al dettaglio cumulate a/a      | feb     | 12.46      | %        | 6.72      |
| Investimenti fissi urbani cumulati a/a | feb     | 4.9        | %        | 5.0       |
| Produzione industriale a/a             | feb     | 4.3        | %        | 3.9       |
| Vendite al dettaglio a/a               | feb     | 1.7        | %        | 3.0       |

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

La **PBOC** ha lasciato invariato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento a medio termine a 2,85% e i dati dei primi due mesi dell'anno sono stati tutti migliori delle attese di consenso, anche se restano di difficile valutazione perché sono quasi tutti in termini cumulati (manca la variazione tendenziale di gennaio) a causa della variabilità della cadenza per le festività del capodanno cinese. Nel complesso i dati segnalano un rallentamento congiunturale della produzione industriale e una stabilizzazione delle vendite al dettaglio rispetto al 4° trimestre, mentre gli investimenti, nonostante un minor dinamismo nel settore immobiliare, sono tornati ad accelerare. Rimangono difficili invece le condizioni nel mercato del lavoro. L'attività economica ritornerà comunque ad essere sotto pressione, frenata dalle misure di contenimento dell'ondata di contagi che sta colpendo il Paese, la peggiore dopo quella iniziale di Wuhan. La **produzione industriale** è salita dello 0,34% m/m, come in gennaio, rispetto allo 0,42% m/m di dicembre. In termini cumulati ha registrato un aumento del 7,5% a/a nei primi due mesi dell'anno, da 9,6% a/a dell'intero 2021 (4,3% a/a in dicembre). La decelerazione della **produzione nel settore dei servizi** è stata maggiore, da 13,1% del 2021 (3% a/a in dicembre) a 4,2% cum. a/a in febbraio. Gli **investimenti fissi nominali** sono invece aumentati del 12,2% cum. a/a rispetto a 4,9% nell'intero 2021, con un rimbalzo sia per le imprese statali che per le aziende private, e variazioni mensili superiori a quelle di fine 2021. Gli **investimenti immobiliari** hanno continuato a rallentare (3,7% cum. a/a in febbraio rispetto a 4,4% a/a nell'intero 2021), mentre sono nettamente accelerati gli **investimenti nel settore manifatturiero** (20,9% cum. a/a in febbraio rispetto a 13,5% a/a nell'intero 2021). Le **vendite al dettaglio** nominali sono salite del 6,7% cum. in rallentamento da 12,5% a/a dell'intero 2021, e il **tasso di disoccupazione urbano** è aumentato da 5,1% in dicembre a 5,5% in febbraio, toccando un massimo da marzo 2021.

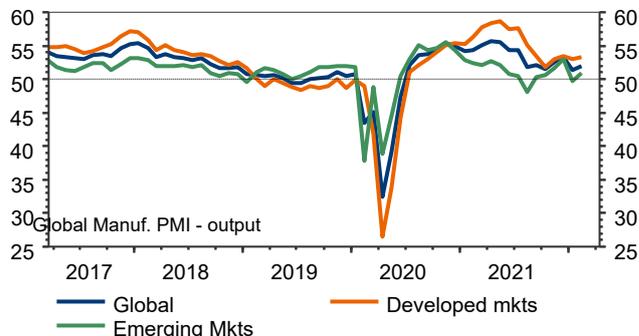
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



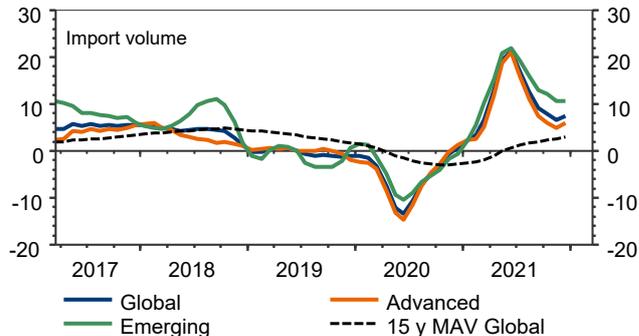
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



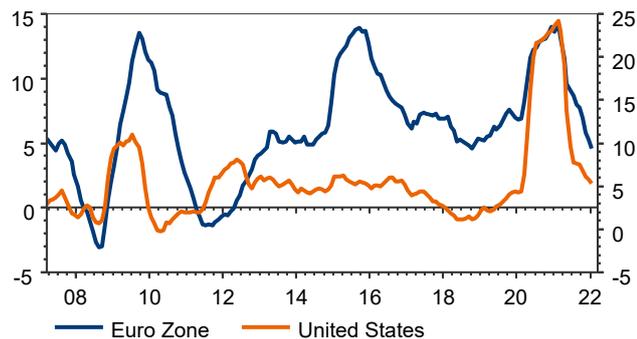
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



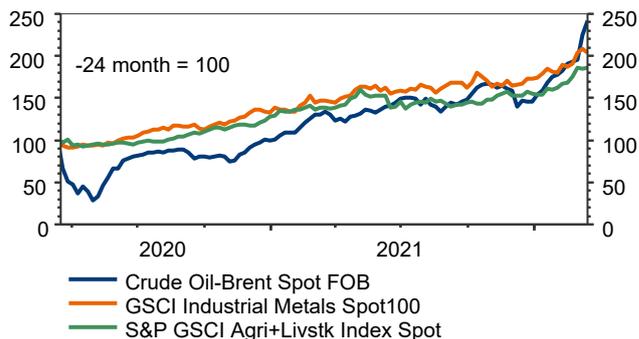
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

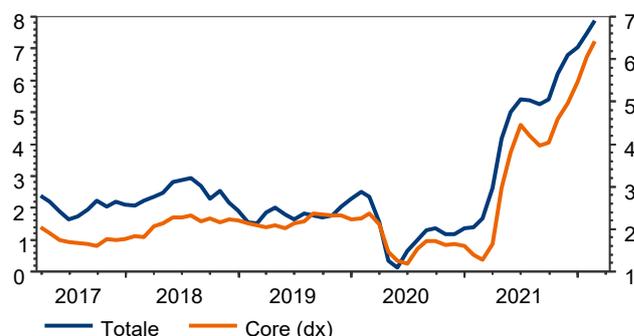
## Stati Uniti

## Indagini ISM



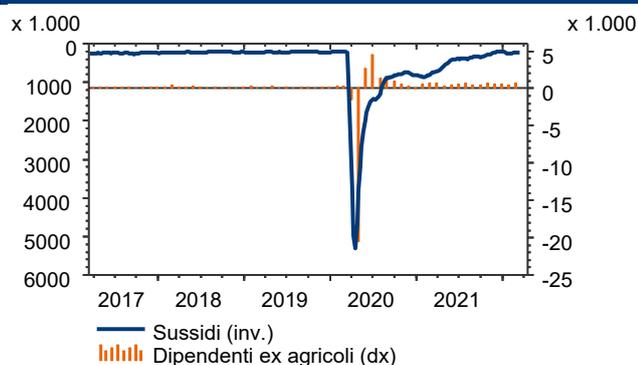
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



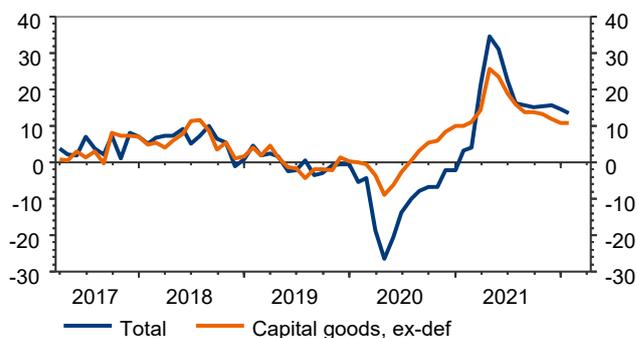
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

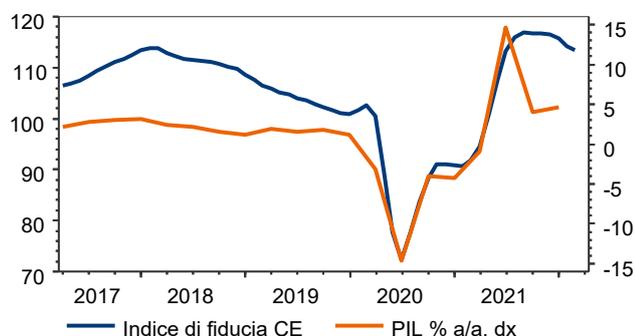
## Previsioni

|                                | 2021  | 2022  | 2023  | 2021 | 2022  |      |      |      | 2023 |     |     |  |
|--------------------------------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|-----|-----|--|
|                                |       |       |       | T1   | T2    | T3   | T4   | T1   | T2   | T3  | T4  |  |
| PIL (prezzi costanti, a/a)     | 5.7   | 3.4   | 2.3   | 0.5  | 12.2  | 4.9  | 5.6  | 4.4  | 3.4  | 3.5 | 2.2 |  |
| - trim./trim. annualizzato     |       |       |       | 6.3  | 6.7   | 2.3  | 7.0  | 1.6  | 2.8  | 2.7 | 1.9 |  |
| Consumi privati                | 7.9   | 3.1   | 2.1   | 11.4 | 12.0  | 2.0  | 3.1  | 3.3  | 2.2  | 2.0 | 2.0 |  |
| IFL - privati non residenziali | 7.4   | 5.3   | 3.3   | 12.9 | 9.2   | 1.7  | 3.1  | 8.1  | 5.5  | 6.3 | 2.2 |  |
| IFL - privati residenziali     | 9.1   | 0.2   | 1.0   | 13.3 | -11.7 | -7.7 | 1.1  | 5.8  | 1.0  | 1.1 | 1.3 |  |
| Consumi e inv. pubblici        | 0.5   | 1.1   | 2.6   | 4.2  | -2.0  | 0.9  | -2.6 | 2.7  | 2.9  | 2.5 | 2.3 |  |
| Esportazioni                   | 4.6   | 6.2   | 5.2   | -2.9 | 7.6   | -5.3 | 23.6 | 1.5  | 5.8  | 5.1 | 4.4 |  |
| Importazioni                   | 14.0  | 7.1   | 4.9   | 9.3  | 7.1   | 4.7  | 17.6 | 4.1  | 5.1  | 4.9 | 5.1 |  |
| Var. scorte (contrib., % PIL)  | 0.0   | 0.9   | 0.3   | -3.8 | -1.7  | 2.1  | 4.9  | -1.5 | 0.7  | 0.5 | 0.3 |  |
| Partite correnti (% PIL)       | -3.6  | -3.9  | -3.6  |      |       |      |      |      |      |     |     |  |
| Deficit Pubblico (% PIL)       | -12.1 | -5.8  | -5.7  |      |       |      |      |      |      |     |     |  |
| Debito pubblico (% PIL)        | 150.7 | 144.6 | 144.4 |      |       |      |      |      |      |     |     |  |
| CPI (a/a)                      | 4.7   | 6.8   | 3.0   | 1.9  | 4.8   | 5.3  | 6.7  | 7.9  | 7.5  | 6.6 | 5.2 |  |
| Produzione Industriale         | 5.4   | 4.5   | 1.5   | 1.0  | 1.6   | 0.8  | 0.9  | 1.7  | 1.1  | 0.7 | 0.3 |  |
| Disoccupazione (%)             | 5.4   | 3.4   | 3.3   | 6.2  | 5.9   | 5.1  | 4.2  | 3.7  | 3.5  | 3.3 | 3.2 |  |

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

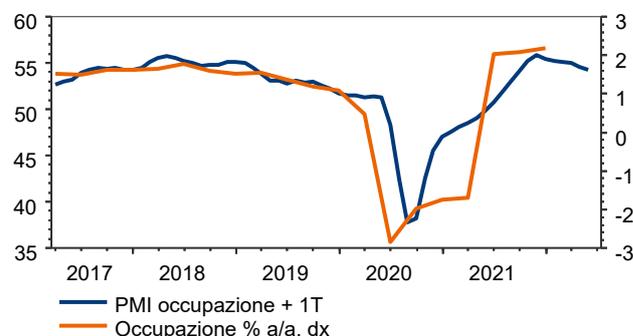
## Area euro

## PIL



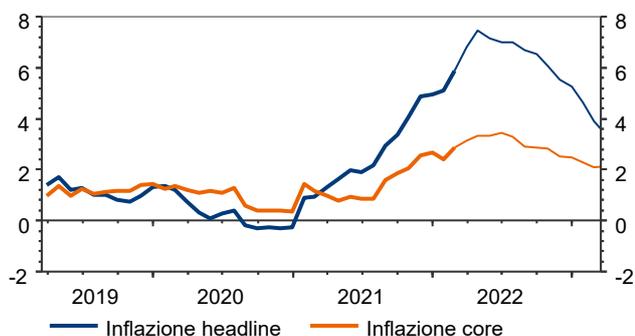
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

| %         | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------|------|------|------|
| gennaio   | 0.9  | 5.1  | 4.6  |
| febbraio  | 0.9  | 5.9  | 3.9  |
| marzo     | 1.3  | 6.8  | 3.4  |
| aprile    | 1.6  | 7.4  | 2.8  |
| maggio    | 2.0  | 7.1  | 2.6  |
| giugno    | 1.9  | 7.0  | 2.3  |
| luglio    | 2.2  | 7.0  | 2.2  |
| agosto    | 3.0  | 6.7  | 2.2  |
| settembre | 3.4  | 6.5  | 2.0  |
| ottobre   | 4.1  | 6.1  | 1.6  |
| novembre  | 4.9  | 5.5  | 1.4  |
| dicembre  | 5.0  | 5.2  | 1.3  |

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

|                               | 2021  | 2022  | 2023 | 2021  |       |       |       | 2022  |       |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                               |       |       |      | T1    | T2    | T3    | T4    | T1    | T2    | T3    | T4    |
| PIL (prezzi costanti, a/a)    | 5.3   | 3.0   | 2.4  | -0.9  | 14.6  | 4.0   | 4.6   | 4.9   | 3.3   | 1.7   | 2.0   |
| - t/t                         |       |       |      | -0.1  | 2.2   | 2.3   | 0.3   | 0.1   | 0.6   | 0.7   | 0.5   |
| Consumi privati               | 3.5   | 3.7   | 1.7  | -2.3  | 3.9   | 4.5   | -0.6  | 0.1   | 0.5   | 0.7   | 0.4   |
| Investimenti fissi            | 4.3   | 4.5   | 3.8  | 0.1   | 1.3   | -0.9  | 3.5   | 0.5   | 0.9   | 1.0   | 1.0   |
| Consumi pubblici              | 3.8   | 2.6   | 1.9  | -0.5  | 2.3   | 0.3   | 0.5   | 0.5   | 0.9   | 0.5   | 0.5   |
| Esportazioni                  | 10.9  | 5.5   | 3.3  | 1.3   | 2.8   | 1.7   | 2.9   | 0.8   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| Importazioni                  | 8.6   | 7.3   | 3.5  | 1.2   | 3.1   | 1.4   | 4.6   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | 0.4   | 0.1   | 0.3  | 1.1   | -0.5  | -0.1  | 0.4   | -0.1  | 0.0   | 0.1   | 0.0   |
| Partite correnti (% PIL)      | 2.4   | 1.4   | 1.6  |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Deficit pubblico (% PIL)      | -5.7  | -4.7  | -3.2 |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Debito pubblico (% PIL)       | 97.3  | 96.7  | 95.6 |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Prezzi al consumo (a/a)       | 2.6   | 6.4   | 2.5  | 1.1   | 1.8   | 2.8   | 4.6   | 5.9   | 7.2   | 6.7   | 5.6   |
| Produzione industriale (a/a)  | 7.9   | 0.2   | 2.6  | 4.7   | 23.2  | 6.0   | 0.2   | -0.4  | -1.0  | 0.4   | 1.9   |
| Disoccupazione (%)            | 7.7   | 6.8   | 6.5  | 8.2   | 8.0   | 7.5   | 7.1   | 6.8   | 6.9   | 6.9   | 6.8   |
| Euribor 3 mesi                | -0.55 | -0.49 | 0.13 | -0.54 | -0.54 | -0.55 | -0.57 | -0.54 | -0.54 | -0.51 | -0.39 |

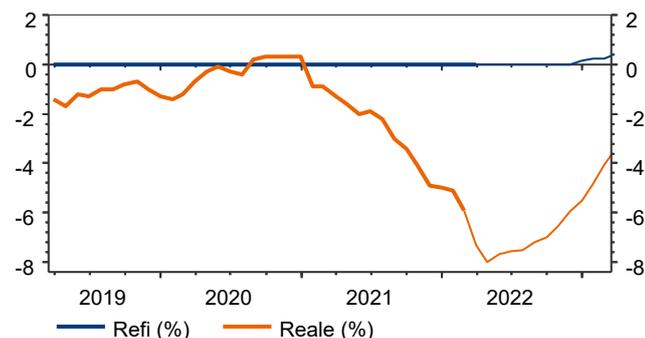
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

|            | giu   | set   | dic   | 17/3         | mar   | giu   | set   | dic   |
|------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| Refi       | 0.00  | 0.00  | 0.00  | <b>0.00</b>  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.25  |
| Euribor 1m | -0.57 | -0.56 | -0.58 | <b>-0.55</b> | -0.55 | -0.55 | -0.52 | -0.33 |
| Euribor 3m | -0.54 | -0.55 | -0.57 | <b>-0.49</b> | -0.53 | -0.54 | -0.49 | -0.26 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

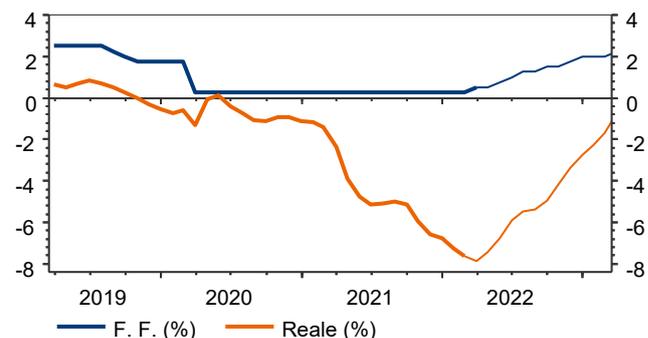


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

|           | giu  | set  | dic  | 17/3        | mar  | giu  | set  | dic  |
|-----------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Fed Funds | 0.25 | 0.25 | 0.25 | <b>0.50</b> | 0.50 | 1.00 | 1.50 | 2.00 |
| OIS 3m    | 0.09 | 0.08 | 0.12 | <b>0.53</b> | 0.31 | 0.88 | 1.37 | 1.94 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

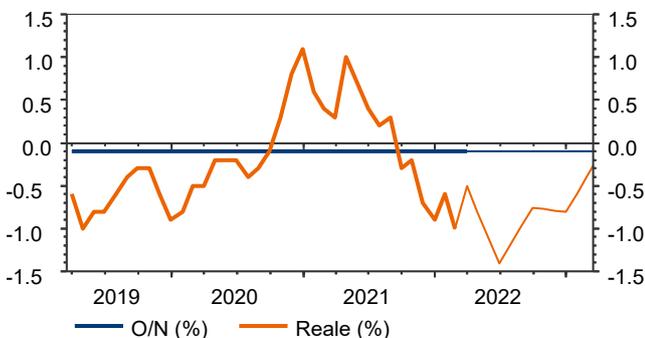


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

|              | giu   | set   | dic   | 17/3         | mar   | giu   | set   | dic   |
|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| O/N target   | -0.10 | -0.10 | -0.10 | <b>-0.10</b> | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |
| Libor JPY 3m | -0.08 | -0.08 | -0.08 | <b>-0.01</b> | -0.04 | -0.07 | -0.06 | -0.06 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

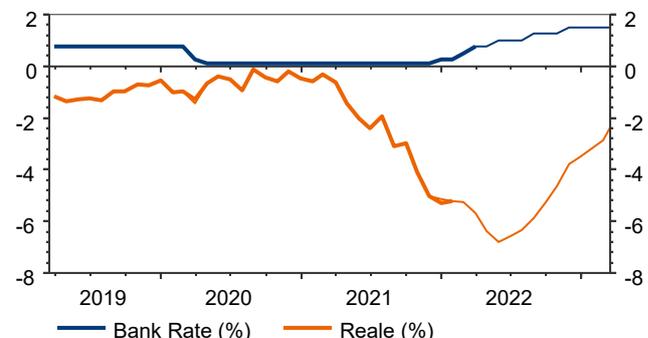


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

|              | giu  | set  | dic  | 17/3        | mar  | giu  | set  | dic  |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Bank rate    | 0.10 | 0.10 | 0.25 | <b>0.75</b> | 0.75 | 1.00 | 1.25 | 1.50 |
| Libor GBP 3m | 0.08 | 0.08 | 0.26 | <b>1.04</b> | 1.05 | 1.20 | 1.45 | 1.50 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

|         | -24m | -12m | -6m  | -3m  | -1m  | 18/3          | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.09 | 1.19 | 1.18 | 1.13 | 1.14 | <b>1.1061</b> | 1.06 | 1.09 | 1.12 | 1.15 | 1.20 |
| USD/JPY | 108  | 109  | 110  | 114  | 115  | <b>118.94</b> | 118  | 119  | 119  | 120  | 120  |
| GBP/USD | 1.18 | 1.39 | 1.37 | 1.33 | 1.36 | <b>1.3129</b> | 1.30 | 1.35 | 1.36 | 1.40 | 1.44 |
| EUR/CHF | 1.05 | 1.11 | 1.09 | 1.04 | 1.05 | <b>1.0340</b> | 0.99 | 1.03 | 1.06 | 1.10 | 1.12 |
| EUR/JPY | 118  | 130  | 130  | 128  | 131  | <b>131.60</b> | 125  | 130  | 133  | 138  | 144  |
| EUR/GBP | 0.92 | 0.86 | 0.85 | 0.85 | 0.83 | <b>0.8423</b> | 0.82 | 0.81 | 0.82 | 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.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 |
|---------------|-------|---------------------------------|