

Weekly Economic Monitor

Il punto

La tornata di indagini di fiducia di marzo nell'Eurozona ha mostrato i primi effetti della crisi geopolitica internazionale, specie su consumatori e aziende industriali; l'impatto sul ciclo europeo potrebbe non esaurirsi in poche settimane. Nel frattempo, l'inflazione a marzo ha toccato un nuovo massimo dall'inizio delle rilevazioni, a 7,5%. Su questo fronte, i Governi nazionali sono intervenuti con ulteriori misure, dopo quelle già implementate nei mesi scorsi, per mitigare gli effetti su famiglie e imprese; gli interventi messi in campo a partire dall'autunno scorso valgono nel complesso quasi un punto di PIL, ma freneranno solo in parte la dinamica dei prezzi finali dell'energia.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. I dati sulla produzione industriale in Germania e Francia (e gli ordini all'industria tedeschi) dovrebbero mostrare un rallentamento a febbraio, ma i maggiori effetti della guerra in Ucraina sull'attività industriale nell'Eurozona si vedranno a partire dai dati di marzo. Le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono attese evidenziare una lieve ripresa a febbraio rispetto al primo mese dell'anno. Si potrebbe anche vedere una revisione al ribasso delle stime preliminari sui PMI servizi e composito di marzo. Infine, il Governo italiano è atteso presentare in settimana il Documento di Economia e Finanza.

Negli **Stati Uniti** non ci sono molti dati di rilievo in pubblicazione. L'ISM dei servizi di marzo è previsto in rialzo sulla scia della ripresa dell'attività nei servizi e il deficit della bilancia commerciale a febbraio dovrebbe registrare una moderata chiusura. Il focus sarà sui verbali della riunione del FOMC di marzo, che dovrebbero dare nuove informazioni sul programma e sui tempi della riduzione del bilancio. Per quanto riguarda i tassi, la discussione sui rischi e sul possibile anticipo degli interventi sarà rilevante per le previsioni del sentiero di policy soprattutto nel 2022.

1 aprile 2022

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche**Macroeconomic Research****Luca Mezzomo**
Economista**Paolo Mameli**
Economista - Italia**Giovanna Mossetti**
Economista - USA e Giappone**Lorenzo Biagioli**
Economista - Area euro**Aniello Dell'Anno**
Economista - Area euro**Andrea Volpi**
Economista - Area euro**International Research Network****Silvia Guizzo**
Economista – Asia Ex Giappone

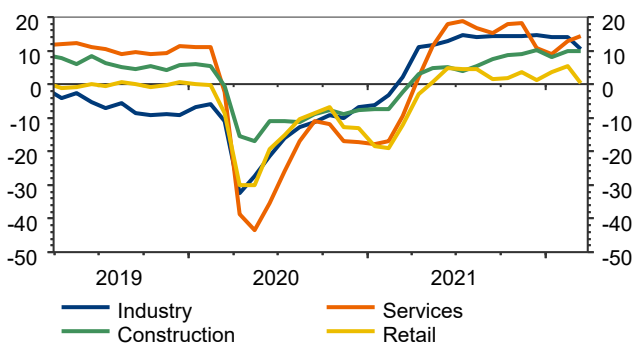
Il punto

La tornata di indagini di fiducia di marzo nell'Eurozona ha mostrato i primi effetti della crisi geopolitica internazionale, specie su consumatori e aziende industriali; l'impatto sul ciclo europeo potrebbe non esaurirsi in poche settimane. Nel frattempo, l'inflazione a marzo ha toccato un nuovo massimo dall'inizio delle rilevazioni, a 7,5%. Su questo fronte, i Governi nazionali sono intervenuti con ulteriori misure, dopo quelle già implementate nei mesi scorsi, per mitigare gli effetti su famiglie e imprese; gli interventi messi in campo a partire dall'autunno scorso valgono nel complesso quasi un punto di PIL, ma freneranno solo in parte la dinamica dei prezzi finali dell'energia.

Le indagini congiunturali di marzo hanno iniziato a riflettere i primi effetti del conflitto sul ciclo nell'Eurozona, con un **calo del morale particolarmente marcato tra i consumatori e tra le imprese manifatturiere**. Il dettaglio ha evidenziato in particolare un **crollo delle aspettative sull'economia** (persino più accentuato, in termini di variazione mensile, di quello registrato nel mese di scoppio della pandemia a marzo 2020), **nuovi massimi storici per le attese sui prezzi e segnali di una nuova recrudescenza delle strozzature all'offerta** nell'industria. Il manifatturiero, contrariamente a quanto avvenuto con la pandemia, sarà il settore più colpito dal nuovo shock, mentre **i servizi appaiono più resilienti** (ad eccezione di quei comparti, come trasporti e logistica, più esposti al rincaro dei carburanti e all'attività industriale; nel complesso, comunque, anche tra i servizi si registra un deterioramento delle aspettative). **Le costruzioni per ora restano in territorio ampiamente espansivo**.

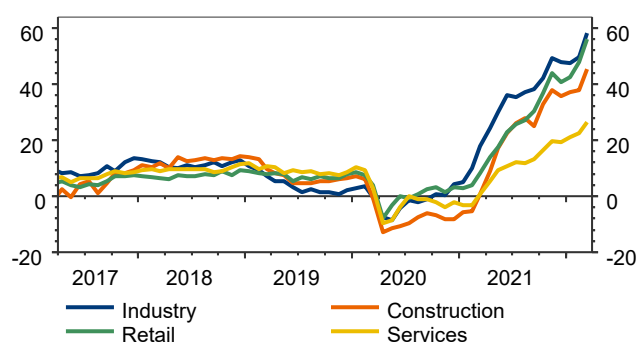
Sfortunatamente, **le indagini di marzo potrebbero non aver incorporato appieno gli effetti della crisi**, soprattutto in termini di rischi di razionamento dell'energia, difficoltà di approvvigionamento di materie prime non solo energetiche (commodity agricole, metalli), *spill-over* dall'industria ai servizi. In sintesi, l'impatto della crisi geopolitica internazionale potrebbe pesare sull'attività economica nell'area euro non solo nel breve termine, mettendo a rischio la riaccelerazione del ciclo precedentemente attesa dal trimestre primaverile (sulla scia dei miglioramenti sul fronte sanitario), dopo la stagnazione di inizio anno. Dopo lo scoppio della guerra in Ucraina, abbiamo rivisto al ribasso di quasi un punto la previsione di crescita per l'Eurozona nel 2022 (a 3%) e al rialzo di quasi tre punti la stima di inflazione (a 6,4%); gli ultimi sviluppi segnalano che i **rischi su queste proiezioni**, incluse nello [Scenario Macroeconomico](#) pubblicato lo scorso 22 marzo, **sono ancora al ribasso sulla crescita e al rialzo sull'inflazione**.

Industria e commercio al dettaglio sono i settori più colpiti dal nuovo shock. I servizi beneficiano del minor rischio sanitario



Fonte: elaborazioni Intesa su dati Commissione Europea DG Ecofin

A marzo le aspettative sui prezzi di vendita hanno toccato nuovi massimi storici in tutti i settori



Fonte: elaborazioni Intesa su dati Commissione Europea DG Ecofin

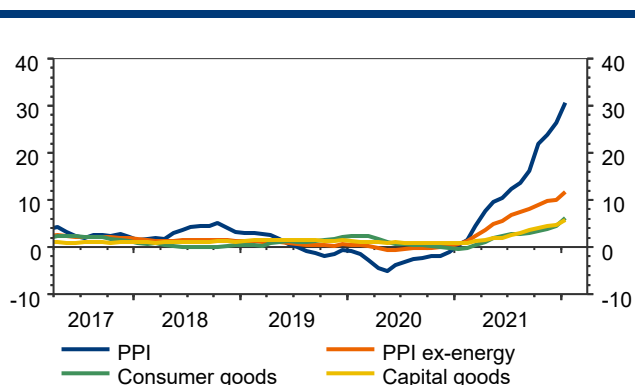
I prezzi al consumo in area euro a marzo hanno registrato un rialzo di 2,5% m/m e l'indice core è cresciuto di 1,1% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dalle componenti più volatili e dai beni manufatti (2,5% m/m), che risentono dell'impatto ritardato dei colli di bottiglia all'offerta. Gli alimentari freschi sono in rialzo di 1,2% m/m e anche l'energia continua a salire vertiginosamente, con una variazione di 12,5% m/m, guidata dal

rincarico dei carburanti. **L'inflazione headline, a 7,5% a/a da 5,9% precedente, e quella core, a 3,2% a/a, sono sui massimi dal 1998** (ovvero da quando esistono i dati comparabili). Rispetto a maggio 2018, quando l'indice dei prezzi raggiunse l'obiettivo BCE del 2%, l'extra-inflazione attuale (+5,5%) è dovuta per circa il 70% alla componente energia e solo in piccola parte (il 5%) agli alimentari freschi. Tuttavia, il rischio è che la natura e la persistenza dello shock energetico possa innescare dinamiche inflattive più strutturali.

L'elevata incertezza di medio termine rende possibili nuovi shock sui prezzi energetici. Per tale ragione, abbiamo analizzato varie ipotesi sul prezzo medio del gas naturale nel biennio 2022-23, ovvero **150 €/MWh** (scenario 1), **200 €/MWh** (scenario 2) e uno scenario più benevolo di quello centrale, con una media a **80 €/MWh** (scenario 3), tenendo ancorate le quotazioni del greggio al nostro scenario base. Le principali conclusioni sono le seguenti:

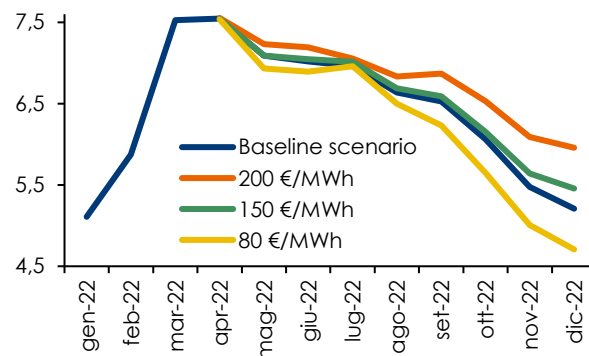
- nel caso di prezzi del gas naturale da scenario 1, la crescita addizionale dell'inflazione media annua ammonterebbe a 0,1% per il 2022 e 0,5% per il 2023 sull'indice generale;
- l'aumento dei prezzi delle materie prime prospettato nello scenario 2 determina, invece, un rialzo dell'inflazione media annua di 0,3% nel 2022 e 0,9% nel 2023; la differenza tra scenario 2 e quello attuale toccherebbe il suo massimo nella parte finale dell'anno: **a dicembre 2022, il CPI si attesterebbe al 6% contro 5,2% nello scenario base**;
- infine, nel caso in cui il prezzo del gas naturale cali più rapidamente di quanto previsto dal nostro *baseline* (scenario 3), l'inflazione media annua risulterebbe più bassa di -0,2% nel 2022 e -0,3% l'anno prossimo rispetto alle nostre previsioni centrali.

Prezzi alla produzione (% a/a)



Fonte: Eurostat

Dinamica dell'inflazione nel nostro scenario base e nel caso di diverse ipotesi sul prezzo medio del gas naturale nel 2022



Fonte: Intesa Sanpaolo

■ Già a partire dallo scorso settembre, tutti i principali Paesi dell'Unione hanno adottato specifici provvedimenti fiscali mirati a contenere gli effetti dei rincari energetici su famiglie e imprese. Il denominatore comune dei vari interventi è rappresentato da **tagli (temporanei) alla tassazione** su gas, energia elettrica e carburanti (che agiscono direttamente sul prezzo di vendita) e **trasferimenti a imprese** (tipicamente, quelle "energivore") e **famiglie** (soprattutto a medio-basso reddito, ma non solo); soltanto in Francia sinora (ma nelle prossime settimane potrebbe essere anche il caso della Spagna), si è deciso un tetto ai prezzi (alle tariffe, in particolare); in tutti i maggiori Paesi, le misure sono state parzialmente finanziate attraverso una **tassazione sugli extra profitti** delle società energetiche. Tra le principali economie:

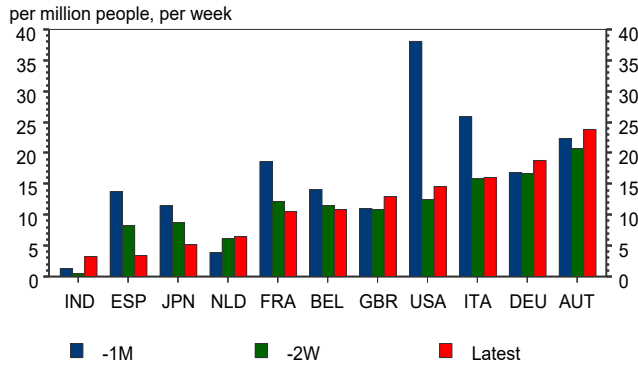
- **l'Italia ha stanziato nel complesso 14,8 miliardi, pari a circa lo 0,8% del PIL**, in più tranche: 1) il DL 27 settembre 2021 ha destinato 3,5 miliardi per azzerare gli aumenti in bolletta dal 1° ottobre per le famiglie che beneficiano del "bonus sociale elettrico" e del "bonus gas", oltre che per ridurre gli oneri di sistema per le utenze domestiche e non; inoltre, l'IVA sul gas è stata ridotta al 5%, dal precedente 10% o 22% (a seconda dei consumi); 2) la Legge di Bilancio ha previsto interventi per ulteriori 3,8 miliardi, perlopiù a sostegno delle aziende,

a valere sul 1° trimestre 2022; 3) il 21 gennaio e il 18 febbraio sono stati approvati due nuovi decreti che hanno stanziato rispettivamente 1,7 e 5,8 miliardi per famiglie e imprese (in particolare per le "energivore"), a valere sul 1° semestre 2022; 4) infine, con il decreto energia del 21 marzo, il Governo ha deciso un taglio delle accise su benzine e GPL fino al 20 aprile (finanziato dal maggior gettito IVA), nonché la rateizzazione delle bollette di energia elettrica e gas di maggio e giugno (fino a 24 mesi, con garanzia SACE fino al 90% degli importi dovuti);

- **la Germania ha destinato in tutto oltre 28 miliardi (lo 0,7% del PIL)** a diversi interventi, tra i quali: 1) l'autunno scorso, è stata decisa una riduzione (a partire dal 1° gennaio 2022) di oltre il 42% della tariffa che i consumatori pagano per sostenere le energie rinnovabili (costo: 3,3 mld); successivamente, si è decisa l'eliminazione di tale tariffa a partire da luglio 2022, con un costo annuo di 6,6 miliardi; 2) a febbraio, è stato messo in campo un pacchetto da 4,5 miliardi per sussidi a famiglie a basso reddito e indennità per pendolari; 3) infine, lo scorso 24 marzo, il Governo ha deciso un pacchetto ancor più sostanzioso, da 15 miliardi, con un taglio delle accise su benzina e diesel (ai minimi europei) per 3 mesi, e con contributi una-tantum per individui (300 euro pro capite) e famiglie (100 euro per ogni figlio);
- **la Francia è intervenuta più tempestivamente e in misura più incisiva, con misure complessive da quasi 26 miliardi (l'1% del PIL):** 1) un primo intervento risale al 15 settembre scorso, quando il Governo ha deciso il pagamento una tantum di 100 euro ai 5,8 milioni di famiglie che già ricevevano voucher energetici; inoltre, è stato annunciato un aumento massimo del 4% del prezzo del gas fino ad aprile 2022; 2) entrambe le misure sono state poi rafforzate il 21 ottobre, aumentando il numero di beneficiari dei voucher (a circa 38 milioni di persone, con un costo di 3,8 miliardi), ed estendendo il tetto dei prezzi fino alla fine del 2022 (con un costo stimato per EDF di oltre 10 miliardi); 3) infine, dal mese di febbraio, e fino a gennaio 2023, la tassazione sui consumi elettrici è stata ridotta da 22,5 euro per MWh a 1 euro per le famiglie e 50 centesimi per le imprese;
- **la Spagna ha implementato interventi piuttosto contenuti in un primo momento** (5,3 miliardi approvati tra settembre e ottobre 2021, a valere sino ad aprile 2022); successivamente, il 25 marzo, ha ottenuto, assieme al Portogallo, **l'autorizzazione dell'UE ad applicare temporaneamente un tetto alle tariffe del gas naturale**, in virtù del proprio status di "energy island"); secondo il Primo Ministro Sanchez, ciò dovrebbe portare **l'insieme degli interventi messi in campo dal Governo a ben 16 miliardi (l'1,3% del PIL).**

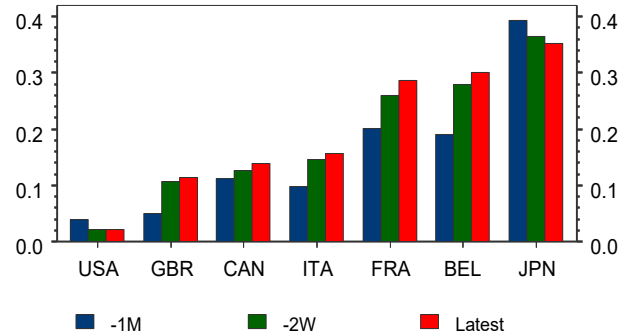
Monitor dell'impatto Covid

Mortalità da Covid-19



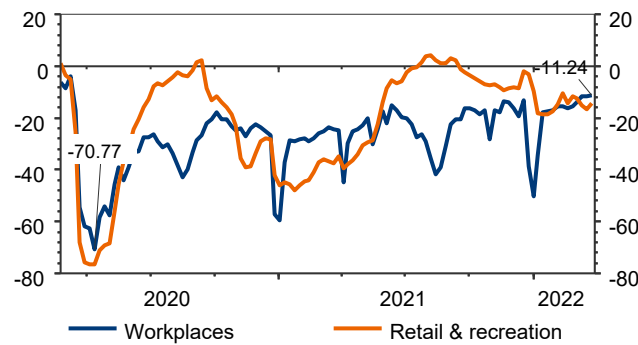
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



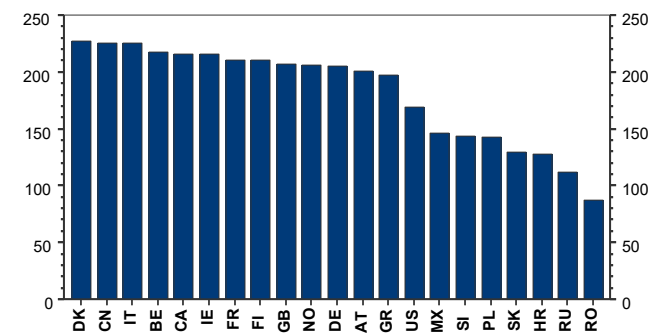
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Covid-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di indicatori congiunturali. I dati sulla produzione industriale in Germania e Francia (e gli ordini all'industria tedeschi) dovrebbero mostrare un rallentamento a febbraio, ma i maggiori effetti della guerra in Ucraina sull'attività industriale nell'Eurozona si vedranno a partire dai dati di marzo. Le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono attese evidenziare una lieve ripresa a febbraio rispetto al primo mese dell'anno. Si potrebbe anche vedere una revisione al ribasso delle stime preliminari sui PMI servizi e composito di marzo. Infine, il Governo italiano è atteso presentare in settimana il Documento di Economia e Finanza.

Negli **Stati Uniti** non ci sono molti dati di rilievo in pubblicazione. L'ISM dei servizi di marzo è previsto in rialzo sulla scia della ripresa dell'attività nei servizi e il deficit della bilancia commerciale a febbraio dovrebbe registrare una moderata chiusura. Il focus sarà sui verbali della riunione del FOMC di marzo, che dovrebbero dare nuove informazioni sul programma e sui tempi della riduzione del bilancio. Per quanto riguarda i tassi, la discussione sui rischi e sul possibile anticipo degli interventi sarà rilevante per le previsioni del sentiero di policy soprattutto nel 2022.

Martedì 5 aprile

Area euro

- **Area euro.** Le stime finali degli indici **PMI dei servizi** potrebbero mostrare una revisione al ribasso a 54,5 da 54,8 della prima stima. Di conseguenza, l'indice composito potrebbe essere corretto a 54,1 da 54,5 della lettura preliminare. In **Italia** la prima stima del PMI dei servizi dovrebbe registrare un rallentamento a 51,5 da 52,8. Per il momento l'impatto del conflitto sembra pesare soprattutto sulla manifattura, ma il rincaro delle tariffe energetiche potrebbe aver frenato l'attività nei trasporti e nella logistica; inoltre, la maggiore incertezza dovrebbe pesare in maniera significativa sulle aspettative di business. Vediamo l'indice composito correggere a 52 da 53,6 di febbraio.
- **Francia.** La **produzione industriale** è attesa in rallentamento a febbraio, a 0,3% m/m dopo l'1,6% di gennaio. I rischi sulla previsione sono al ribasso. Nel mese, le indagini congiunturali indicano che l'attività nell'industria e nell'edilizia è rimasta vivace, nonostante i rincari di energia e materie prime; le difficoltà negli approvvigionamenti e nel reperimento di manodopera sono risultate poco variate. Gli effetti del conflitto in Ucraina sull'attività produttiva nell'industria sono attesi accentuarsi decisamente dal mese di marzo.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** a febbraio dovrebbe registrare una chiusura del deficit a -87,5 mld, da -89,7 mld di gennaio. I dati della bilancia preliminare dei beni hanno mostrato una ripresa dell'export di 1,2% m/m, a fronte di un andamento più moderato delle importazioni (0,3% m/m).
- L'**ISM dei servizi** di marzo è previsto in rialzo a 61,5 da 56,5 di febbraio, grazie alla ripresa di attività, ordini e occupazione in seguito al miglioramento del quadro sanitario. Le altre indagini dei servizi di marzo sono state unanimesi nel segnalare miglioramento dello scenario di crescita, con un ritorno sui livelli di dicembre-gennaio, pur sempre in un contesto di significative pressioni verso l'alto sui prezzi e difficoltà a reperire manodopera.

Mercoledì 6 aprile

Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi in rallentamento a febbraio, a 0,5% m/m dopo il robusto 3% precedente. Le indicazioni dalle indagini PMI sono di un peggioramento in marzo, sulla scia del difficile contesto geopolitico.
- **Italia.** Il Governo è atteso presentare il **Documento di Economia e Finanza**, che conterrà le proiezioni sui principali aggregati di finanza pubblica per il periodo 2023-25. La stima di

crescita del PIL per quest'anno dovrebbe essere tagliata ad almeno il 3% (da 4,7% atteso sei mesi fa), mentre il target sul deficit potrebbe risultare molto vicino al precedente 5,6%.

Stati Uniti

- L'evento della settimana è la pubblicazione dei **verbali della riunione del FOMC** di marzo. Il comunicato e la conferenza stampa del 16 marzo hanno dato una svolta *hawkish* al messaggio del FOMC, ma a partire dalla settimana successiva un copioso flusso di discorsi ha reso ancora più aggressiva la retorica del Comitato. A partire da un intervento di Powell si sono susseguite indicazioni favorevoli ad attuare o almeno a considerare seriamente rialzi di 50pb e ad anticipare una parte considerevole della rimozione dello stimolo monetario al 2022, in modo da portare i tassi in territorio marginalmente restrittivo in tempi rapidi. I verbali dovrebbero riflettere un contesto molto preoccupato per il disancoraggio dell'inflazione e per le crescenti pressioni sul mercato del lavoro. I verbali dovrebbero confermare un *bias* restrittivo e una elevata probabilità di rialzi di 50pb di fronte a ulteriori rialzi dell'inflazione e riduzioni del tasso di disoccupazione. Per quanto riguarda il bilancio, i verbali potrebbero fornire già le linee guida del programma di riduzione che potrebbe essere annunciato alla riunione di maggio e iniziare anche prima della riunione di giugno.

Giovedì 7 aprile

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** è attesa correggere in febbraio dopo quattro mesi di continui aumenti. Stimiamo una flessione di -0,3% m/m dopo il +2,7% di gennaio. Se confermato, il dato di febbraio lascerebbe la produzione in rotta per una crescita robusta nel 1° trimestre 2022 (3,3% t/t). Tuttavia, il protrarsi del conflitto in Ucraina segnala significativi rischi al ribasso per i prossimi mesi.
- **Area euro.** A febbraio le **vendite al dettaglio** sono attese in crescita di 0,6% m/m (4,8% a/a), in lieve riaccelerazione dopo lo 0,2% di gennaio. Il miglioramento della situazione pandemica potrebbe aver favorito le spese ma l'effetto dell'inflazione sui redditi disponibili e lo spostamento di parte della domanda verso i servizi potrebbero aver limitato i consumi di beni. Nei prossimi mesi anche la maggiore incertezza sul fronte geopolitico dovrebbe frenare la propensione alla spesa dei nuclei famigliari.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (4 - 8 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	4/4	08:00	GER		Bilancia commerciale destag.	feb	9.4	Mld €
		16:00	USA		Ordinativi industriali m/m	feb	1.4	% -0.6
		16:00	USA	*	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	feb	prel -2.2	%
		16:00	USA	*	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	feb	prel -0.6	%
Mar	5/4	01:30	GIA	*	Consumi delle famiglie a/a	feb	6.9	% 2.7
		08:45	FRA	*	Produzione industriale m/m	feb	1.6	% 0.4
		09:45	ITA	*	PMI servizi	mar	52.8	51.6 51.5
		09:50	FRA		PMI servizi finale	mar	prel 57.4	57.4 57.2
		09:55	GER	*	PMI servizi finale	mar	prel 55.0	55.0 54.8
		10:00	ITA		Deficit/PIL (ISTAT)	T4	6.2	%
		10:00	EUR	*	PMI composito finale	mar	prel 54.5	54.5 54.1
		10:00	EUR	*	PMI servizi finale	mar	prel 54.8	54.8 54.5
		10:30	GB	*	PMI servizi finale	mar	61.0	61.0
		14:30	USA		Bilancia commerciale	feb	-89.7	Mld \$ -87.3 -87.5
		15:45	USA		Markit PMI Composito finale	mar	58.5	
		15:45	USA		Markit PMI Servizi finale	mar	58.9	
		16:00	USA	*	Indice ISM non manifatturiero composito	mar	56.5	58.0 61.5
Mer	6/4	03:45	CN	*	PMI servizi - Caixin	mar	50.2	
		08:00	GER	*	Ordini all'industria m/m	feb	1.8	% -0.8 0.5
		11:00	EUR		PPI a/a	feb		%
Gio	7/4	08:00	GER	**	Produzione industriale m/m	feb	2.7	% -0.3 -0.3
		11:00	EUR		Vendite al dettaglio m/m	feb	0.2	% 0.5 0.6
		14:30	USA	*	Richieste di sussidio	settim	202	x1000
		14:30	USA	*	Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.307	Mln
Ven	8/4	00:00	CN		Riserve in valuta estera	mar	3.214	1000Mld \$
		07:00	GIA		Fiducia delle famiglie	mar	35.3	
		09:00	SPA		Produzione industriale a/a	feb	1.7	%
		10:00	ITA		Vendite al dettaglio a/a	feb	8.4	%

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 (4 - 10 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	4/4	11:05	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		16:00	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
			EUR	* Riunione Eurogruppo
Mar	5/4	16:05	USA	Discorso di Brainard (Fed)
			EUR	* Riunione Ecofin
Mer	6/4	12:45	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		15:30	USA	Discorso di Harker (Fed)
		20:00	USA	** Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
			ITA	* Il Governo presenta il Documento di Economia e Finanza
Gio	7/4	03:30	GIA	Discorso di Noguchi (BoJ)
		13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di marzo
		14:15	GB	Discorso di Pill (BoE)
		15:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Bostic (Fed) e Evans (Fed)
Ven	8/4	13:30	EUR	Discorso di Stournaras (BCE), Makhlof (BCE) e Herodotou (BCE)
Dom	10/4		FRA	* Elezioni presidenziali - primo turno

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale prelim	feb	-107.57	Mld \$		-106.59
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	gen	18.6	%	18.4	19.1
Indice dei prezzi delle case m/m	gen	1.3 (-1.2)	%		1.6
Fiducia consumatori (CB)	mar	105.7 (110.5)		107.0	107.2
Nuovi occupati: stima ADP	mar	486 (475)	x1000	450	455
PIL t/t ann. finale	T4	7.0	%	7.1	6.9
Deflatore consumi core t/t finale	T4	5.0	%	5.0	5.0
PIL, deflatore t/t ann. finale	T4	7.2	%	7.2	7.1
Richieste di sussidio	settim	188 (187)	x1000	197	202
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.342 (1.350)	Mln	1.350	1.307
Deflatore consumi (core) a/a	feb	5.2	%	5.5	5.4
Deflatore consumi a/a	feb	6.0 (6.1)	%		6.4
Spesa per consumi (nominale) m/m	feb	2.7 (2.1)	%	0.5	0.2
Redditi delle famiglie m/m	feb	0.1 (0.0)	%	0.5	0.5
Deflatore consumi (core) m/m	feb	0.5	%	0.4	0.4
PMI (Chicago)	mar	56.3		57.0	62.9
Tasso di disoccupazione	mar	3.8	%		3.7
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mar	678	x1000	490	
Salari orari m/m	mar	0.0	%	0.4	
Markit PMI Manif. finale	mar	58.5			
Spesa in costruzioni	feb	1.3	%	1.0	
Indice ISM manifatturiero	mar	58.6		59.0	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **spesa personale** di febbraio ha registrato una variazione modesta di 0,2% m/m (-0,5% m/m in termini reali), ma il dato di gennaio è stato rivisto verso l'alto di 6 decimi a 2,7% m/m (2,1% m/m in termini reali). La spesa per beni è calata di -1% m/m (-2,5% m/m per i beni durevoli), mentre i consumi di servizi sono cresciuti di 0,9% m/m. Il **reddito personale** ha mostrato un incremento di 0,5% m/m, con le retribuzioni in aumento di 0,7% m/m. Il **tasso di risparmio** è salito a 6,3% da 6,1% di gennaio. Come atteso, le variazioni del **deflatore** dei consumi e del **deflatore core** sono state pari a 0,6% m/m (6,4% a/a) e 0,4% m/m (5,4% a/a), rispettivamente. I dati di febbraio confermano che, con il miglioramento del quadro pandemico, si sta rafforzando la rotazione dei consumi dai beni ai servizi.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 26 marzo sono salite a 202 mila da 187 mila della settimana precedente, restando vicine all'intervallo di fluttuazione pre-pandemia e confermando i segnali di piena occupazione.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a marzo ha registrato un modesto rialzo a 107,2 da 105,7 di febbraio. Le condizioni correnti per economia e mercato del lavoro sono in aumento a 153 da 143, mentre le aspettative correggono a 76,6 da 80,8. Il direttore dell'indagine ha affermato che il miglioramento delle condizioni correnti è in linea con una crescita positiva nel 1° trimestre, ma le aspettative riflettono preoccupazioni per l'inflazione (soprattutto prezzo della benzina) e per la guerra in Ucraina. In generale, comunque, l'indagine sottolinea l'importanza del mercato del lavoro per il sostegno dei consumi e quindi della domanda aggregata.

La **Job Openings and Labor Turnover Survey** di febbraio ha evidenziato posizioni aperte pressoché stabili a 11,3 mln (con incrementi nei servizi ricreativi). A febbraio, c'erano 1,8 posizioni aperte per ogni disoccupato. Le dimissioni volontarie sono aumentate marginalmente, a 4,4 mln. Le assunzioni sono in rialzo a 6,7 mln (+263 mila), particolarmente solide nel comparto delle costruzioni. I dati confermano la persistente forza della domanda di lavoro, con indicazioni di

probabili continue pressioni sui salari ma anche di possibile aumento della forza lavoro, grazie al miglioramento della pandemia.

I **prezzi delle case** nelle principali aree metropolitane, misurati con l'indice S&P CoreLogic Case-Shiller, a gennaio sono aumentati di 19,1% a/a, da 18,6% a/a di dicembre.

La stima preliminare della **bilancia commerciale dei beni** di febbraio ha registrato un deficit di 106,6 mld di dollari, da 107,6 mld di gennaio, con rialzi di 1,2% m/m e 0,3% m/m per export e import, rispettivamente.

La stima finale del **PIL del 4° trimestre** ha registrato una marginale revisione verso il basso, con una variazione di 6,9% t/t ann., dopo 2,3% t/t ann. del 3° trimestre. La crescita nel 1° trimestre dovrebbe rallentare a 1,6% t/t ann., per via di un minore accumulo di scorte e di un rallentamento dei consumi, in parte dovuto agli effetti dell'ondata pandemica sui servizi a inizio anno. In base alle indicazioni di dati e indagini, la previsione è di riaccelerazione nel 2° trimestre.

La **stima ADP dei nuovi occupati non agricoli privati** di marzo ha registrato una variazione di 455 mila, circa in linea con il dato di gennaio (475 mila). Il principale contributo viene ancora una volta dal settore ricreativo, con +161 mila occupati. I rialzi sono diffusi a tutti i comparti (e.g., manifatturiero, +54 mila).

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Job to applicant ratio	feb	1.20		1.20	1.21	
Tasso di disoccupazione	feb	2.8		2.8	2.7	
Vendite al dettaglio a/a	feb	1.1	(-6)	%	-0.3	-0.8
Produzione industriale m/m prelim	feb	-0.8		%	0.5	0.1
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T1	17	(+8)		12	14
Tankan, grandi imprese non manif.	T1	10	(9)		5	9
PMI manifatturiero finale	mar	53.2				54.1

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

L'indagine **Tankan** di marzo mostra la prima correzione dal 2020, a 9 da 17 di dicembre per le **grandi imprese manifatturiere**, con la previsione per giugno in ulteriore calo a 9. L'indebolimento dell'attività è diffuso a tutti i comparti, ma particolarmente marcato nel segmento auto che registra un crollo a -15 da -8 ma prevede un miglioramento a 1 per giugno. L'indice per le **grandi imprese non manifatturiere** flette a 9, da 10, con le aspettative a tre mesi in riduzione a 7. Fra i settori, spicca la contrazione nel comparto alberghiero e della ristorazione, in contrazione a -56, da -51, sulla scia delle restrizioni causate dall'ondata pandemica di inizio anno, con una previsione di miglioramento molto moderato, a -38 a giugno. Le imprese riportano crescenti pressioni verso l'alto sui **prezzi** degli input e segnalano trasferimenti sui prezzi di vendita in intensificazione, sia a marzo sia nelle previsioni per giugno. Le previsioni per gli **investimenti** nell'a.f. 2022 vedono una modesta accelerazione nel manifatturiero a 8,4%, ma una flessione a -1,6% nel non manifatturiero. In termini aggregati, i piani di investimento vedono una variazione di 2,2%, da 5,9% dell'a.f. precedente. L'indagine complessivamente conferma un andamento quasi stagnante nel 1° trimestre, sulla scia della frenata dei servizi e dei colli di bottiglia nel manifatturiero, con indicazione di modesta ripresa in primavera.

La **produzione industriale** di febbraio ha deluso le aspettative, con un aumento di solo 0,1% m/m, contro aspettative per un rimbalzo di 0,5% m/m, nonostante una ripresa dell'output nei settori auto e trasporti. Le consegne hanno registrato un calo di -1,3% m/m. Le previsioni delle imprese per i prossimi mesi però sono positive, con attese di rialzo di 3,6% m/m a marzo e di 9,6% m/m ad aprile.

Il **tasso di disoccupazione** a febbraio è sceso a 2,7%, da 2,8% di gennaio, con una correzione di -30 mila disoccupati, occupazione stabile e un incremento della forza lavoro di 30 mila unità. Gli occupati e la forza lavoro hanno seguito l'andamento delle ondate pandemiche, mentre il tasso di disoccupazione ha fluttuato all'interno di un intervallo contenuto, fra 2,7 e 3,1%, dall'inizio della pandemia. Il **jobs-to-applicant ratio** è salito a 1,21 da 1,2, toccando un massimo da fine 2020.

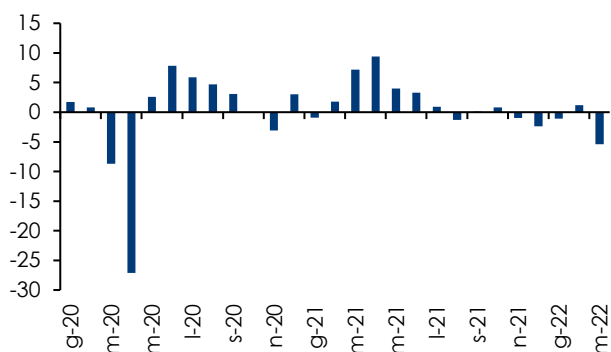
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Fiducia consumatori finale	mar	-18.7		-18.7	-18.7	
EUR	Fiducia servizi	mar	12.9	(13.0)	10.0	14.4	
EUR	Indice di fiducia economica	mar	113.9	(114.0)	109.0	108.5	
EUR	Fiducia industria	mar	14.1	(14.0)	9.0	10.4	
EUR	Tasso di disoccupazione	feb	6.9	(6.8)	%	6.7	6.8
EUR	PMI manifatturiero finale	mar	57.0		57.0	56.5	
EUR	CPI a/a stima flash	mar	5.9		%	6.6	7.5
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	mar	2.9		%	3.3	3.2
FRA	Fiducia consumatori	mar	97	(98)		94	91
FRA	Spese per consumi m/m	feb	-2.0	(-1.5)	%	1.2	0.8
FRA	IPCA a/a prelim	mar	4.2		%	4.8	5.1
FRA	PMI manifatturiero finale	mar	54.8		54.8	54.7	
GER	Fiducia consumatori	apr	-8.5	(-8.1)		-14.0	-15.5
GER	Prezzi import a/a	feb	26.9		%	26.9	26.3
GER	IPCA m/m prelim	mar	0.9		%	1.8	2.5
GER	IPCA a/a prelim	mar	5.5		%	6.7	7.6
GER	CPI (Lander) a/a prelim	mar	5.1		%	6.3	7.3
GER	CPI (Lander) m/m prelim	mar	0.9		%	1.6	2.5
GER	Vendite al dettaglio a/a	feb	10.4	(10.3)	%	6.1	7.0
GER	Vendite al dettaglio m/m	feb	0.0	(2.0)	%	0.5	0.3
GER	Tasso di disoccupazione	mar	5.0		%	5.0	5.0
GER	Variazione n° disoccupati	mar	-32	(-33)	x1000	-20	-18
GER	PMI manifatturiero finale	mar	57.6		57.6	56.9	
ITA	Fatturato industriale a/a	gen	14.5	(14.3)	%		16.9
ITA	Fatturato industriale m/m	gen	-2.0	(-2.1)	%		2.3
ITA	PPI a/a	feb	32.9		%		32.8
ITA	PPI m/m	feb	9.7		%		0.4
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	feb	8.6	(8.8)	%	8.7	8.5
ITA	IPCA m/m prelim	mar	0.8		%	2.8	2.6
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	mar	5.7		%	6.4	6.7
ITA	IPCA a/a prelim	mar	6.2		%	7.2	7.0
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	mar	0.9		%	0.9	1.2
ITA	PMI manifatturiero	mar	58.3		57.0	55.8	
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	feb	-4.17		Mld €		-1.55
SPA	IPCA a/a prelim	mar	7.6		%	8.1	9.8

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

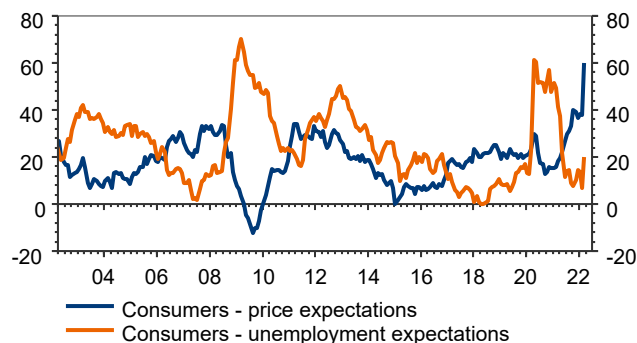
Area euro. L'**indice composito ESI della Commissione Europea** ha registrato la più ampia flessione mensile da aprile 2020, a 108,5 da 113,9 precedente, tornando sui minimi da marzo 2021. Le correzioni più ampie si registrano, oltre che per i consumatori (confermato il calo stimato nella lettura preliminare, a -18,7 da -8,8), tra le imprese del commercio al dettaglio (0,2 da 5,5) e dell'industria (10,4 da 14). I servizi invece salgono a 14,4 da 13, beneficiando del minor rischio pandemico. L'impatto del conflitto si riflette non solo in una maggiore incertezza segnalata dalle imprese (l'Economic Uncertainty Index sale di oltre 10 punti a 25,8) ma anche in un forte incremento delle aspettative sui prezzi di vendita, che toccano nuovi record storici; i consumatori mostrano maggiori preoccupazioni non solo sul fronte inflattivo ma anche per quanto riguarda il mercato del lavoro, che si riflettono in decisioni di spesa più caute. La relazione storica tra ESI e PIL è coerente con una crescita intorno allo 0,1% t/t nel 1° trimestre, in linea con le nostre previsioni, ma l'impatto del conflitto in Ucraina dovrebbe pesare sul ciclo europeo anche nei prossimi trimestri.

L'ESI registra la più ampia flessione mensile da aprile 2020



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea DG Ecofin

Tra i consumatori aumentano sia le aspettative sui prezzi che le preoccupazioni per la disoccupazione

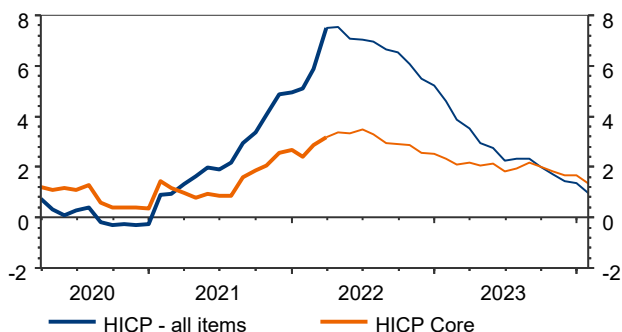


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Commissione Europea DG Ecofin

Area euro. Con un calo delle persone in cerca di occupazione di 181 mila unità, a febbraio il **tasso di disoccupazione** è sceso al 6,8% da un precedente 6,9% (il dato di gennaio è stato rivisto al rialzo di un decimo). Nelle principali economie il progresso ha riguardato Francia (7,4% da 7,5%), Italia (8,5% da 8,6%) e Spagna (12,6% da 12,8%), a fronte di una stabilità in Germania (al 3,1%). Il calo più ampio è stato però registrato in Grecia (11,9% da 12,8% di gennaio), dove il tasso dei senza lavoro è tornato sui minimi dal 2010. È possibile che nei prossimi mesi il rallentamento del ciclo per via del conflitto in Ucraina possa frenare la domanda di lavoro; riteniamo però che l'impatto sulla disoccupazione possa risultare complessivamente contenuto. Nonostante un mercato del lavoro ancora solido (tasso di disoccupazione ai minimi storici) e caratterizzato da strozzature all'offerta (le imprese riportano difficoltà nel reperire manodopera), le pressioni sui salari restano modeste. È possibile che le retribuzioni nominali crescano nei prossimi mesi, ma con una dinamica insufficiente a compensare i lavoratori dalla perdita di potere d'acquisto derivante dal rialzo dell'inflazione.

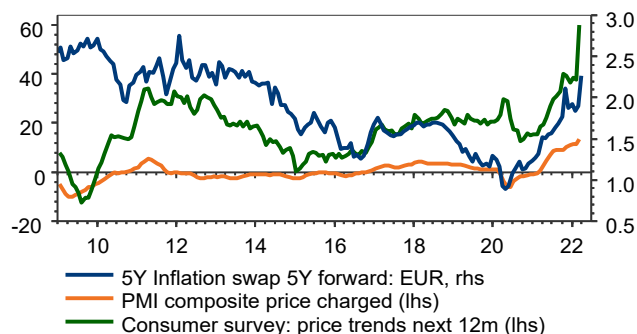
Area euro. L'inflazione a marzo ha registrato un rialzo di 2,5% m/m e l'indice core è cresciuto di 1,1% m/m. Il dato si colloca ben al di sopra della stima di consenso. **L'inflazione headline, a 7,5% a/a da 5,9% precedente, e quella core, a 3,2% a/a, sono sui massimi dal 1998** (ovvero da quando esistono i dati comparabili). Ancora una volta, le variazioni sono ampie e diffuse a tutte le componenti. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dalle componenti più volatili e dai beni manufatti (2,5 m/m), che risentono dell'impatto ritardato dei colli di bottiglia all'offerta. Gli alimentari freschi sono in rialzo di 1,2% m/m, e anche l'energia continua a salire vertiginosamente, con una variazione di 12,5% m/m, guidata dai carburanti. Sulla variazione tendenziale, l'energia (44,7% a/a) spiega direttamente circa il 60% dell'inflazione osservata. Riteniamo che il rallentamento ciclico non frenerà la dinamica sottostante dei prezzi al consumo nel breve periodo ma **per il momento la dinamica salariale non desta particolari preoccupazioni**. L'inflazione core, salita al 3,2% dal 2,9% precedente, è spinta sia dai beni che dai servizi. I beni manufatti ex-energia sono passati al 3,4% dal 3,1% di febbraio, 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 +0,5%. Per i servizi la variazione è stata di 2,7% da 2,5% precedente. **Stimiamo un'inflazione media annua nel 2022 al 6,4%. Le nostre stime per il 2023 prevedono un rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo, che però rimarrà anche il prossimo anno significativamente al di sopra (2,6%) della soglia tollerata dalla BCE**. Il nostro scenario centrale sconta un parziale rientro delle tensioni sul greggio, verso i 90 dollari al barile in media il prossimo anno, e sul gas naturale, a 80 €/MWh. Se, invece, il prezzo delle commodity si mantenesse sui livelli attuali più a lungo, l'inflazione rischierebbe di superare il 3% nel 2023. Riconosciamo che permangono ancora rischi verso l'alto da fattori esogeni; inoltre, è probabile una dinamica più vivace dei salari in corso d'anno. Il permanere dell'inflazione al di sopra del target per un periodo prolungato di tempo rischia di compromettere l'ancoraggio delle attese sui prezzi.

Inflazione headline vs. inflazione core



Fonte: Eurostat

Aspettative di inflazione in forte rialzo

Nota: per il PMI, si riporta la differenza rispetto a 50.
Fonte: Commissione Europea, IHS Markit

Area euro. I PMI manifatturieri di marzo sono stati rivisti al ribasso a 56,5 da 57 della stima flash, la revisione verso il basso riguarda anche gli indici di Francia (54,7 da 54,8) e Germania (56,9 da 57,6). Le indagini risentono del deterioramento del contesto internazionale che era stato catturato solo in parte dalle rilevazioni preliminari, ed è possibile che la tornata di indagini di aprile evidenzii ulteriori correzioni del morale. In **Italia** la prima stima ha registrato un calo superiore alle attese a 55,8 da 58,3 di febbraio: si registra in particolare un deciso rallentamento dell'attività produttiva e degli ordinativi, mentre si allungano ancora i tempi di consegna e riaccelerano i prezzi, pagati e ricevuti. In Spagna infine il PMI manifatturiero è sceso a 54,2 da 56,9.

Germania. A marzo, **l'inflazione** è salita molto più del previsto, da 5,1% a 7,3% a/a sull'indice nazionale e da 5,6% a 7,6% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di 2,5% m/m su entrambe le misure. Il rialzo tendenziale è spiegato dai prezzi dei beni (a 12,3% a/a da 7,9% precedente), ancora spinti al rialzo dalla crescita dei listini energetici (a 39,5% da 22,5% precedente), mentre i servizi rimangono stabili a 2,8%. In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi intorno al 7%, in un contesto di ampia incertezza visto il protrarsi del conflitto in Ucraina.

Germania. Il **tasso di disoccupazione** è risultato stabile in marzo, al 5%. La disoccupazione appare vicina al livello di equilibrio, e si moltiplicano i segnali di difficoltà di reperimento di manodopera da parte delle imprese. In prospettiva, aumenta l'incertezza sulla dinamica del tasso dei senza lavoro: il rincaro delle materie prime e il persistere del conflitto in Ucraina potrebbero pesare sulla ripresa dell'occupazione.

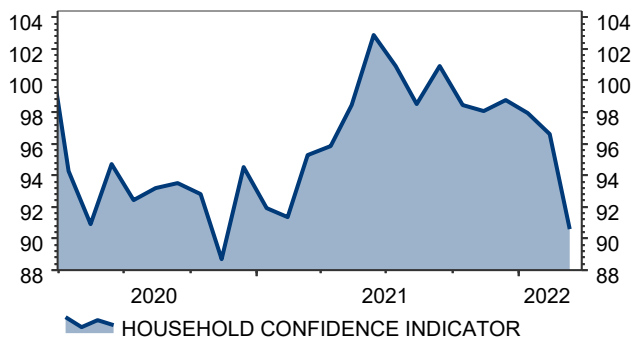
Germania. Le **vendite al dettaglio** sono salite lievemente a febbraio, di 0,3% m/m (7% a/a), dopo la stagnazione registrata nel primo mese dell'anno (dato rivisto da un 2% m/m della prima stima). Ad ogni modo, i consumi in termini reali sono visti in peggioramento a partire da marzo, per l'effetto sui prezzi della guerra russo-ucraina.

Germania. I **prezzi all'import** di febbraio hanno visto una lieve decelerazione, a 26,3% a/a da 26,9% di gennaio. Nonostante il calo modesto, il dato rimane su livelli elevati ed è atteso tornare a crescere nei prossimi mesi.

Francia. La **fiducia dei consumatori**, per il mese di marzo, ha riportato un netto calo di 6 punti, a 91 (il dato di febbraio è stato rivisto verso l'alto di 1 punto), ampiamente sotto la media di lungo periodo (100). La lettura riflette il contributo negativo di tutte le componenti dell'indagine. In ampio aumento il saldo delle opinioni relativo alla percezione sui prezzi futuri (+50 punti) e – seppure in misura più moderata – i saldi relativi a: situazione finanziaria futura (-16 punti), capacità di risparmio attesa (-9 punti) e standard di vita nei 12 mesi successivi (-21 punti). A marzo peggiora

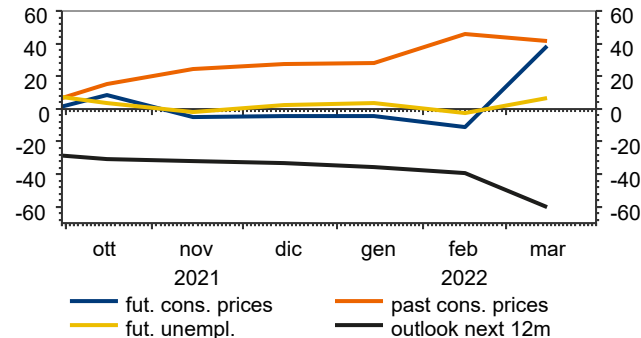
di 9 punti anche il saldo sulla disoccupazione attesa, che pure resta su livelli storicamente contenuti. Per il mese di aprile non è atteso un significativo miglioramento, sulla scia di un quadro geopolitico ancora molto complesso nonché dei rischi verso l'alto sui prezzi.

La fiducia delle famiglie si riporta sui livelli più bassi da febbraio 2021



Fonte: INSEE

Balza l'inflazione attesa, e tornano a crescere i timori di disoccupazione



Fonte: INSEE

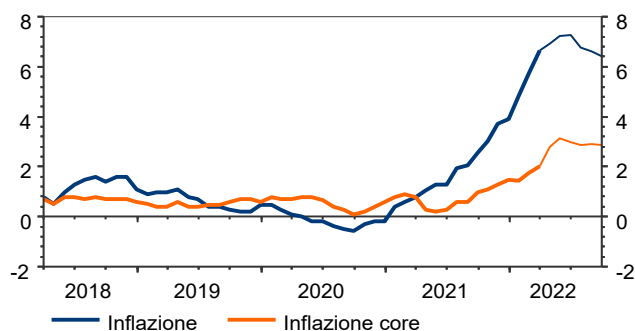
Francia. La **spesa per consumi** di beni, a febbraio, è tornata a crescere, dopo il calo di gennaio, seppure ad un tasso inferiore alle attese (0,8% m/m a fronte di un consenso a 1,2%); il dato di gennaio è stato rivisto da -1,5% a -2% m/m. La lettura riflette l'ampio recupero dei beni manufatti (+2,2% dopo -2,9%), in particolare nell'abbigliamento (+10,5% dopo -15%), a fronte di una ulteriore contrazione nell'alimentare (-0,2% dopo -1,5%) e nella spesa per energia, al terzo calo mensile consecutivo (-0,3% dopo ribassi di oltre un punto in ciascuno dei due mesi precedenti). Per marzo ci attendiamo una nuova contrazione dei consumi in termini reali, per effetto degli ulteriori rincari.

Francia. La **stima flash** indica che a marzo l'**inflazione** è salita al 4,5% da 3,6% precedente sull'indice nazionale e al 5,1% dal 4,2% sull'armonizzato (su livelli più moderati rispetto alla media dell'Eurozona, anche grazie agli interventi calmieranti del Governo, più incisivi che altrove). Il dato ha sorpreso al rialzo. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento di 1,4% sull'indice nazionale e 1,6% su quello armonizzato. Il rialzo tendenziale è spiegato principalmente dalla componente energia (a 28,9% a/a da 21,1%), per via del rincaro dei prodotti petroliferi; crescono anche gli alimentari (a 2,8% a/a da 2,1% precedente), e, in minor misura, i servizi (2,3% a/a da 2,2% precedente). In media annua, l'inflazione dovrebbe toccare il 4,4% (4,8% sull'indice armonizzato) nel 2022, su livelli decisamente inferiori alla media Eurozona.

Italia. A marzo l'**inflazione** calcolata sull'indice nazionale è salita a un massimo dal 1991, al 6,7% a/a (contro attese ferme a 6,4%) da 5,7% a febbraio. L'inflazione armonizzata ha raggiunto il 7% a/a da un precedente 6,2%. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 1,2% m/m sul NIC e di 2,6% m/m sull'IPCA. **A spingere i rincari mensili sono stati ancora energia e alimentari:** i listini energetici sono cresciuti di 6,9% m/m, trainati soprattutto dalla componente non regolamentata (8,9% m/m, con la benzina a 12% m/m e 31% a/a e il gasolio sia per mezzi di trasporto che per riscaldamento in crescita ancora maggiore); gli alimentari sono rincarati di 0,9% m/m. Ad ogni modo, **è ancora l'energia** (52,9% a/a da 45,9% di febbraio) **a spiegare oltre il 60% dell'inflazione corrente.** Le misure calmieranti del Governo potrebbero però frenare, almeno in parte, la dinamica dell'energia nei prossimi mesi: **le tariffe per luce e gas sono attese in calo di circa il 10% da aprile** (e gli aumenti registrati a marzo rispetto a dicembre, dell'ordine del 35%, sono inferiori ai valori che erano indicati per il 1° trimestre dall'Authority ovvero 55% per la luce e 42% per il gas); inoltre, il taglio delle accise entrato in vigore dal 22 marzo sta già facendo scendere i listini dei carburanti: **i prezzi di benzina e diesel al 28 marzo risultano in calo di oltre -12,5% rispetto a una settimana prima** (nello stesso periodo i prezzi industriali per benzina e diesel sono aumentati del 3,1% e del

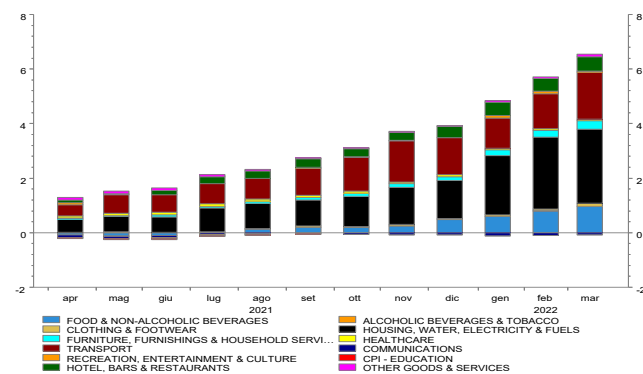
2,8%). L'inflazione di fondo è salita in misura più moderata a marzo, al 2% a/a da un precedente 1,7%; ci aspettiamo però ulteriori rialzi nei prossimi mesi. La crescita di marzo è dovuta ai prezzi dei beni (8,6% da 10,2%) a fronte di una dinamica più contenuta per i servizi (stabile all'1,8%): il differenziale tra l'inflazione di servizi e quella di beni resta ancora negativo e in ampliamento rispetto a febbraio (-8,4% da -6,8%). **Riteniamo che l'inflazione possa salire ancora nei prossimi mesi, verosimilmente rimanendo al di sopra dei livelli di marzo almeno per tutti i mesi primaverili.** La media d'anno potrebbe attestarsi ad almeno 6,5% nel 2022 e 2,5% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto. Le nostre previsioni si basano sull'ipotesi di un ridimensionamento delle tensioni sui prezzi del greggio (intorno ai 90 dollari al barile in media nel 2023) e del gas naturale (a 80 euro al Megawattora), pertanto **nel caso in cui i prezzi delle materie prime energetiche dovessero restare sui livelli correnti ancora a lungo, l'inflazione potrebbe superare il 3% nel 2023.**

L'inflazione è salita più del previsto a marzo, ed è attesa accelerare ancora nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Sono ancora alimentari ed energia a trainare i rincari ma anche le altre componenti iniziano ad evidenziare maggiori pressioni

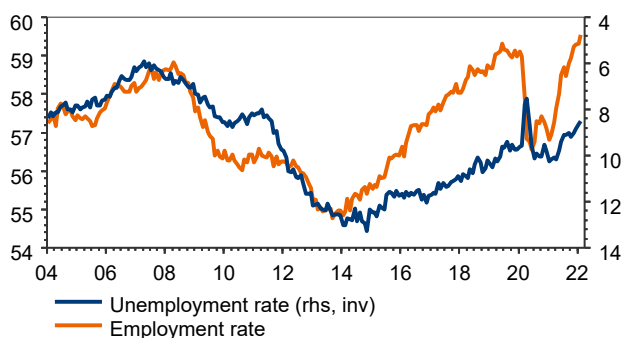


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Italia. A febbraio il **tasso di disoccupazione** è calato a 8,5% da un precedente 8,6%. Si registra un calo delle persone in cerca di occupazione (-30 mila unità) e degli inattivi (-79 mila), mentre gli occupati sono tornati a crescere dopo due mesi di sostanziale stagnazione (+81 mila). Il tasso di occupazione ha quindi toccato un record dall'inizio delle serie storiche, a 59,6%, mentre il tasso di attività è salito al 65,2% (ancora al di sotto dei livelli pre-Covid). Come nei mesi precedenti, però, la maggior parte dei posti di lavoro creati a febbraio è di natura temporanea (+133 mila a 3,2 milioni, un massimo dal 1977), a fronte di un calo per i dipendenti permanenti (-109 mila). Al momento la domanda di lavoro da parte delle imprese è ancora positiva ma è possibile che nei prossimi mesi la dinamica occupazionale possa frenare per via del rallentamento ciclico dovuto al conflitto in Ucraina. L'impatto complessivo sul tasso di disoccupazione potrebbe risultare complessivamente contenuto ma la prevalenza di contratti temporanei tra le nuove assunzioni rappresenta comunque un rischio.

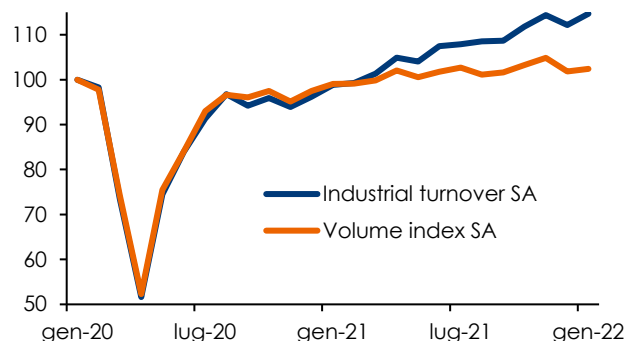
Italia. A gennaio il **fatturato nell'industria** è tornato a crescere dopo la battuta d'arresto registrata a dicembre, di 2,3% m/m da -2% precedente. L'indice destagionalizzato tocca così un massimo dall'inizio delle rilevazioni nel 2000. Nel mese il progresso congiunturale è più ampio per il mercato domestico (2,7%) che estero (1,3%); tra i principali raggruppamenti di industrie, sono beni strumentali (3,8%), intermedi (2,7%) ed energia (2,9%) a registrare i maggiori incrementi, a fronte di una sostanziale stagnazione per i beni di consumo. In termini tendenziali e corretti per i giorni lavorativi, la crescita del fatturato accelera al 16,9% da un precedente 14,5%, con progressi diffusi a tutti i settori ad eccezione della farmaceutica (e di un ancora stagnante comparto dei trasporti). La robusta performance del fatturato negli ultimi mesi non è spiegata soltanto da una solida domanda ma anche dall'effetto del forte aumento dei prezzi. Se si considera l'indicatore di volume di fatturato, la crescita risulta infatti decisamente più contenuta (0,5% m/m, 3,3% a/a).

Cala il tasso di disoccupazione a febbraio, massimo storico per il tasso di occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

La forte crescita del fatturato industriale nel corso del 2021 è in parte dovuta all'effetto-prezzi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Italia. A febbraio il **PPI** è cresciuto di 0,4% m/m da 9,7% del mese precedente (in aumento per il quindicesimo mese consecutivo). L'inflazione dei prezzi alla produzione ha quindi decelerato di un decimo al 32,8% a/a. A febbraio si registra un modesto calo dei prezzi dell'energia (-0,5% m/m, +112,3% a/a), che dovrebbero però tornare a crescere già da marzo, mentre si registrano ulteriori rincari negli altri comparti, soprattutto per i beni intermedi (1,4% m/m, 19,8% a/a). Vediamo un'intensificazione delle pressioni sui prezzi alla produzione già a marzo. Le forti pressioni a monte della filiera produttiva non si sono ancora completamente trasferite sui prezzi al consumo.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	mar	51.2		48.8
PMI manifatturiero - NBS	mar	50.2	49.9	49.5
PMI non manifatturiero - NBS	mar	51.6		48.4
PMI manifatturiero - Caixin	mar	50.4	50.0	48.1

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

Gli indici PMI pubblicati dal NBS hanno risentito delle misure di contenimento della peggiore ondata di contagi dall'inizio della pandemia e in parte degli effetti dello scoppio della guerra tra Russia e Ucraina, registrando una flessione che ha coinvolto in maniera modesta il settore industriale ma molto più significativa quello dei servizi. Il **PMI manifatturiero** è sceso da 50,2 in febbraio a 49,5 in marzo, più delle attese (consenso Bloomberg 49,8), pur rimanendo sopra i minimi di ottobre 2021. Al calo ha contribuito soprattutto la contrazione degli ordini sia esteri (scesi da 49,0 in febbraio a 47,2 in marzo) sia totali (scesi da 50,7 in febbraio a 48,8 in marzo) e degli acquisti, associata a una diminuzione di tutte le altre componenti ad eccezione di quella dei prezzi degli input, balzata da 60 in febbraio a 66,1 in marzo. Mentre l'attività delle grandi imprese ha subito solo un marginale rallentamento del ritmo di espansione, quella delle medie aziende ha registrato una contrazione dopo quattro mesi di aumento e quella delle piccole è rimasta in calo per l'undicesimo mese consecutivo nonostante un marginale miglioramento. Il PMI delle piccole e medie imprese pubblicato da Standard Chartered segnala, al contrario, un aumento del ritmo di espansione dell'attività, mentre l'indice sulle condizioni imprenditoriali pubblicato da CKGSB (Cheung Kong Graduate School of Business) registra un calo di oltre due punti (da 53,8 in febbraio a 51,3 in marzo) ma rimane ancora in territorio espansivo.

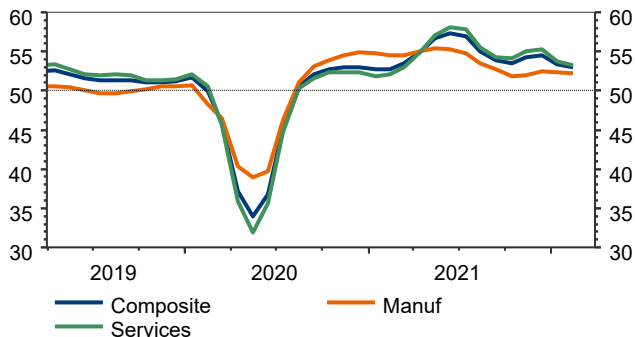
Il calo del **PMI** del settore **non manifatturiero** è stato più importante di quello del PMI manifatturiero, da 51,6 in febbraio a 48,4 in marzo (consenso Bloomberg 50,3), e determinato essenzialmente dalla contrazione del ritmo di attività nel settore dei servizi. L'indice dei servizi è infatti sceso per la prima volta al di sotto di 50 da settembre 2021, portandosi da 50,5 in febbraio a 46,7 in marzo, pur rimanendo al di sopra dei minimi di agosto (45,2). La flessione ha riguardato

tutte le componenti ad eccezione di quelle dei prezzi, e le aspettative sono scese a 53,3, al di sotto dei minimi di gennaio 2021 (55,3). Al contrario l'indice PMI del settore costruzioni è salito per il secondo mese consecutivo arrivando a 58,1 in marzo da 57,6 in febbraio nonostante un rallentamento del ritmo di espansione degli ordini e un ritracciamento delle aspettative dai picchi di febbraio. Il PMI composito è sceso per la prima volta al di sotto di 50 da sei mesi portandosi da 51,2 in febbraio a 48,8 in marzo, sui minimi di agosto 2021 (48,9).

Anche l'indice **PMI manifatturiero Caixin Markit** ha risentito significativamente delle misure di contenimento dei contagi registrando il più ampio calo da marzo 2020, superiore di quasi un punto rispetto a quello del PMI del NBS. L'indice è infatti passato da 50,4 in febbraio a 48,1 in marzo. La flessione è stata determinata da una significativa contrazione degli ordini interni (da 51,5 in febbraio a 45,4 in marzo), delle commesse estere (da 48,3 in febbraio a 44,5 in marzo) e della produzione, nonché da un aumento dei tempi di consegna. Gli elevati e crescenti costi delle materie prime hanno costretto le imprese ad attingere alle scorte di input e di prodotti finiti, ulteriormente scese, mentre la componente occupazione è salita in territorio marginalmente espansivo per la prima volta dopo sette mesi. Le imprese hanno citato l'incertezza sull'evoluzione della pandemia, la guerra tra Russia e Ucraina e l'aumento dei prezzi delle materie prime tra i fattori che hanno maggiormente depresso la fiducia.

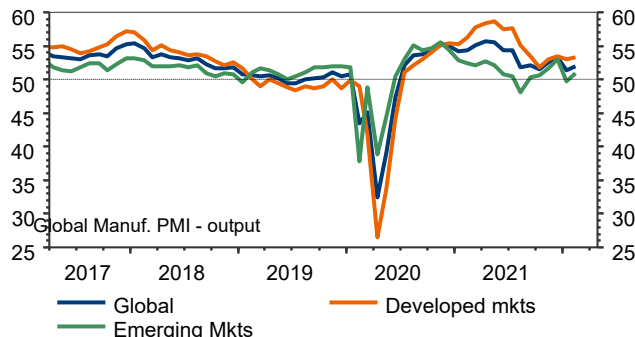
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



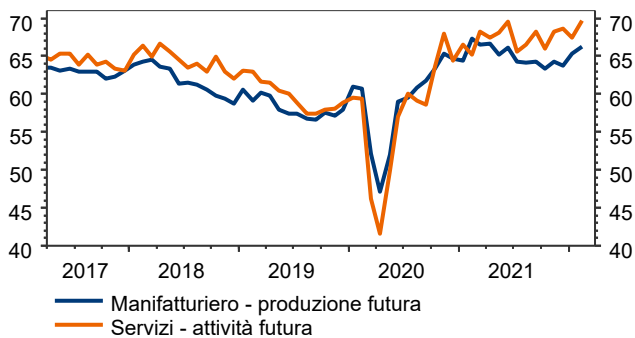
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



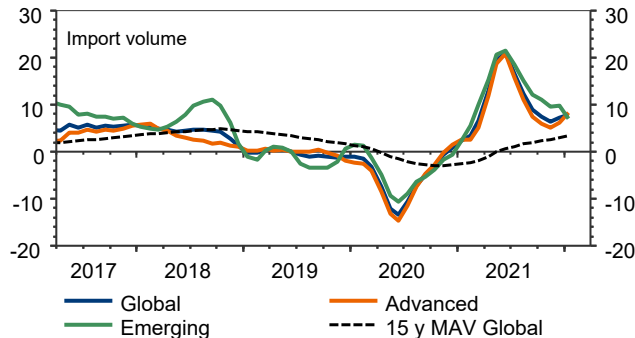
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



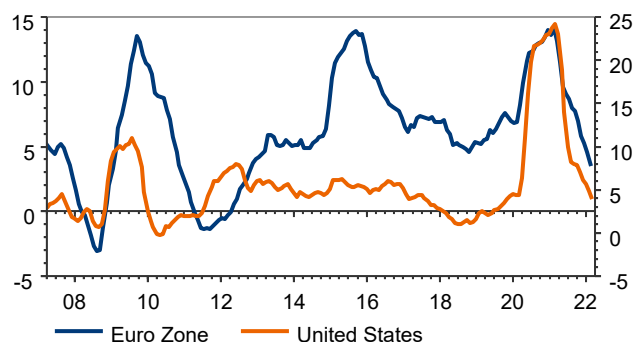
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



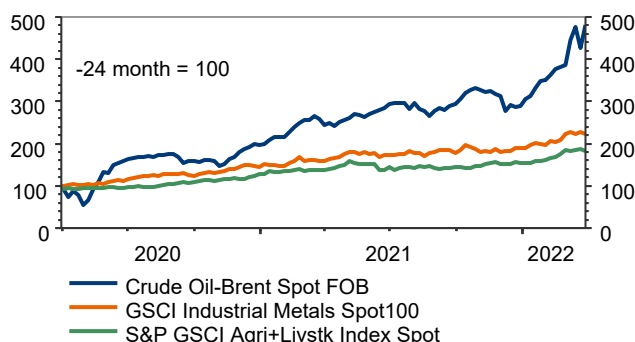
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

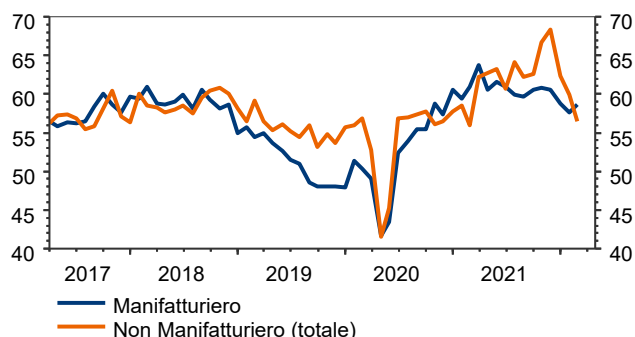
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

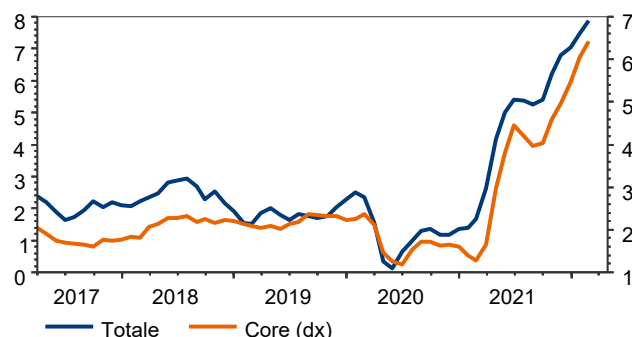
Stati Uniti

Indagini ISM



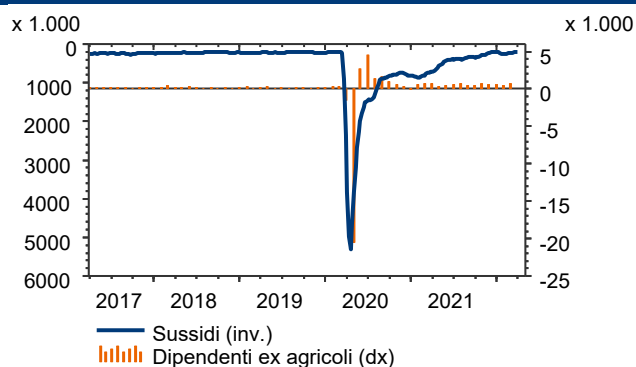
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



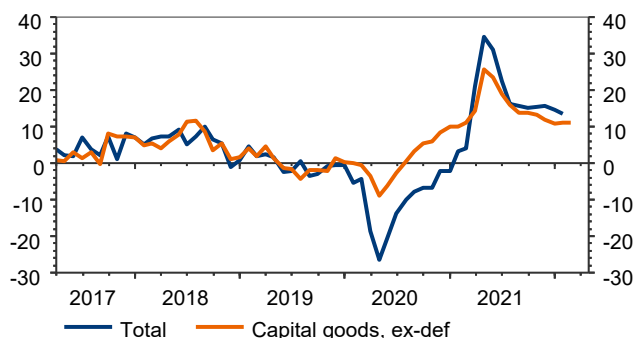
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

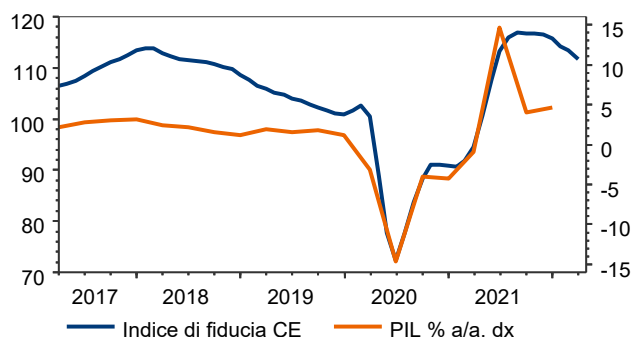
Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	3.3	2.2	0.5	12.2	4.9	5.5	4.3	3.4	3.5	2.2
- trim./trim. annualizzato				6.3	6.7	2.3	6.9	1.6	2.8	2.7	1.9
Consumi privati	7.9	3.0	2.1	11.4	12.0	2.0	2.5	3.3	2.2	2.0	2.0
IFL - privati non residenziali	7.4	5.3	3.3	12.9	9.2	1.7	2.9	8.1	5.5	6.3	2.2
IFL - privati residenziali	9.2	0.4	1.0	13.3	-11.7	-7.7	2.2	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	4.5	6.0	5.2	-2.9	7.6	-5.3	22.4	1.5	5.8	5.1	4.4
Importazioni	14.0	7.2	4.9	9.3	7.1	4.7	17.9	4.1	5.1	4.9	5.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	1.0	0.3	-3.8	-1.7	2.1	5.3	-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	3.5	3.4

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

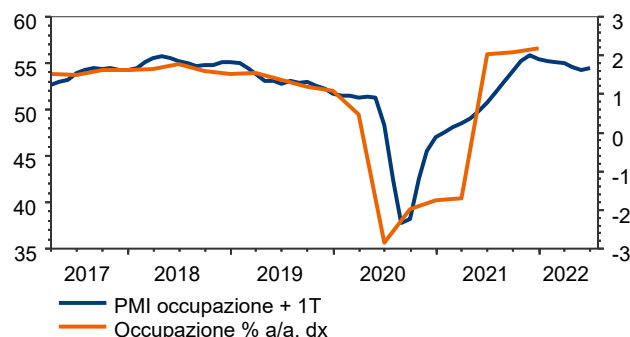
Area euro

PIL



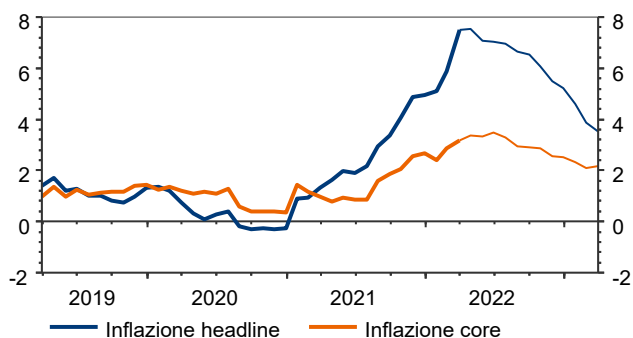
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	7.5	3.5
aprile	1.6	7.5	2.9
maggio	2.0	7.1	2.8
giugno	1.9	7.0	2.2
luglio	2.2	7.0	2.3
agosto	3.0	6.6	2.3
settembre	3.4	6.5	2.0
ottobre	4.1	6.1	1.7
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	2.6	1.1	1.8	2.8	4.6	6.2	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	6.7	6.5	8.2	8.1	7.5	7.1	6.8	6.7	6.8	6.7
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.49	0.13	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.52	-0.50	-0.39

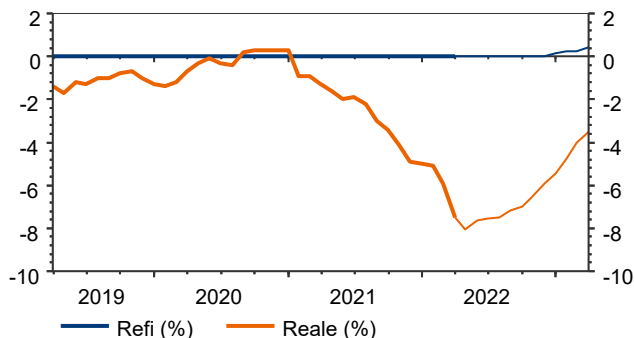
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50
Euribor 1m	-0.56	-0.58	-0.53	-0.54	-0.55	-0.52	-0.33	-0.04
Euribor 3m	-0.55	-0.57	-0.46	-0.46	-0.52	-0.48	-0.26	0.01

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

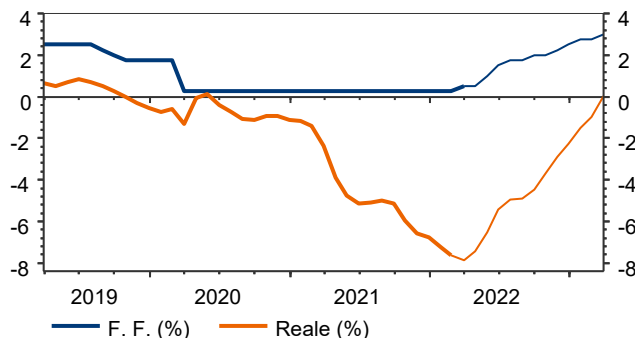


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
Fed Funds	0.25	0.25	0.50	0.50	1.50	2.00	2.50	3.00
OIS 3m	0.08	0.12	0.72	0.72	1.31	1.87	2.49	2.99

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

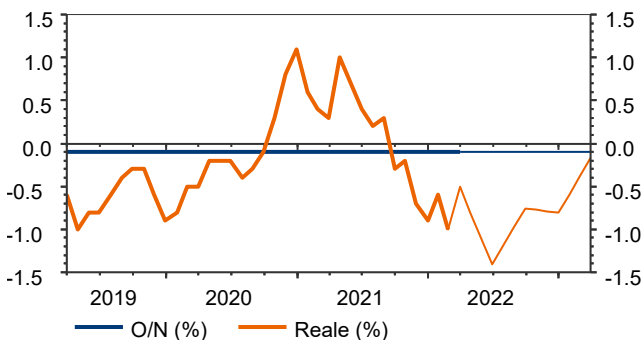


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
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	0.00	0.00	-0.04	-0.06	-0.06	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

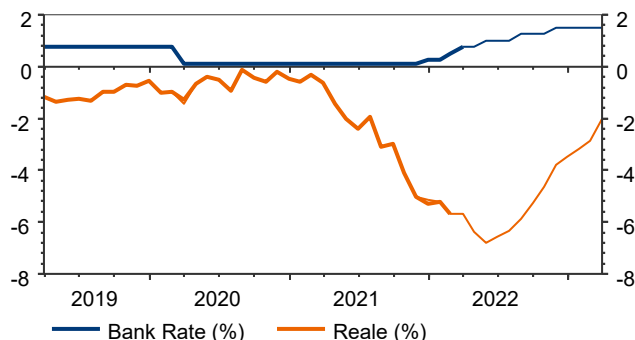


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	31/3	giu	set	dic	mar
Bank rate	0.10	0.25	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50	1.50
Libor GBP 3m	0.08	0.26	1.03	1.03	1.20	1.45	1.50	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	1/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.17	1.16	1.13	1.12	1.1057	1.06	1.09	1.12	1.15	1.20
USD/JPY	107	111	111	115	115	122.38	121	122	123	123	122
GBP/USD	1.24	1.38	1.35	1.35	1.34	1.3138	1.30	1.35	1.36	1.40	1.44
EUR/CHF	1.06	1.11	1.08	1.03	1.02	1.0218	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	118	130	129	130	128	135.33	128	133	138	141	146
EUR/GBP	0.88	0.85	0.86	0.84	0.83	0.8414	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 Research Network

Economista - Asia ex Giappone

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