

Weekly Economic Monitor

Il punto

Come spieghiamo nello [Scenario Macroeconomico](#) da poco pubblicato, la guerra russo-ucraina avrà un impatto significativo sull'economia europea, riducendo la crescita reale e innalzando nettamente il profilo dell'inflazione, con ricadute meno importanti sulle altre economie avanzate. Lo scenario è però ancora molto incerto, sia per la difficoltà di prevedere gli sviluppi della crisi e le sue ripercussioni sul mercato dell'energia, sia perché la risposta di politica economica è ancora in via di definizione. La rimozione dello stimolo monetario proseguirà nel 2022, e più rapidamente di quanto previsto tre mesi fa.

I market mover della settimana

In **area euro** il focus sarà sulle rilevazioni sui prezzi al consumo di marzo che dovrebbero risentire dello shock sui prezzi delle materie prime, soprattutto energetiche. L'inflazione è attesa in ulteriore aumento in tutti i principali Paesi e nel complesso dell'Eurozona, ma il dato di marzo potrebbe ancora non rappresentare il picco. Le indagini della Commissione Europea, il morale delle famiglie francesi e le stime finali dei PMI manifatturieri dovrebbero confermare le indicazioni di rallentamento del ciclo a marzo sull'onda delle tensioni internazionali. In calendario anche i dati sul mercato del lavoro di febbraio in area euro e Italia e di marzo in Germania, da cui potrebbero venire indicazioni miste.

La prossima settimana negli **Stati Uniti** verranno pubblicati i principali dati di attività di marzo, oltre alle ultime informazioni rilevanti di febbraio. Per marzo, il focus sarà sull'employment report che dovrebbe confermare il trend di crescita solida dell'occupazione e registrare un ulteriore calo del tasso di disoccupazione a 3,7%. L'ISM manifatturiero dovrebbe essere in rialzo, con attività e prezzi in accelerazione.

25 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

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Il punto

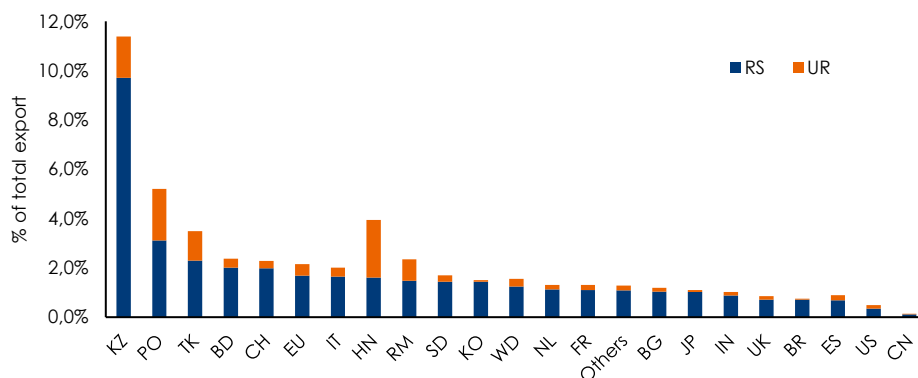
Come spieghiamo nello [Scenario Macroeconomico](#) da poco pubblicato, la guerra russo-ucraina avrà un impatto significativo sull'economia europea, riducendo la crescita reale e innalzando nettamente il profilo dell'inflazione, con ricadute meno importanti sulle altre economie avanzate. Lo scenario è però ancora molto incerto, sia per la difficoltà di prevedere gli sviluppi della crisi e le sue ripercussioni sul mercato dell'energia, sia perché la risposta di politica economica è ancora in via di definizione. La rimozione dello stimolo monetario proseguirà nel 2022, e più rapidamente di quanto previsto tre mesi fa.

L'invasione russa dell'Ucraina ha impartito una nuova scossa a uno scenario macroeconomico già perturbato dai problemi di alcune filiere produttive globali, dalla pandemia e da un incremento globale dell'inflazione più intenso e persistente delle attese.

Oltre all'**impatto locale** (perdita di vite umane, che si prospetta ingente, movimenti di popolazione, distruzione di infrastrutture e capitale produttivo in Ucraina, crisi economica in Russia), la guerra russo-ucraina avrà conseguenze molto rilevanti in Europa e in parte dell'Asia Centrale. L'impatto sull'Europa è veicolato soprattutto dal canale commerciale e dal canale energetico. Potrebbero osservarsi anche conseguenze su alcune catene di approvvigionamento, per ora difficili da valutare, se le esportazioni di alcune materie prime non energetiche e beni intermedi saranno interrotte. Si sono osservati anche effetti finanziari connessi alla variazione della propensione al rischio (indebolimento dell'euro, flessione degli indici azionari e aumento dei premi per il rischio), ma il loro effetto netto appare di scarso rilievo. Data la modesta dimensione delle economie di Russia e Ucraina (assorbono meno del 2% dell'export globale), il canale commerciale riveste importanza prevalentemente locale, ed è legato più alla previsione di una violenta crisi economica in Russia, alla diminuita convertibilità del rublo e alla "fuga" delle imprese occidentali da quel mercato che agli effetti diretti delle sanzioni e delle misure di rappresaglia. Invece, l'impatto della crisi sui prezzi energetici ha riflessi globali – sebbene anche questo sia decisamente più intenso in Europa, a motivo della forte dipendenza dall'import di gas naturale, di petrolio e di derivati del petrolio dalla Russia. Nello scenario centrale che descriviamo in questo rapporto, il prezzo medio del petrolio Brent nel 2022 è del 59% più alto rispetto alle proiezioni di dicembre 2021; per il gas naturale, il divario è del 144%, e resta del 75% anche nel 2023. L'assunto è che l'accordo di pace fra Russia e Ucraina, quando arriverà, non arresterà il disimpegno europeo dalle forniture russe di petrolio e gas; i prezzi dovrebbero restare elevati come riflesso delle tensioni causate dalla riprogrammazione dei flussi energetici. La sola revisione dei prezzi di petrolio e gas naturale riduce la crescita globale di 0,3% nel 2022, e di 0,1% nel 2023, oltre ad aumentare l'inflazione di circa il 2% nel 2022.

La guerra russo-ucraina eserciterà effetti più potenti in Europa che nel resto del mondo. Il canale energetico è quello più rilevante

Rilevanza di Russia e Ucraina come mercato di sbocco dell'export

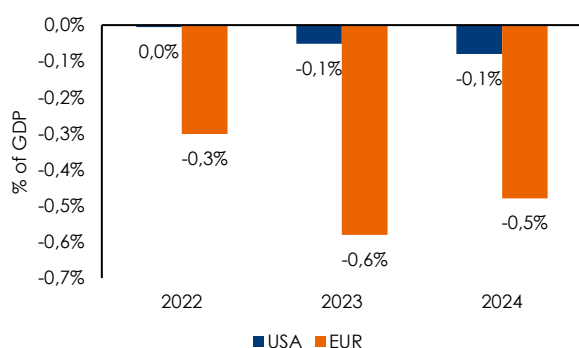


Nota: l'anno di riferimento è il 2019, per escludere le distorsioni legate alla pandemia.
Fonte: elaborazioni su dati DOTS, FMI

La crisi russo-ucraina sta portando a una articolata reazione di politica economica dove lo shock è più intenso, cioè in Europa. Gli interventi in corso di definizione riguardano le politiche energetiche, le misure di sostegno a famiglie e imprese colpite dagli eccezionali rincari dell'energia, e la spesa militare. I paesi UE spendevano in media l'1,6% del PIL per la difesa, ma tale percentuale dovrebbe salire al 2% nei prossimi anni per finanziare il rafforzamento del dispositivo comune di difesa contro la minaccia russa. Sul fronte energetico, serviranno risorse per ridurre la dipendenza dalla Russia, accelerare la transizione alle rinnovabili e aumentare l'efficienza energetica. Ma i governi devono anche preoccuparsi di compensare l'impatto dei rincari sulle famiglie più povere e di contenere il rischio di fallimento delle imprese più esposte all'aumento dei costi energetici, con misure in parte sostitutive di stabilizzatori automatici che altrimenti si attiverebbero ex post. Ci si attende che ciò rallenti il calo del deficit del settore pubblico previsto fra il 2022 e il 2024. Le implicazioni dovrebbero invece essere quasi irrilevanti fuori dal contesto europeo.

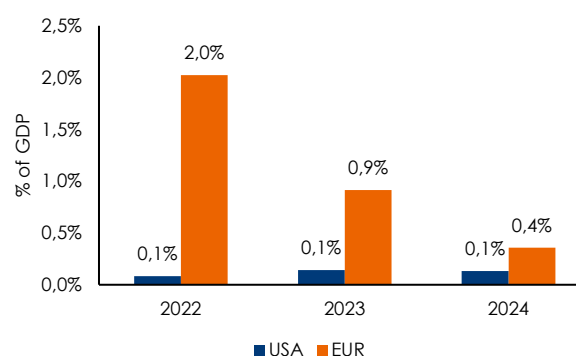
La reazione di politica economica è ancora in via di definizione, ma coinvolge energia, difesa e politiche di bilancio

L'impatto stimato della Guerra attraverso l'export...



Nota: deviazione rispetto allo scenario con prezzi di petrolio e gas come nella previsione di dicembre 2021, e senza crisi russa. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

...e attraverso le importazioni nette di combustibili



Nota: deviazione rispetto allo scenario con prezzi di petrolio e gas come nella previsione di dicembre 2021, e senza crisi russa. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Come reagirà la politica monetaria? **Si preannuncia un ritiro piuttosto rapido dello stimolo monetario legato alla crisi pandemica, in attesa di capire se ciò, e la distruzione di domanda causata dall'erosione di potere d'acquisto, basteranno a riportare l'inflazione verso l'obiettivo.**

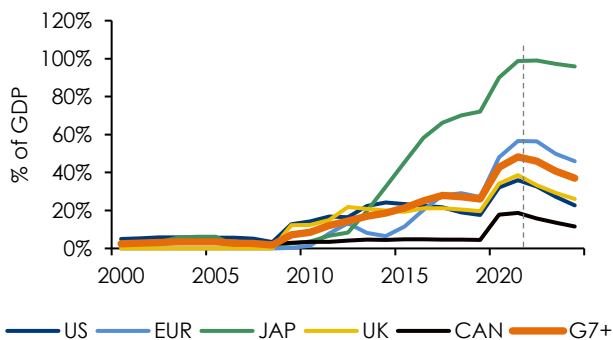
La crisi non ha perturbato il cammino della Federal Reserve, che nei prossimi mesi alzerà a ritmo serrato i tassi ufficiali e avvierà la riduzione del portafoglio di titoli. D'altronde, stimiamo che la crisi incida sulla crescita del PIL statunitense per soltanto due decimi nel 2022: troppo poco per ipotizzare che da sola possa contribuire a frenare l'inflazione nel medio termine. Sarà quindi la politica monetaria a dover frenare la domanda interna per ricondurre l'inflazione verso l'obiettivo. La BCE si trova a gestire una situazione più difficile, in quanto l'impatto sulla crescita è stimato fra 0,8 e 1,5 punti percentuali nel 2022 rispettivamente nello scenario principale e in quello più negativo (dove i prezzi dell'energia restano elevati più a lungo e il calo della propensione al risparmio è più ridotto). Tuttavia, anche la BCE ha sostanzialmente confermato l'intenzione di voler chiudere nel giro di pochi mesi gli acquisti netti di titoli, prospettando altresì un rialzo dei tassi ufficiali entro fine 2022. In effetti, anche in Europa non ha più senso che la politica monetaria sia in modalità ultra-espansiva, ora che le aspettative di inflazione si sono normalizzate. D'altro canto, la restrizione dovrà essere cauta, in attesa di verificare quanto dell'impatto sulle ragioni di scambio dell'Eurozona sarà compensato dal calo della propensione al risparmio delle famiglie e dall'allentamento delle politiche di bilancio.

Le Banche centrali continueranno con la rimozione dello stimolo. Anche la BCE, sebbene con maggiore cautela

In base alle nostre attuali previsioni, **i tassi reali resterebbero ben sotto il range di "neutralità" ancora per tutto il 2023**, anche utilizzando l'inflazione obiettivo invece di quella effettiva, e **globalmente soltanto una parte della liquidità creata durante la pandemia sarà ritirata**, anche misurandola relativamente al PIL. Peraltro, quale sia il livello dei tassi necessario a stabilizzare

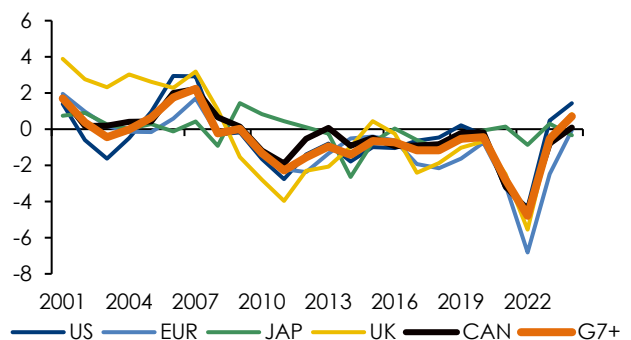
l'inflazione nel medio termine dovrà essere scoperto per tentativi ed errori, data la mobilità del contesto: i fattori demografici e la crescente diseguaglianza nella distribuzione dei redditi dovrebbero continuare a deprimere il livello del tasso "neutrale" di interesse, ma la ripresa degli investimenti pubblici e il fabbisogno di capitale legato alla transizione energetica potrebbero invece spingerlo nella direzione opposta.

Le Banche centrali iniziano a ritirare lo stimolo quantitativo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Volume dei programmi di acquisto, integrato con il volume delle TLTRO nel caso dell'Eurozona. La serie G7+ è una media ponderata per il PIL a prezzi costanti

I tassi ufficiali reali dovrebbero risalire ai livelli pre-crisi nel 2023, ma l'aggiustamento sarà più lento nell'Eurozona



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. La serie G7+ è una media ponderata per il PIL a prezzi costanti

Sotto le ipotesi descritte, ci attendiamo una **crescita globale del 3,7% nel 2022**, e di poco inferiore nel 2023. Circa metà della revisione al ribasso rispetto a dicembre è spiegata dallo scenario più sfavorevole per i prezzi energetici, e per metà da fattori locali. Quasi metà della crescita globale verrà dall'Estremo Oriente, come prima della pandemia. Il rallentamento del commercio mondiale dopo il rimbalzo del 2021 sarà ampio: prevediamo un incremento dei volumi di poco più del 3%. Non è uno scenario di stagflazione: nell'Eurozona, la crescita resta superiore al potenziale grazie alla coda del rimbalzo post-pandemico, e la disoccupazione continua a scendere.

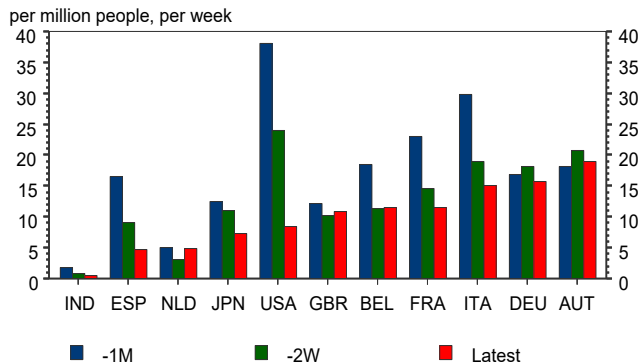
I rischi della previsione sono molto ampi:

- innanzitutto, **lo scenario energetico è altamente incerto**: i prezzi potrebbero calare velocemente se gli stoccaggi di gas aumentassero nei trimestri centrali del 2022, ma potrebbero invece salire di nuovo in caso di riduzione dell'offerta. Anche le quotazioni petrolifere oggi scontano l'incertezza riguardo alla possibilità che il petrolio russo sia tolto dal mercato e ai tempi della sua sostituzione sul mercato europeo.
- **La riduzione compensativa della propensione al risparmio delle famiglie a fronte dello shock energetico potrebbe essere inferiore alla norma, soprattutto in Europa**. In uno scenario più pessimistico, caratterizzato da minor calo della propensione al risparmio e maggiore persistenza dei rincari energetici, la crescita mondiale cala di altri 2 decimi, al 3,5%.
- Al contrario, però, **le contromisure fiscali** (che sono ancora in fase di definizione) **potrebbero essere più aggressive di quanto ipotizzato** nella definizione di questo scenario di previsione. In questo caso, il rischio della previsione sarebbe soprattutto verso l'alto.
- Le **strozzature delle filiere di approvvigionamento** potrebbero essere aggravate da chiusure dei porti cinesi per l'emergere di nuovi focolai di Covid-19, oppure dalle ripercussioni indirette della crisi politica fra Russia e Occidente.
- Infine, c'è la **possibilità che la ripresa post-pandemica dei servizi sia meno brillante del previsto** (se, per esempio, la domanda di servizi turistici fosse penalizzata dalle tensioni internazionali o dall'erosione del potere d'acquisto delle famiglie).

Metà della riduzione delle stime di crescita 2022 è giustificata dalla guerra russo-ucraina

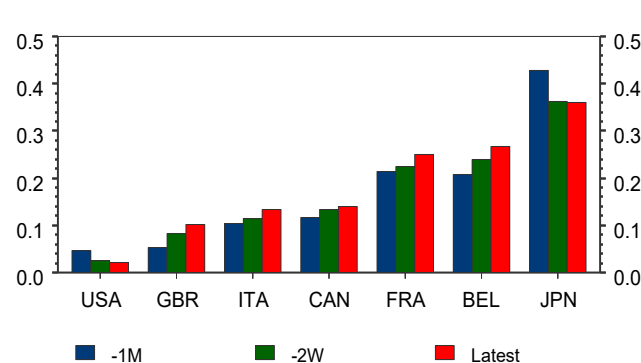
Monitor dell'impatto Covid

Mortalità da Covid-19



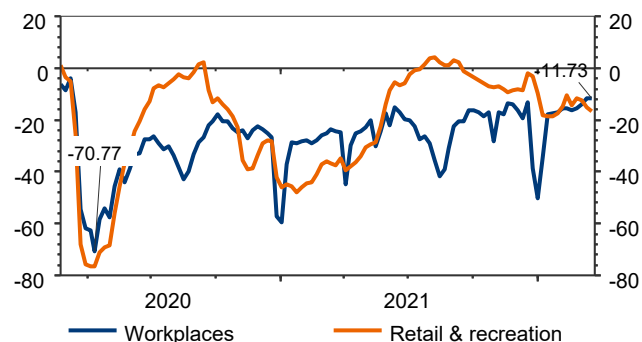
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



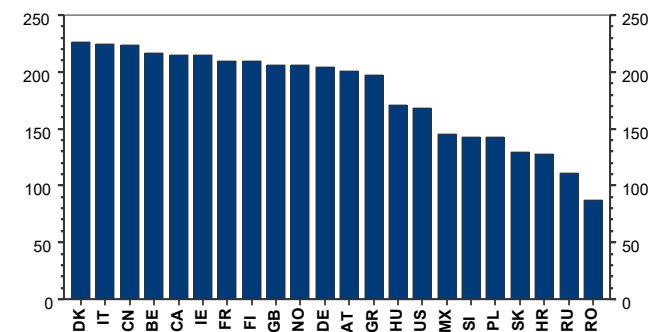
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

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

In **area euro** il focus sarà sulle rilevazioni sui prezzi al consumo di marzo che dovrebbero risentire dello shock sui prezzi delle materie prime, soprattutto energetiche. L'inflazione è attesa in ulteriore aumento in tutti i principali Paesi e nel complesso dell'Eurozona, ma il dato di marzo potrebbe ancora non rappresentare il picco. Le indagini della Commissione Europea, il morale delle famiglie francesi e le stime finali dei PMI manifatturieri dovrebbero confermare le indicazioni di rallentamento del ciclo a marzo sull'onda delle tensioni internazionali. In calendario anche i dati sul mercato del lavoro di febbraio in area euro e Italia e di marzo in Germania, da cui potrebbero venire indicazioni miste.

La prossima settimana negli **Stati Uniti** verranno pubblicati i principali dati di attività di marzo, oltre alle ultime informazioni rilevanti di febbraio. Per marzo, il focus sarà sull'employment report che dovrebbe confermare il trend di crescita solida dell'occupazione e registrare un ulteriore calo del tasso di disoccupazione a 3,7%. L'ISM manifatturiero dovrebbe essere in rialzo, con attività e prezzi in accelerazione.

Martedì 29 marzo

Area euro

■ **Francia.** Dopo aver riportato una flessione di un punto a febbraio, la **fiducia dei consumatori** è attesa mostrare un calo più marcato a marzo, di 4 punti, a 94. L'erosione del potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe riflettersi sulle opinioni relative a inflazione percepita, capacità di risparmio e situazione finanziaria futura.

Stati Uniti

■ La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a marzo è attesa in calo a 107,5 da 110,5 di febbraio, con una probabile correzione della situazione corrente, dopo mesi di stabilità, e un'ulteriore flessione delle aspettative. La fiducia del Conference Board, per cui il mercato del lavoro è il fattore dominante, è rimasta su livelli relativamente elevati, rispetto alle altre misure di fiducia dei consumatori, su un trend in calo dall'estate 2021, in accelerazione da fine anno sulla scia del costante aumento dell'inflazione. Recentemente, le correzioni maggiori hanno interessato le aspettative.

Mercoledì 30 marzo

Area euro

■ **Area euro.** Le **indagini della Commissione Europea** di marzo dovrebbero riflettere l'impatto del conflitto sull'economia, confermando quanto già emerso dagli indici nazionali e dai PMI flash. L'**ESI** dovrebbe quindi calare a 111 da un precedente 114. La flessione dovrebbe riguardare soprattutto l'industria (prevediamo a 9 da 14 di febbraio), ma anche i servizi potrebbero correggere (stimiamo a 11,5 da 13) pur mostrando una maggior tenuta grazie al minor rischio sanitario. La stima finale dell'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe confermare il brusco calo a -18,7 da un precedente -8,8.

■ **Germania.** A marzo la crescita dei prezzi al consumo dovrebbe essere accelerata all'1,1% m/m da un precedente 0,9% m/m sia sull'indice nazionale che armonizzato. L'**inflazione** armonizzata dovrebbe quindi salire al 6,1% a/a da 5,5% di febbraio, quella nazionale a 5,8% da 5,1%. Un picco potrebbe essere raggiunto nei mesi centrali dell'anno, quando la crescita dell'IPCA potrebbe toccare il 7%; i rischi sono verso l'alto.

Stati Uniti

■ La stima **ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** a marzo è prevista dal consenso a 400 mila, dopo 474 mila di febbraio.

■ La stima finale del **PIL del 4° trimestre** 2021 dovrebbe registrare una variazione di 7,1% t/t ann., marginalmente al di sopra della seconda stima di 7% t/t ann. La crescita nel 1° trimestre di quest'anno è attesa in rallentamento a 1,6% t/t ann., in gran parte per un minor contributo delle scorte, ma anche per l'indebolimento dei consumi all'inizio dell'anno.

Giovedì 31 marzo**Area euro**

- **Area euro.** A febbraio il **tasso di disoccupazione** potrebbe calare ancora, stimiando di un decimo, al 6,7%, che rappresenterebbe un nuovo minimo da almeno il 1995. La domanda di lavoro da parte delle imprese è ancora solida ma le difficoltà di reperire manodopera limitano gli spazi di calo del tasso dei senza lavoro. Nei prossimi mesi però la frenata del ciclo per via della crisi ucraina potrebbe riflettersi anche in un minor vigore della dinamica occupazionale. Vediamo un tasso di disoccupazione circa stabile nel corso del 2022.
- **Germania.** Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere rimasto stabile al 5% a marzo. Le indagini congiunturali e i dati sulle posizioni vacanti, che nel 4° trimestre hanno raggiunto un massimo storico, sono coerenti con una domanda di lavoro ancora robusta; è comunque possibile che il rallentamento ciclico possa portare ad una decelerazione delle assunzioni nei prossimi mesi.
- **Italia.** Il **tasso di disoccupazione** potrebbe essere risalito di un decimo a febbraio, all'8,9%. Negli ultimi due mesi gli occupati sono risultati stagnanti, e i progressi del tasso dei senza-lavoro sono dovuti a un aumento degli inattivi. Già da febbraio i rincari degli input produttivi potrebbero indurre una minore domanda di lavoro da parte delle imprese, anche se gli effetti sulla disoccupazione dovrebbero risultare moderati.
- **Italia.** L'**inflazione** è vista in ulteriore salita a marzo, da 5,7% a 6,7% a/a sull'indice nazionale e da 6,2% a 7% sull'armonizzato UE. Ancora una volta, l'incremento sarà trainato dai prodotti energetici, e in particolare dai carburanti. Tuttavia, anche il CPI core potrebbe salire, da 1,7% a 2,3%. Il picco per l'inflazione annua, su ritmi superiori di almeno mezzo punto a quelli di marzo, si potrebbe vedere ad aprile.

Stati Uniti

- La **spesa personale** a febbraio è attesa in rialzo di 0,7% m/m, spinta dai prezzi e dalla ripresa dei servizi. Il dato di gennaio dovrebbe essere rivisto verso l'alto, alla luce delle informazioni delle vendite al dettaglio. I consumi di beni in termini reali dovrebbero essere in calo, come indicato dalle vendite, ma i servizi dovrebbero essere in ripresa sulla scia del miglioramento dei contagi. Le indicazioni dai settori della ristorazione, dell'ospitalità e del turismo sono di ripresa. Il **reddito personale** dovrebbe registrare una variazione di 0,5% m/m, dopo la debolezza di gennaio causata dalla riduzione del credito d'imposta per i figli. Il **deflatore** è atteso in rialzo di 0,6% m/m (6,4% a/a), con una variazione dell'indice core di 0,4% m/m (5,5% a/a). Ancora una volta il picco atteso dell'inflazione è spostato verso l'alto: il deflatore a marzo dovrebbe essere in rialzo di 0,8% m/m (6,6% a/a) e di 0,5% m/m (5,6% a/a) per l'aggregato core. Per il CPI di marzo, la previsione è 1,1% m/m (8,4% a/a) per l'indice headline e 0,5% m/m (5,6% a/a) per quello core, con rischi verso l'alto, rendendo sempre più difficile il compito della Fed e aumentando la probabilità di un rialzo di 50pb alla riunione del FOMC di maggio.

Venerdì 1° aprile**Area euro**

- **Area euro.** I prezzi al consumo dovrebbero essere cresciuti di 1,9% m/m a marzo, spinti dal forte rincaro dei listini energetici ed alimentari. Le pressioni al rialzo sui prezzi si stanno comunque facendo sempre più diffuse e non riguardano solo alimentari ed energia, al netto dei quali prevediamo un aumento dei prezzi di 1,1% m/m. L'**inflazione headline** dovrebbe quindi salire al 6,9% a/a da un precedente 5,9% mentre la dinamica core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è vista accelerare al 3,2% da 2,9% di febbraio. Entrambe le letture rappresenterebbero un nuovo massimo storico dall'inizio delle rilevazioni nel 1997. Riteniamo che l'inflazione possa salire ancora per toccare un picco in aprile intorno al 7,5% e chiudere il 2022 al 6,4% in media annua. I rischi per i prossimi mesi restano comunque rivolti

verso l'alto, non solo per quanto riguarda le volatili dinamiche dell'energia ma anche per ciò che concerne il trasferimento a valle degli elevati costi produttivi.

- **Area euro.** Le stime finali degli indici **PMI manifatturieri** di marzo potrebbero confermare le letture preliminari, anche se una revisione al ribasso non è da escludersi vista l'evoluzione del contesto internazionale dal termine delle rilevazioni flash. In **Italia** la prima stima del PMI manifatturiero dovrebbe registrare un calo a 56,5 da 58,3 precedente. Tra le principali economie dell'Eurozona infatti l'industria italiana è tra le più penalizzate dal rincaro dei prezzi energetici.

Stati Uniti

- L'employment report di marzo dovrebbe essere ancora una volta positivo. Gli **occupati non agricoli** sono previsti in rialzo di 490 mila, dopo 678 mila di febbraio, con incrementi diffusi a tutti i settori, ma in rialzo particolarmente marcato nei servizi aggregativi. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe calare a 3,7% da 3,8% di febbraio, ipotizzando un ulteriore aumento dalla partecipazione a 62,4% da 62,3% di febbraio. In caso di stabilità della forza lavoro, o di aumento di occupati vicino alla media degli ultimi 3 mesi (582 mila), il tasso di disoccupazione potrebbe flettere a 3,6%, a ridosso del livello di febbraio 2020 (3,5%). I **salari orari** dovrebbero riaccelerare dopo la stabilità di febbraio e segnare una variazione in linea con la media recente, di 0,4% m/m. I dati dovrebbero confermare che il mercato del lavoro è in una fase di ampio eccesso di domanda.
- La **spesa in costruzioni** di febbraio è prevista in rialzo di 1% m/m, spinta ancora dal settore residenziale, ma sostenuta anche dal comparto non residenziale. I nuovi cantieri residenziali hanno segnato un ampio aumento a febbraio e l'attività dovrebbe restare in espansione, spinta dall'eccesso di domanda e dai timori di futuri ulteriori rialzi dei tassi sui mutui.
- L'**ISM manifatturiero** a marzo dovrebbe segnare un modesto rialzo a 58,7 da 58,6 di febbraio. Le indagini di settore sono state miste, ma hanno generalmente indicato attività in espansione. L'indagine dovrebbe riportare un nuovo rialzo dell'indice dei prezzi pagati e segnalare che i vincoli dal lato dell'offerta restano un ostacolo significativo alla dinamica della produzione.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (28 marzo – 1° aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	28/3	14:30	USA		Bilancia commerciale dei beni prelim.	feb	-107.6	Mld \$	
Mar	29/3	01:30	GIA		Tasso di disoccupazione	feb	2.8	%	2.8
		01:30	GIA		Job to applicant ratio	feb	1.2		1.2
		08:00	GER		Fiducia consumatori	apr	-8.1		-12.0
		08:45	FRA		Fiducia consumatori	mar	98		94
		10:30	GB		Credito al consumo	feb	0.608	Mld £	
		15:00	USA		C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	gen	18.6	%	
		15:00	USA		Indice dei prezzi delle case m/m	gen	1.2	%	
		16:00	USA	*	Fiducia consumatori (CB)	mar	110.5		108.0
Mer	30/3	01:50	GIA		Vendite al dettaglio a/a	feb	1,1	(-1,6) %	-0.3
		08:00	GER		Prezzi import a/a	feb	26.9	%	
		09:00	SPA		IPCA a/a prelim	mar	7.6	%	7.8
		10:00	ITA		PPI a/a	feb	32.9	%	
		10:00	ITA		PPI m/m	feb	9.7	%	
		10:00	ITA		Fatturato industriale m/m	gen	-2.1	%	
		10:00	ITA		Fatturato industriale a/a	gen	14.3	%	
		11:00	EUR	**	Indice di fiducia economica	mar	114.0		109.7
		11:00	EUR		Fiducia servizi	mar	13.0		
		11:00	EUR		Fiducia consumatori finale	mar	prel -18.7		-18.7
		11:00	EUR		Fiducia industria	mar	14.0		9.0
		14:00	GER	*	IPCA a/a prelim	mar	5.5	%	6.1
		14:00	GER	**	IPCA m/m prelim	mar	0.9	%	1.1
		14:00	GER	*	CPI (Lander) a/a prelim	mar	5.1	%	5.8
		14:00	GER	**	CPI (Lander) m/m prelim	mar	0.9	%	1.4
		14:15	USA		Nuovi occupati: stima ADP	mar	475	x1000	400
		14:30	USA		Deflatore consumi core t/t finale	T4	prel 5.0	%	
		14:30	USA		PIL t/t ann. finale	T4	prel 7.0	%	7.1
		14:30	USA		PIL, deflatore t/t ann. finale	T4	prel 7.2	%	
Gio	31/3	01:50	GIA		Produzione industriale m/m prelim.	feb	-0.8	%	0.5
		03:30	CN	*	PMI manifatturiero - NBS	mar	50.2		
		03:30	CN		PMI composito - Caixin	mar	51.2		
		03:30	CN		PMI non manifatturiero - NBS	mar	51.6		
		08:00	GB		PIL t/t finale	T4	prel 1.0	%	1.0
		08:45	FRA	**	Spese per consumi m/m	feb	-1.5	%	
		08:45	FRA	*	IPCA a/a prelim	mar	4.2	%	4.6
		09:00	GER	*	Vendite al dettaglio m/m	feb	2.0	%	0.9
		09:00	GER		Vendite al dettaglio a/a	feb	10.3	%	
		09:55	GER	*	Variazione n° disoccupati	mar	-33	x1000	-22
		09:55	GER		Tasso di disoccupazione	mar	5.0	%	5.0
		10:00	ITA	*	Tasso di disoccupazione mensile	feb	8.8	%	8.7
		11:00	ITA	*	Prezzi al consumo a/a prelim.	mar	5.7	%	6.7
		11:00	ITA	**	Prezzi al consumo m/m prelim.	mar	0.9	%	1.2
		11:00	ITA	*	IPCA a/a prelim	mar	6.2	%	7.0
		11:00	ITA	**	IPCA m/m prelim	mar	0.8	%	2.6
		11:00	EUR	*	Tasso di disoccupazione	feb	6.8	%	6.7
		13:30	USA	*	Richieste di sussidio	settim	187	x1000	
		13:30	USA	*	Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.350	Mln	
		14:30	USA	*	Deflatore consumi (core) m/m	feb	0.5	%	
		14:30	USA	*	Spesa per consumi (nominale) m/m	feb	2.1	%	0.6
		14:30	USA	*	Deflatore consumi (core) a/a	feb	5.2	%	5.5
		14:30	USA	*	Deflatore consumi a/a	feb	6.1	%	6.4
		14:30	USA		Redditi delle famiglie m/m	feb	0.0	%	0.5
		15:45	USA	*	PMI (Chicago)	mar	56.3		

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 dei dati macroeconomici (28 marzo – 1° aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Ven	1/4	GIA	Tankan, grandi imprese non manifat.	**	T1	9	5		
			Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T1	18	12		
		GIA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 53.2			
		CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	mar	50.4			
		ITA	PMI manifatturiero	*	mar	58.3	56.9	56.5	
		FRA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 54.8		54.8	
		GER	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 57.6	57.6	57.6	
		EUR	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 57.0	57.0	57.0	
		GB	PMI manifatturiero finale	*	mar	55.5			
		EUR	CPI a/a stima flash	**	mar	5.9	%	6.3	6.9
		EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	mar	2.9	%	3.3	3.2
		ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		feb	-4.2	Mld €		
		USA	Salari orari m/m		mar	0.0	%	0.4	0.4
		USA	Tasso di disoccupazione	**	mar	3.8	%	3.7	3.7
		USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	mar	678	x1000	450	490
		USA	Markit PMI Manif. finale		mar	58.5			
		USA	Spesa in costruzioni		feb	1.3	%	1.0	1.0
		USA	Indice ISM manifatturiero	**	mar	58.6		58.5	58.7

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

Calendario degli eventi (28 marzo – 2 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	28/3	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		GB	* Discorso di Bailey (BoE)
Mar	29/3	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di marzo
		USA	Discorso di Harker (Fed)
Mer	30/3	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		EUR	Discorso di Kazimir (BCE)
		GB	Discorso di Broadbent (BoE)
		USA	Discorso di Barkin (Fed)
Gio	31/3	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		USA	Discorso di Williams (Fed)
		EUR	Riunione ministeriale OPEC e OPEC+ in videoconferenza
Ven	1/4	EUR	Discorsi di Schnabel e Knot (BCE)
Sab	2/4	USA	Discorso di Williams (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Vendite di nuove case (mln ann.)	feb	0.788	(0.801)	Mln	0.810	0.772
Saldo partite correnti	T4	-219.9	(-214.8)	Mld \$	-218.0	-217.9
Richieste di sussidio	settim	215	(214)	x1000	212	187
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.417	(1.419)	Mln	1.410	1.350
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	feb	1.6		%	-0.5	-2.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	feb	0.8	(0.7)	%	0.6	-0.6
Markit PMI Composito prelim.	mar	55.9				58.5
Markit PMI Manif. prelim.	mar	57.3			56.3	58.5
Markit PMI Servizi prelim.	mar	56.5			56.0	58.9
Fiducia famiglie (Michigan) finale	mar	59.7			59.7	

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

Il **PMI Markit manifatturiero** flash a marzo ha segnato un rialzo a 58,5, da 57,3 di febbraio, con indicazioni di accelerazione della crescita grazie ad aumenti per ordini, produzione e occupazione. I tempi di consegna si riducono modestamente, indicando che i problemi dal lato dell'offerta restano significativi, mentre gli indici di prezzo sono circa stabili su livelli elevati e coerenti con persistenti pressioni verso l'alto. L'indice dei servizi è in ripresa a 58,9 da 56,7, con segnali positivi da attività, occupazione e nuova attività, mentre i prezzi di input e output rimangono su livelli record. Il messaggio delle indagini, sia nel manifatturiero sia nei servizi, è di continua espansione a ritmi solidi, ma anche di ininterrotte pressioni verso l'alto sui prezzi.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 19 marzo sono calate a 187 mila, sui minimi da settembre 1969 e i sussidi esistenti al 12 marzo sono scesi a 1,350 mln, minimo da gennaio 1970, a conferma di un mercato del lavoro sotto pressione. Alla luce della svolta della politica monetaria mirata a rallentare la domanda, i sussidi diventeranno nei prossimi mesi un importante indicatore da seguire per valutare eventuali segnali di rallentamento e di possibile rischio di recessione nel 2023.

Gli **ordini di beni durevoli** di febbraio hanno deluso le aspettative, con un calo di -2,2% m/m spinto dalla correzione dell'aeronautica civile (-30% m/m) e del comparto auto (-0,5% m/m). Anche al netto dei trasporti gli ordini sono in contrazione (-0,6% m/m), dopo due mesi di rialzi solidi. Gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei sono in calo di -0,3% m/m, ma le consegne per questo aggregato sono in rialzo ancora solido e puntano a un incremento a due cifre nel 1° trimestre, con indicazioni positive per gli investimenti fissi delle imprese.

Le **vendite di case nuove** a febbraio hanno sorpreso verso il basso, segnando la seconda correzione consecutiva, con un calo di -2% m/m a 772 mila e un aumento delle scorte di case invendute a 6,3 mesi. L'indebolimento delle vendite potrebbe già riflettere il rialzo dei tassi sui mutui.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	mar	52.7			53.2

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

Il **PMI manifatturiero flash** a marzo è salito a 53,2 da 52,7 di febbraio, con un ritorno della produzione in territorio marginalmente espansivo, ma la dinamica degli ordini, se pure positiva, continua a rallentare e le imprese riportano costanti problemi dal lato dell'offerta. Nei **servizi**, l'indice di attività è risalito a 48,7 da 44,2, segnalando un ridimensionamento dei ritmi di contrazione in seguito al graduale rientro della curva dei contagi.

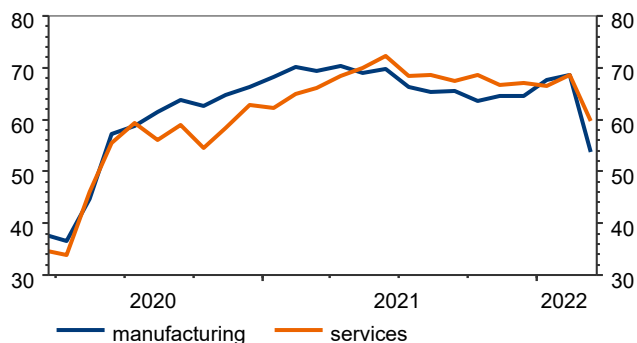
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	mar	2.3		
EUR	Fiducia consumatori flash	mar	-8.8	-12.9	-18.7
EUR	PMI servizi prelim	mar	55.5	54.2	54.8
EUR	PMI manifatturiero prelim	mar	58.2	56.0	57.0
EUR	PMI composito prelim	mar	55.5	53.9	54.5
EUR	M3 dest. a/a	feb	6.4	%	6.3
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	mar	112	110	106
FRA	PMI servizi prelim	mar	55.5	55.0	57.4
FRA	PMI manifatturiero prelim	mar	57.2	55.0	54.8
GER	PPI m/m	feb	2.2	%	1.7
GER	PPI a/a	feb	25.0	%	26.2
GER	PMI servizi prelim	mar	55.8	53.8	55.0
GER	PMI manifatturiero prelim	mar	58.4	55.8	57.6
GER	IFO	mar	98.5	(98.9)	94.2
GER	IFO (sit. corrente)	mar	98.6		96.5
GER	IFO (attese)	mar	98.4	(99.2)	92.0
ITA	Fiducia consumatori	mar	112.4	108.3	100.8
ITA	Indice di fiducia delle imprese	mar	112.9	(113.4)	111.7
SPA	PIL t/t finale	T4	2.0	%	2.0

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

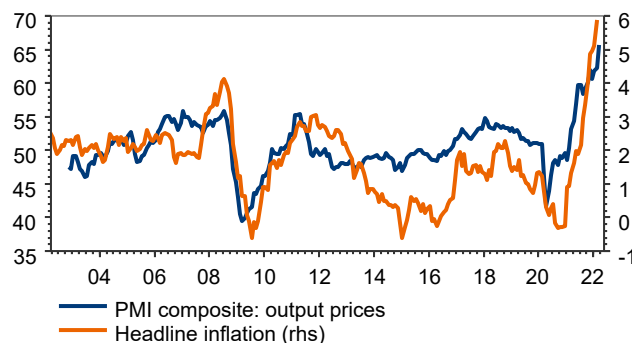
Area euro. Le indagini **PMI flash** di marzo indicano che dopo la temporanea ripartenza di febbraio il ciclo nell'Eurozona è tornato a rallentare, frenato dallo scoppio della guerra in Ucraina e dal conseguente shock sui prezzi delle materie prime e sul morale degli agenti economici. Nella **manifattura** (57 da 58,2, minimo da agosto 2021) le imprese riportano un deterioramento sia delle condizioni di domanda che di offerta. La crescita degli ordinativi rallenta infatti al ritmo più lento da fine 2020, e le commesse extra-europee sono calate per la prima volta da giugno 2020. Dal lato dell'offerta invece oltre al conflitto in Ucraina anche le misure anti-Covid varate in Cina dovrebbero aver pesato sulle filiere produttive internazionali. Si registra infatti un peggioramento delle strozzature all'offerta (che nei mesi precedenti avevano iniziato a mostrare qualche segnale di allentamento) con un allungamento dei tempi di consegna, una riaccelerazione dei prezzi degli input e timori circa le difficoltà nel reperire materie prime. I **servizi** (54,8 da 55,5) mostrano una correzione più contenuta, ma difficilmente saranno immuni dagli effetti del conflitto: il ridimensionamento del rischio sanitario sta sostenendo l'attività ma la frenata manifatturiera e il rincaro delle tariffe energetiche dovrebbe comunque pesare nei prossimi mesi. L'indice relativo alle aspettative registra infatti una marcata correzione, tornando ai livelli di novembre 2020 (in piena seconda ondata pandemica). Gli indici relativi ai **prezzi** di vendita toccano infine nuovi massimi storici, sia nell'industria che nei servizi, confermando la presenza di forti pressioni inflattive ormai diffuse a tutti i settori. L'indice **PMI composito** è quindi calato a 54,5 da 55,5, su livelli coerenti con una crescita del PIL in Eurozona intorno allo 0,5% t/t nel 1° trimestre 2022; tuttavia, già in occasione delle letture di febbraio sospettavamo che i PMI stessero sovrastimando il ritmo di crescita congiunturale (le indagini della Commissione Europea suggeriscono un quadro più cauto). Stimiamo una crescita poco più che stagnante nel 1° trimestre (0,1% t/t), e la riaccelerazione attesa per i trimestri centrali dell'anno dovrebbe risultare decisamente più fiacca del previsto. Di conseguenza, abbiamo recentemente rivisto al ribasso le nostre stime sul PIL area euro, al 3% nel 2022 e al 2,4% nel 2023. In **Germania** il PMI composito ha corretto di un punto a 54,6, con cali diffusi a manifattura (57,6 da 58,4) e servizi (55 da 55,8). In **Francia** l'indice composito è salito a 56,2 da un precedente 55,5, sui massimi da luglio 2021. L'inatteso miglioramento francese beneficia dei progressi registrati nei servizi (57,4 da 55,5) a fronte di una flessione nel manifatturiero (54,8 da 57,2). Le stime flash sono coerenti con una correzione dei PMI anche in Italia e Spagna.

L'elevata incertezza si riflette sulle aspettative



Fonte: Intesa Sanpaolo, IHS Markit

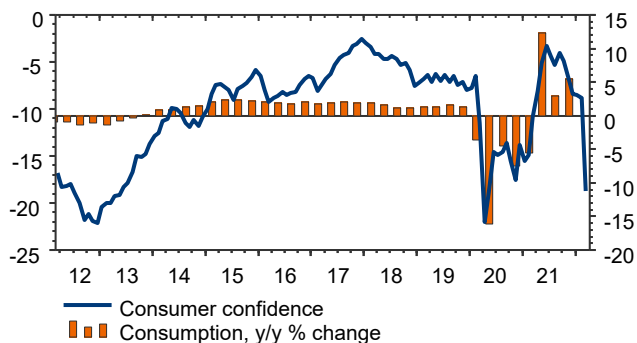
L'indice composito dei prezzi di vendita tocca un nuovo massimo storico



Fonte: Intesa Sanpaolo, IHS Markit

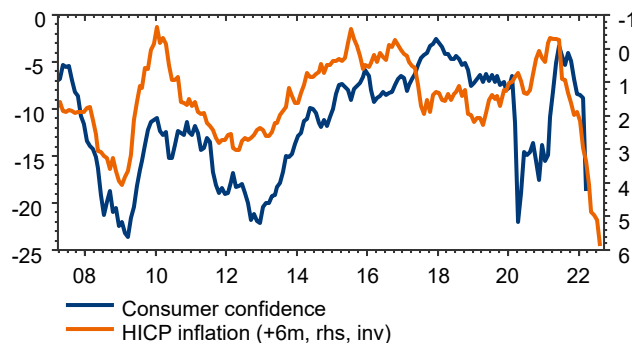
Area euro. L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea a marzo è calato ben oltre le attese a -18,7 da un precedente -8,8, ben al di sotto della media di lungo periodo e sui minimi da maggio 2020, quando l'economia europea stava solo iniziando ad uscire dalla prima fase di lockdown. Lo shock sui prezzi e l'incertezza relativa al conflitto in Ucraina stanno pesando sul morale dei consumatori: l'aumento dell'inflazione contribuirà ad erodere i redditi reali mentre la maggior cautela, oltre a frenare le spese, potrebbe limitare l'utilizzo dei risparmi accumulati. Inoltre, i nuclei famigliari più colpiti dall'aumento del caro-vita sono gli stessi che non sono riusciti a risparmiare durante la pandemia. Vediamo una crescita solo modesta dei consumi privati nel 1° trimestre, e la riaccelerazione attesa nel trimestre primaverile potrebbe risultare più debole del previsto.

Il crollo del morale dei consumatori a marzo segnala ampi rischi al ribasso per la spesa delle famiglie



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea DG Ecofin, Eurostat

Oltre all'incertezza per la situazione geopolitica, è il rincaro dei prezzi che pesa sulla fiducia e erode il potere d'acquisto



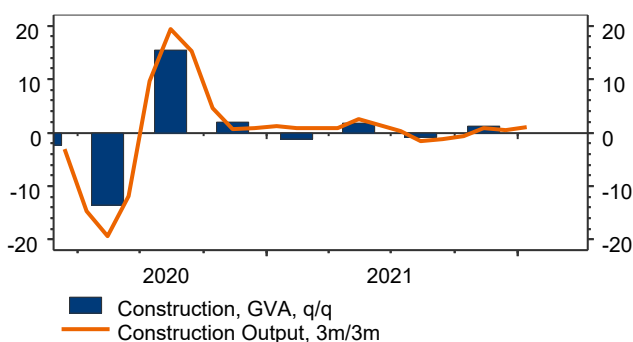
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea DG Ecofin, Eurostat

Area euro. A gennaio la **produzione nelle costruzioni** è cresciuta di 3,9% m/m (4,1% a/a) dopo che la flessione di dicembre è stata ridimensionata a -1,5% m/m (da un precedente -4%). Il recupero di gennaio è diffuso alla costruzione di edifici (4,2% da -1,5%) e all'ingegneria civile (1,4% da -1%). Tra le principali economie si registrano ampi rimbalzi dell'output in Germania (10,1% da -4%) e Francia (6% da -2,8%), grazie a condizioni meteo particolarmente favorevoli, mentre l'attività è calata in Italia (-0,9% da 2,1%) e Spagna (-0,1% da 0,1%). L'Italia si conferma comunque il Paese dove la ripresa nel settore è stata più vivace, con l'indice destagionalizzato e corretto per i giorni lavorativi della produzione nelle costruzioni che risulta superiore del 15% rispetto ai livelli pre-Covid; Francia e Spagna non hanno ancora recuperato i livelli pre-pandemici mentre in Germania il progresso è limitato a un 2,5%. I dati sull'edilizia sono tipicamente volatili e

soggetti alle condizioni meteo; in ogni caso, il dato lascia l'output in rotta per un'espansione anche nel 1° trimestre e lo scenario per il settore nel corso del 2022 resta complessivamente favorevole.

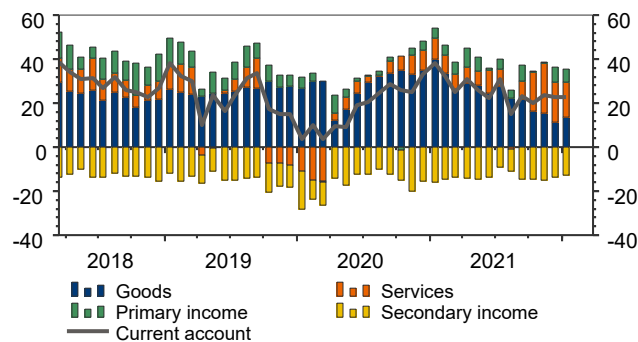
Area euro. A gennaio il **saldo delle partite correnti** ha registrato un surplus di 23 miliardi di euro, stabile rispetto al mese precedente. Nel mese l'avanzo si è ampliato nei beni (14 miliardi da 11 di dicembre) e ridimensionato nei servizi (16 miliardi da 18). Tra i redditi si registra un surplus per quelli primari (in calo a 6 miliardi da 7) e un deficit per quelli secondari (-13 miliardi da -14). Già a partire da febbraio, il saldo corrente dovrebbe deteriorarsi significativamente per effetto dei rincari dei prodotti energetici importati.

Rimbalza la produzione nelle costruzioni a gennaio, il settore potrebbe contribuire positivamente al PIL anche nel 1° trimestre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

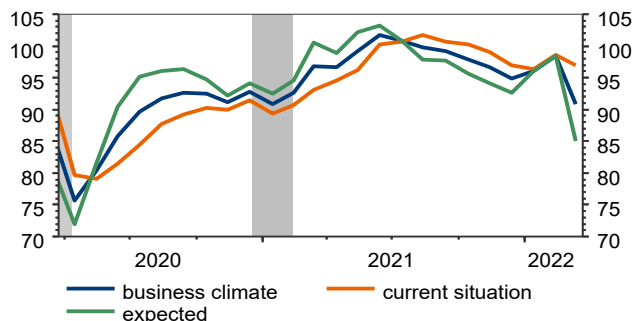
Saldo corrente stabile a gennaio, nei prossimi mesi gli effetti delle tensioni geopolitiche dovrebbero iniziare a pesare sull'avanzo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

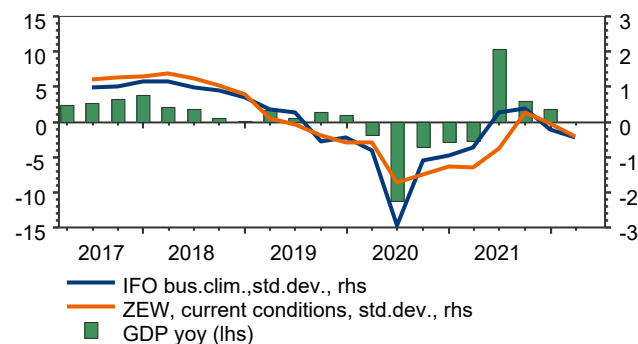
Germania. A marzo l'IFO è tornato a calare, a 90,8 da 98,5 di febbraio (rivisto da 98,9), tornando ai minimi da gennaio 2021. La flessione è spiegata soprattutto dall'indice sulle aspettative, che subisce la più ampia flessione mensile mai registrata, a 85,1 da 98,4 di febbraio (rivisto da 99,2), sui minimi da maggio 2020. In calo, seppur in misura più contenuta, anche la componente relativa alla valutazione della situazione corrente, a 97 da 98,6, che rimane comunque al di sopra dei livelli toccati a gennaio. La flessione riguarda tutti i principali comparti ma è la manifattura il settore più penalizzato, con un peggioramento sia dell'attività corrente (101,6 da 105,6) che, in misura maggiore, delle aspettative (83,3 da 103,1). Negli altri comparti invece il minor ottimismo riguarda soprattutto le prospettive future con servizi e commercio al dettaglio che, al contrario, registrano una sostanziale stabilizzazione del morale corrente.

Cala l'IFO a marzo, penalizzato dal crollo delle aspettative



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO

Le indagini tedesche segnalano rischi al ribasso per la ripresa



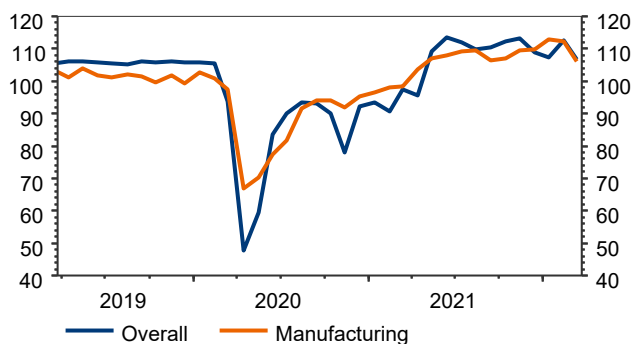
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO, ZEW, DESTATIS

Le indagini suggeriscono quindi che per il momento l'impatto del conflitto in Ucraina e lo shock sui prezzi delle materie prime, energetiche e non, è concentrato soprattutto nell'industria a fronte di una maggiore tenuta nel terziario, che beneficia del ridimensionamento dei rischi sanitari rispetto ai mesi scorsi. Il crollo delle aspettative pone però severi rischi al ribasso per la ripresa nei prossimi mesi e segnala che anche i settori meno esposti agli effetti diretti del conflitto, come servizi e commercio, verranno comunque penalizzati. Dopo la contrazione di fine 2021, il PIL potrebbe tornare a crescere marginalmente nel 1° trimestre grazie al recupero dell'attività nei servizi, ma gli effetti del conflitto potrebbero pesare maggiormente dalla primavera: stimiamo un'espansione intorno al 2,4% nel 2022, al di sotto della media dell'Eurozona (3%).

Germania. A febbraio il **PPI** è cresciuto di 1,4% m/m, in rallentamento dal 2,2% registrato nel mese precedente ma in aumento per il diciottesimo mese consecutivo. L'inflazione dei prezzi alla produzione è quindi salita al 25,9% a/a da un precedente 25%, un nuovo massimo storico. A trainare i costi produttivi è ancora l'energia (68% a/a, 2,2% m/m), soprattutto il gas naturale, ma anche al netto dell'energia il PPI è salito, al 12,4% a/a da un precedente 12%. Si registrano infatti incrementi significativi per i beni intermedi (21% a/a, 1,4% m/m), guidati da metalli, fertilizzanti, legnami e carta. La crescita dei prezzi è comunque diffusa anche alle altre principali componenti: beni capitali (5,5% a/a); durevoli (6,7% a/a) e beni di consumo non durevoli (7,5% a/a), soprattutto alimentari. Le forti pressioni a monte della catena produttiva potrebbero intensificarsi ulteriormente a marzo.

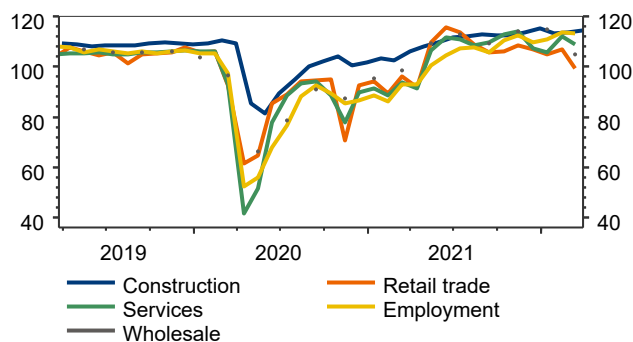
Francia. L'indice INSEE di **fiducia delle imprese** manifatturiere, a marzo, ha riportato un calo di 6 punti (106, minimo dallo scorso settembre), diffuso a tutte le principali componenti dell'indagine. Sono crollate le attese sulla produzione futura sia riguardanti la singola impresa (-21 punti a 4) sia in riferimento all'intera economia (-24 a -2). Anche l'indice composito ha fatto segnare un ampio calo (-6 punti, a 107), anche se la flessione è stata meno ampia nei servizi (-3 punti a 109, grazie ai miglioramenti sul fronte sanitario). L'indagine INSEE di marzo evidenzia i primi effetti sui livelli di attività del balzo dei prezzi delle materie prime, per quanto – tra le principali economie europee – la Francia sia tra i Paesi meno esposti, almeno sul fronte dell'approvvigionamento di gas naturale e petrolio. L'impatto è però verosimilmente destinato a estendersi ai prossimi mesi. Dopo una sostanziale stagnazione nel 1° trimestre, la riaccelerazione attesa dai mesi primaverili sarà decisamente più debole del previsto. In ogni caso, la Francia potrebbe registrare per il secondo anno una crescita superiore alla media Eurozona nel 2022 (3,3% contro 3%, nelle nostre stime).

In calo la fiducia delle imprese a marzo, sia nel manifatturiero che per l'industria nel complesso



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

In flessione anche il morale nei servizi (nonostante i miglioramenti sul fronte sanitario)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Italia. La fiducia sia dei consumatori che delle imprese è calata più del previsto a marzo, a causa degli effetti della crisi geopolitica internazionale e dell'impennata dei prezzi delle materie prime.

Il morale delle famiglie è crollato ad un nuovo minimo da gennaio 2021, a 100,8 da 112,4 precedente (è il terzo calo mensile di fila). La caduta è dovuta soprattutto al clima economico

nazionale e alle aspettative per il futuro. Nelle valutazioni degli intervistati, **la situazione economica attesa dell'Italia è scesa a -76,3 da 6,8 precedente: è il valore più basso dallo scoppio della pandemia (marzo 2020)**. Sono anche aumentati i timori per la disoccupazione, a 63,3 da 38,9 (un massimo da aprile dello scorso anno). In deciso deterioramento le possibilità future di risparmio e le opportunità di acquisto di beni durevoli. **L'inflazione attesa dalle famiglie è salita ulteriormente, toccando un nuovo record storico assoluto** (103,6 da un precedente 70,3).

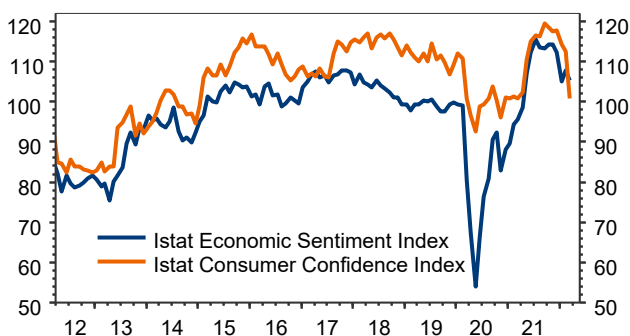
La fiducia delle imprese ha retto meglio del morale delle famiglie, ma è scesa anch'essa, a 105,4 da 107,9 secondo l'indice composito Istat. **Il calo è stato relativamente lieve nei servizi** (a 99 da 100,4 precedente), grazie al miglioramento della situazione sanitaria. Viceversa, in controtendenza con gli altri comparti, **ha continuato a migliorare la fiducia delle imprese nelle costruzioni, che passa a 160,1 da 159,7, raggiungendo un nuovo massimo storico**.

Nel settore manifatturiero, la fiducia delle imprese è scesa per il quarto mese di fila, a 110,3 da 112,9 di febbraio. Gli ordini correnti dal mercato interno hanno mostrato un moderato rallentamento, ma le commesse dall'estero sono scese in territorio negativo (ai minimi da maggio dell'anno scorso), e soprattutto le aspettative sia sugli ordini che sulla produzione sono peggiorate notevolmente. **Le attese sull'economia sono crollate a -34,4 da -3,3, un minimo da novembre del 2020**. Anche le intenzioni di assunzione sono in frenata, ai minimi da giugno dello scorso anno (pur restando in territorio positivo). **I prezzi di vendita attesi sono aumentati ulteriormente a 50,7 da 44,6, a nuovi massimi storici**.

In sintesi, gli effetti della crisi geopolitica internazionale, soprattutto (ma non solo) attraverso il canale dei rincari delle materie prime, hanno cominciato a farsi sentire sugli indici di fiducia di marzo, dopo che per motivi di calendario non erano stati incorporati nelle indagini di febbraio. I dati indicano concordemente **nuovi massimi per gli indici sui prezzi, un netto peggioramento delle prospettive per la crescita, e segnali di una nuova recrudescenza delle strozzature all'offerta nel manifatturiero**. Questi effetti potrebbero non essere solo di breve termine. Le indagini confermano anche che, contrariamente a quanto avvenuto con la pandemia, **il nuovo shock peserà più sull'industria che sui servizi**; prosegue invece, almeno per ora, la fase di espansione per le costruzioni. In prospettiva, **il nuovo shock mette a rischio la riaccelerazione dell'economia che ci aspettavamo dal trimestre primaverile** (sulla scia dei miglioramenti sul fronte sanitario), dopo una sostanziale stagnazione a inizio anno.

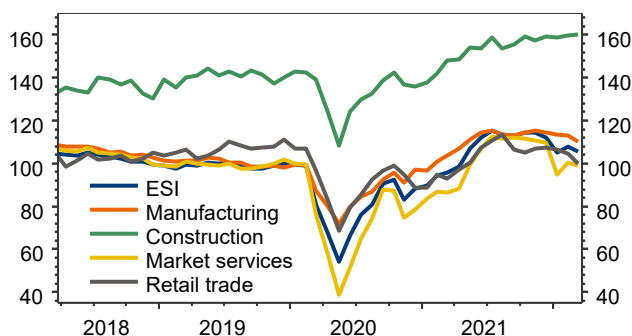
Abbiamo di recente tagliato **la nostra stima sul PIL italiano nel 2022, a 3%** da un precedente 4,3%; **gli effetti del nuovo shock si potrebbero sentire anche l'anno prossimo** (per il quale abbiamo abbassato la stima a 1,6% da 2,4%). **L'inflazione è ora attesa superare significativamente il 6%** in media d'anno nel 2022 (con rischi al rialzo), e rimanere sopra il 2% verosimilmente per quasi tutto il 2023.

Crolla il morale delle famiglie a marzo



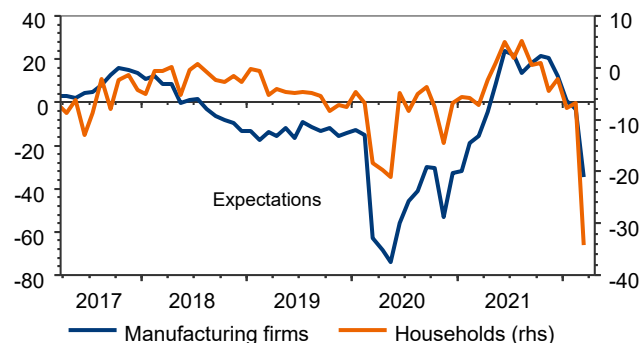
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Tra le imprese, le costruzioni sono il settore più resiliente



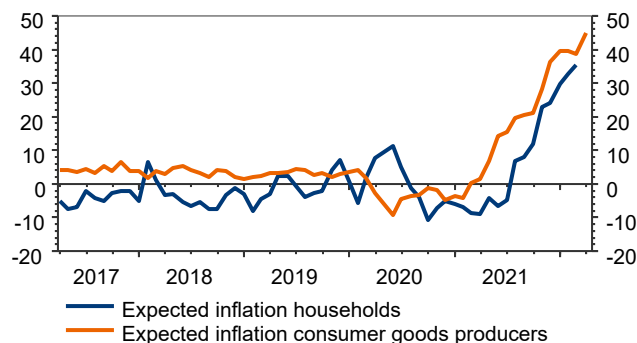
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Sia le famiglie che le imprese sono decisamente più pessimiste sulla situazione economica del Paese...



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

...e segnalano un ulteriore aumento dell'inflazione attesa



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

Spagna. Con la lettura finale del **PIL**, relativa al 4° trimestre 2021, INE (Instituto Nacional de Estadística) ha rivisto verso l'alto la crescita a 2,2% t/t dal 2% preliminare, e a 5,5% a/a da un precedente 5%. Il contributo della domanda interna è stato pari a +3,8% a/a (+1,4% t/t), a fronte di un apporto del canale estero pari a +1,8% a/a (+0,8% t/t). Nel trimestre finale del 2021, il contributo maggiore è giunto dagli investimenti (3,6% t/t, dopo l'1,6% dei 3 mesi precedenti), a fronte di un più moderato apporto dei consumi privati (0,6% t/t sia nel 3° che nel 4° trimestre). Nel 2022 e 2023, la Spagna potrebbe registrare una crescita superiore alla media area euro (stimiamo a 4,4% e 3,7% rispettivamente), grazie alla minore dipendenza energetica dalla Russia, e agli ampi margini di recupero, soprattutto nel settore dei servizi, dopo lo shock pandemico. Una spinta verrà dall'accelerazione nell'impiego dei fondi NextGenEU e dal recupero dei flussi turistici internazionali.

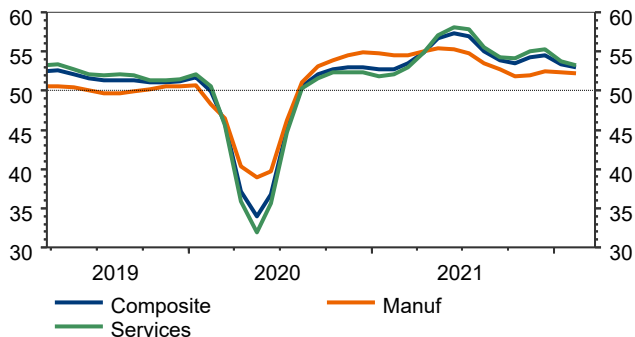
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	mar	3.7	%	3.7
Tasso prime rate a 5 anni	mar	4.6	%	4.6

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

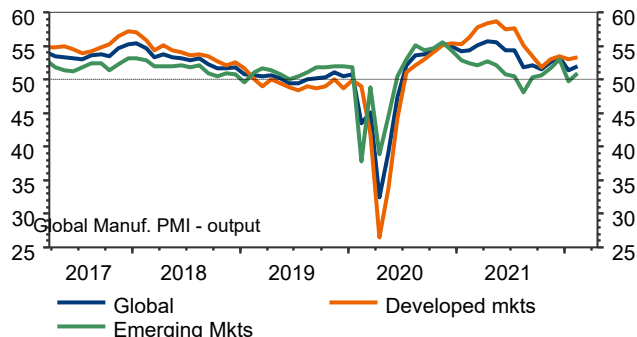
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



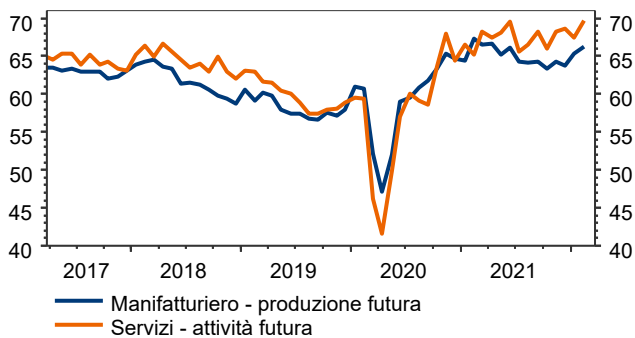
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



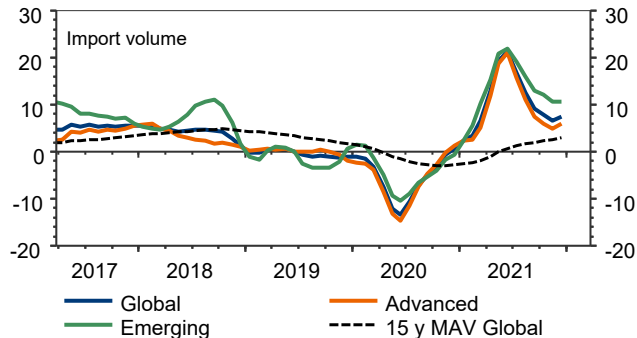
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



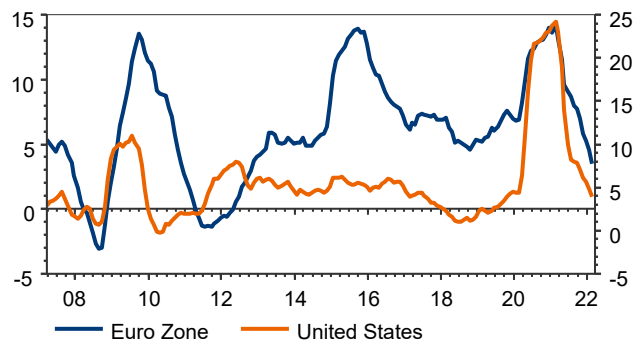
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



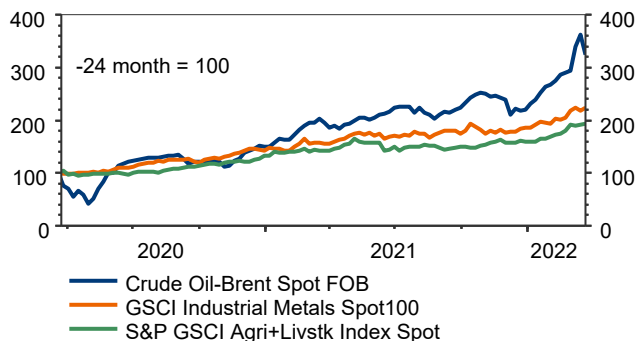
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

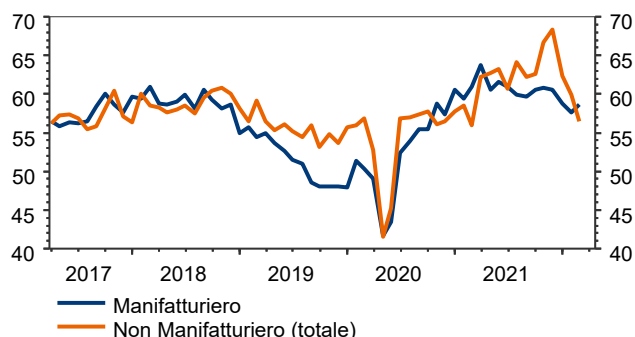
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

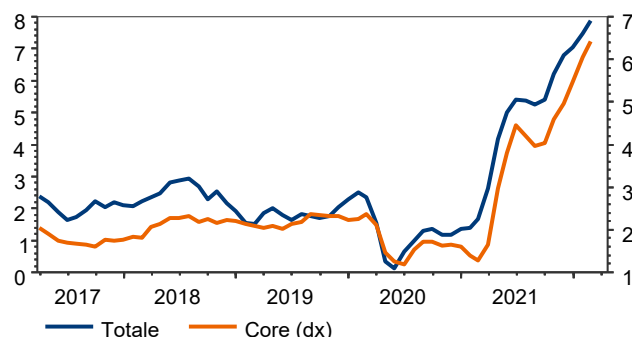
Stati Uniti

Indagini ISM



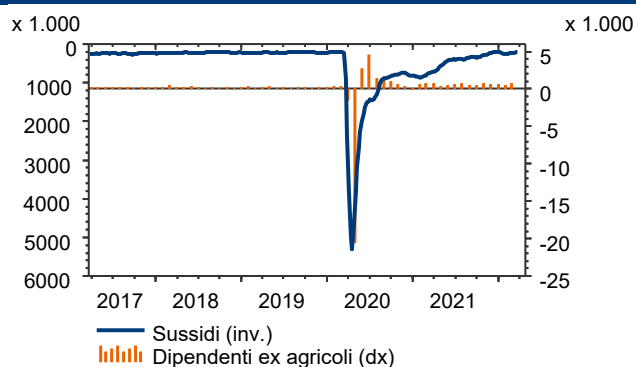
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



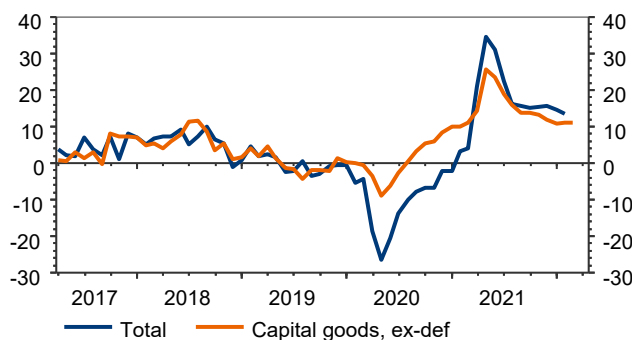
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: BLS, U.S. Department of Labor

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

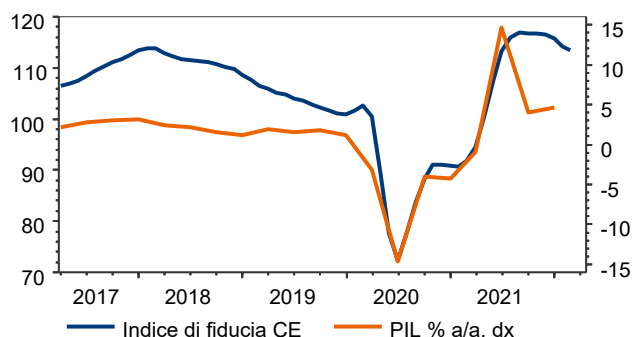
Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				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	3.5	3.4	6.2	5.9	5.1	4.2	3.7	3.5	3.4	3.4

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

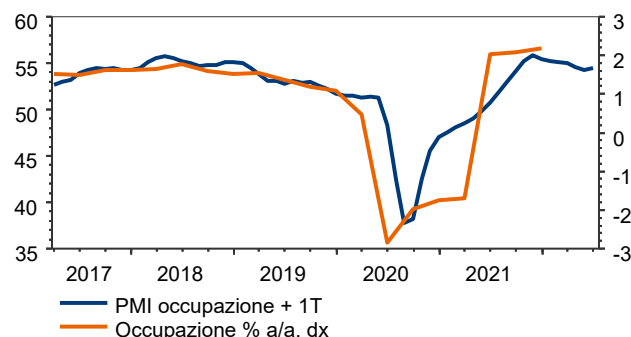
Area euro

PIL



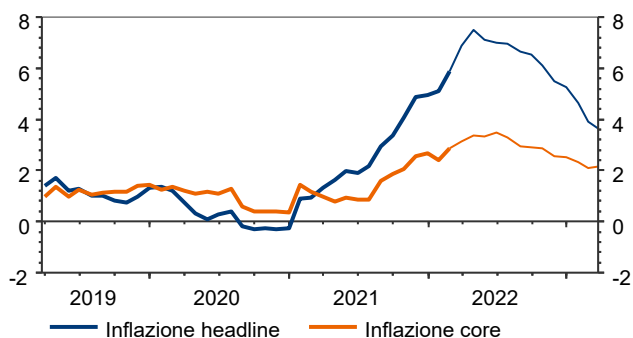
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	6.9	3.6
aprile	1.6	7.5	2.9
maggio	2.0	7.1	2.7
giugno	1.9	7.0	2.3
luglio	2.2	7.0	2.2
agosto	3.0	6.7	2.3
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				2023						
				T1	T2	T3	T4	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				
- i/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	2.6	1.1	1.8	2.8	4.6	6.0	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	6.8	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				

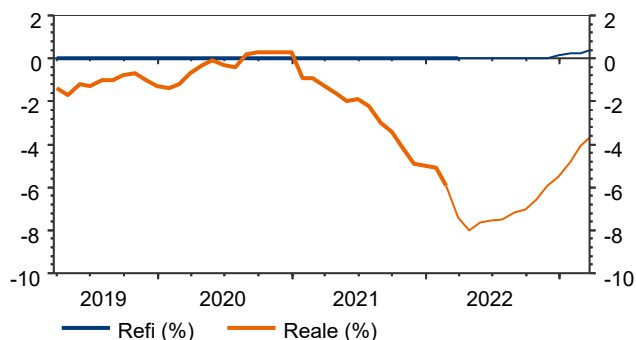
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	24/3	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	-0.48	-0.53	-0.54	-0.49	-0.26

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

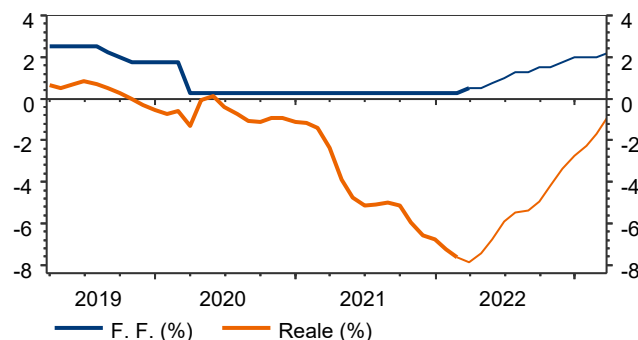


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e BCE

Stati Uniti

	giu	set	dic	24/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	1.00	1.50	2.00
OIS 3m	0.09	0.08	0.12	0.67	0.31	0.88	1.37	1.94

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

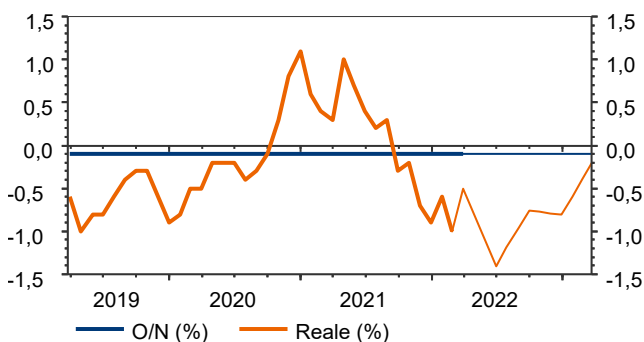


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS e Fed.

Giappone

	giu	set	dic	24/3	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

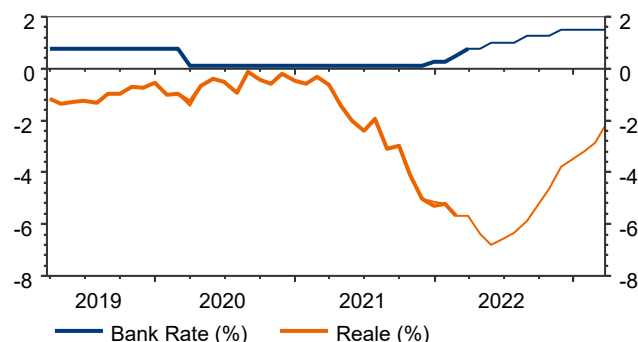


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	24/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	0.10	0.10	0.25	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50
Libor GBP 3m	0.08	0.08	0.26	1.00	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	25/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.18	1.17	1.13	1.12	1.1004	1.06	1.09	1.12	1.15	1.20
USD/JPY	111	109	111	114	116	121.69	121	122	123	123	122
GBP/USD	1.18	1.37	1.37	1.34	1.34	1.3176	1.30	1.35	1.36	1.40	1.44
EUR/CHF	1.06	1.10	1.08	1.04	1.04	1.0199	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	121	129	129	129	130	133.92	128	133	138	141	146
EUR/GBP	0.92	0.86	0.86	0.84	0.84	0.8348	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
---------------	-------	---------------------------------