

Weekly Economic Monitor

Il punto

BCE: dopo la riunione di politica monetaria di aprile, alcuni governatori di banche centrali nazionali hanno dichiarato l'intenzione di sostenere un nuovo anticipo del primo rialzo dei tassi. Anche un membro del Comitato esecutivo, il vicepresidente De Guindos, si è detto possibilista riguardo a un **rialzo dei tassi il 21 luglio**. Se tale posizione fosse stata prevalente già il 14 aprile, probabilmente qualche avviso sarebbe già stato lanciato nella conferenza stampa, e non è accaduto. Tuttavia, è chiaro che, come minimo, a giugno questa opzione sarà sul tavolo.

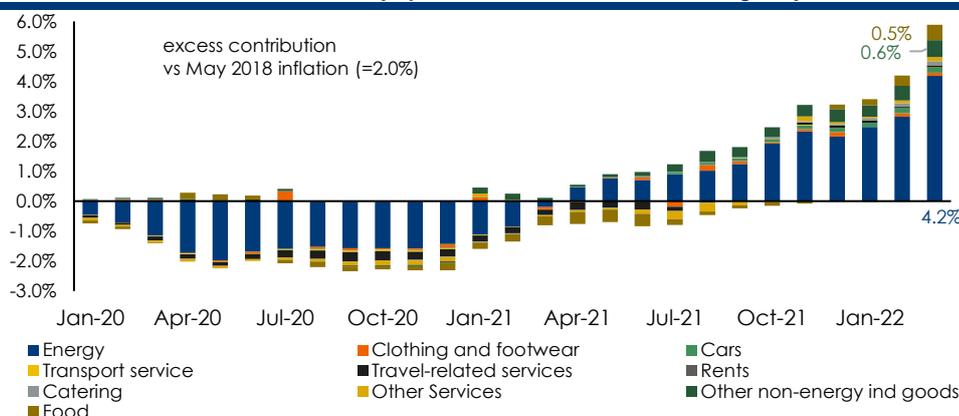
Secondo turno elezioni presidenziali francesi: le chance di riconferma del Presidente uscente Macron sembrano essere aumentate nelle ultime due settimane. Cruciale sarà l'orientamento degli elettori di Mélenchon, nonché il ruolo dell'astensione.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana entrante si prospetta ricca di dati rilevanti. Le prime stime sul PIL dovrebbero evidenziare un'economia sostanzialmente stagnante in Germania, Francia e nel complesso dell'Eurozona nel 1° trimestre. Potrebbero essersi invece contratte l'economia italiana e quella spagnola. Le rilevazioni sui prezzi al consumo di aprile dovrebbero riportare un modesto rallentamento dell'inflazione in Germania e in media nell'area euro e un'accelerazione in Italia e Francia; i rischi per i prossimi mesi restano ovunque al rialzo. Gli indici Istat in Italia e IFO in Germania, nonché le indagini della Commissione Europea per l'area euro, dovrebbero evidenziare una nuova flessione del morale ad aprile, in scia alle tensioni internazionali.

Negli **Stati Uniti**, i dati in uscita questa settimana dovrebbero dare informazioni positive sullo scenario congiunturale. Le indagini di fiducia dei consumatori ad aprile dovrebbero essere in moderato miglioramento, sulla scia del mercato del lavoro sempre forte. Fra i dati di marzo, gli ordini di beni durevoli sono attesi in rialzo, con segnali favorevoli per gli investimenti delle imprese. Le vendite di case nuove dovrebbero invece confermare la frenata per il settore immobiliare residenziale. La spesa e il reddito personale di marzo sono previsti in aumento, con un'accelerazione dei consumi di servizi. Il deflatore core di marzo dovrebbe essere in rialzo di solo 0,3% m/m, con rallentamento della dinamica mensile solo transitorio. Infine, la prima stima del PIL del 1° trimestre, con una variazione attesa di 1,1% t/t ann., dovrebbe essere frenata da contributi negativi di scorte e canale estero, a fronte di una crescita solida per consumi e investimenti.

Area euro: in marzo, l'eccesso di inflazione rispetto al 2% è dovuto per il 76% ai rincari dell'energia, e per il resto ai rincari di altri beni e servizi (in parte, trasferimento di rincari energetici)



Nota: gli istogrammi indicano quanto dell'eccesso di inflazione rispetto al 2% è dovuto allo specifico raggruppamento merceologico. Fonte: elaborazioni su dati Eurostat

22 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

BCE: dopo la riunione di politica monetaria di aprile, alcuni governatori di banche centrali nazionali hanno dichiarato l'intenzione di sostenere un nuovo anticipo del primo rialzo dei tassi. Anche un membro del Comitato esecutivo, il vicepresidente De Guindos, si è detto possibilista riguardo a un **rialzo dei tassi il 21 luglio**. Se tale posizione fosse stata prevalente già il 14 aprile, probabilmente qualche avviso sarebbe già stato lanciato nella conferenza stampa, e non è accaduto. Tuttavia, è chiaro che, come minimo, a giugno questa opzione sarà sul tavolo.

- In questi giorni, tre governatori di Banche centrali nazionali (Nagel, Wunsch e Kazāks) hanno espresso una preferenza chiara per un percorso ancora più accelerato verso il rialzo dei tassi: chiusura degli acquisti netti a fine giugno o inizio luglio e primo rialzo dei tassi il 21 luglio, finendo il 2022 con un tasso sui depositi positivo. Giovedì, il vicepresidente Luis de Guindos ha dichiarato questo scenario "una possibilità", affermando comunque il suo pieno appoggio all'opzione di interrompere gli acquisti netti già in luglio.
- Si badi che in questi giorni abbiamo ascoltato esclusivamente membri del Consiglio direttivo che erano già a favore di un percorso più rapido rispetto a quello che rappresentava il punto di compromesso. I 'falchi' nel Consiglio direttivo sono probabilmente imbalanzati dall'evidenza che la riduzione degli acquisti non sta causando significativi problemi di 'frammentazione' del mercato, che era uno dei fattori di rischio a favore di un approccio graduale. La tesi che uno shock molto prolungato sui prezzi all'importazione comporti maggiori rischi di attivare una spirale prezzi-salari è ampiamente condivisa, e le indagini recenti hanno mostrato forti aumenti delle aspettative di inflazione tra imprese e famiglie. I dati dei prezzi (per esempio, i dettagli dell'IPCA di marzo pubblicati giovedì) mostrano che siamo nel pieno dell'ondata di trasmissione dei rincari di costi ai prezzi finali, che durerà ancora diversi mesi.

Ma se la necessità di un'accelerazione fosse già stata condivisa in aprile, ne sarebbe emersa qualche indicazione nella conferenza stampa della presidente Lagarde, come era avvenuto a febbraio per il precedente cambio di passo. Così non è stato. D'altronde, non c'è ancora evidenza di un'accelerazione dei salari, ci sono motivi per pensare che le imprese con margini di profitto in calo oppongano resistenza a concessioni salariali e la distruzione della domanda legata all'inflazione è appena iniziata. Quindi, **un rialzo dei tassi a luglio (che ora è tornato a essere scontato al 100% dal mercato monetario) è sì un'opzione, ma non una certezza.**

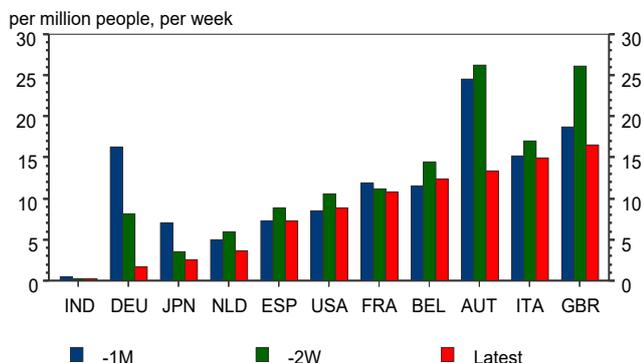
- Il problema è che **lo scenario economico è così incerto che la stessa Banca centrale ha rinunciato a impegnarsi a rispettare un piano di normalizzazione**, optando invece di rivedere la propria posizione ogni trimestre, in connessione alla revisione delle proiezioni dello staff (la "opzionalità"). Da qui a giugno, l'economia potrebbe restare nell'ambito della forbice di scenari comunicata a marzo, per quanto riguarda la crescita reale: allora, considerando che l'inflazione continua a essere più alta rispetto a quanto previsto dallo staff, i 'falchi' potrebbero convincere altri colleghi, e il consenso potrebbe spostarsi verso un rialzo dei tassi a luglio. Ma se si verificassero problemi con gli approvvigionamenti di gas in maggio (per esempio, in connessione al nuovo meccanismo di pagamento delle forniture richiesto dalla Russia), il rallentamento dell'economia reale potrebbe essere *molto* più rapido, il PIL potrebbe contrarsi e le tensioni sui mercati finanziari si intensificherebbero. In tal caso, malgrado il nuovo aumento dell'inflazione che probabilmente ne scaturirebbe, la BCE dovrebbe rinviare il rialzo dei tassi. Inoltre, non si può neppure dare per scontato che la situazione divenga meno incerta dopo giugno.
- Alla fin della fiera, non cambierà molto se i tassi zero saranno raggiunti a settembre o a dicembre (come è la nostra previsione attuale). Inoltre, non è vietato alzare i tassi ufficiali di 50 punti base, e quindi l'azzeramento del tasso sui depositi potrebbe essere fatto tutto a settembre, se si volesse, anche senza muoversi a luglio. Il nostro scenario preferito resta quello di un primo rialzo a settembre, seguito da un secondo a ottobre o dicembre. Ma è evidente che l'opzione di avviare la fase di rialzi già a luglio sarà discussa alla prossima riunione.

Secondo turno elezioni presidenziali francesi: le *chance* di riconferma del Presidente uscente Macron sembrano essere aumentate nelle ultime due settimane. Cruciale sarà l'orientamento degli elettori di Mélenchon, nonché il ruolo dell'astensione.

- Domenica 24 aprile, con il ballottaggio tra Emmanuel Macron e Marine Le Pen, in Francia si concluderanno le elezioni Presidenziali 2022. Il primo turno si era chiuso con il 27,85% dei voti a favore di Macron (lievemente al di sopra del 26-27% circa del quale era accreditato dai sondaggi alla vigilia), contro il 23,15% di Marine Le Pen (circa in linea con i sondaggi pre-voto). Una sorpresa era giunta dai consensi per il candidato di estrema sinistra Mélenchon, che aveva conquistato il 21,95% dei voti mentre alla vigilia era visto in una forchetta tra il 16% e il 18%. Gli altri candidati sono risultati piuttosto distanziati (Zemmour si è fermato al 7,07%).
- Secondo i sondaggi sulle intenzioni di voto in un ballottaggio tra Emmanuel Macron e Marine Le Pen, **il vantaggio del Presidente uscente** sulla leader di *Rassemblement National*, che prima del voto del 10 aprile si attestava in media attorno ai cinque punti percentuali, **è cresciuto dopo il primo turno, sino ad essere, nelle ultime rilevazioni, superiore ai 10 punti percentuali**. Lo scarto maggiore è riportato da Ipsos in un sondaggio condotto all'indomani del dibattito tra i due candidati (svoltosi mercoledì 20 aprile), che attribuisce a Macron il 57,5% dei consensi contro il 42,5% a Marine Le Pen; secondo lo stesso sondaggio, il tasso di incertezza dell'elettorato sarebbe appena al 7% per i sostenitori di Macron e all'11% per quelli di Le Pen.
- Uno dei fattori che sembra aver spostato consenso a favore del Presidente uscente è stato proprio il **dibattito televisivo tra i due candidati**: il 59% ritiene che Macron sia risultato più convincente, soprattutto sulle tematiche economiche e ambientali (fonte: sondaggio Elabe per BFM TV; nel 2017 la stessa indagine aveva attribuito a Macron il 63% dei favori).
- **Ago della bilancia potrebbero risultare gli elettori di Jean-Luc Mélenchon**: sempre secondo Ipsos (dati al 21 aprile), se quasi la metà di chi ha votato il leader di *La France Insoumise* non sceglie tra i due candidati al ballottaggio, gli altri si schierano più dalla parte di Emmanuel Macron (34%) che di Marine Le Pen (18%).
- Un altro ruolo chiave sarà svolto dall'astensione: la partecipazione è attesa tra il 71% e il 75% (sarebbe il dato più basso per un secondo turno dalle elezioni presidenziali dal 1969). **È possibile che sorprese al ribasso sulla partecipazione possano favorire il candidato più moderato, e attualmente dato per favorito, ovvero il Presidente uscente**.
- In sintesi, lo scenario ad oggi più probabile resta quello di una riconferma di Macron, che sarebbe verosimilmente accolta con favore dagli investitori in quanto segnale di stabilità e continuità in politica economica e politica estera, anche se **bisognerà aspettare le legislative del 12 e 19 giugno per capire se lo scenario parlamentare sarà meno favorevole** al Presidente uscente rispetto alla passata legislatura. Una vittoria a sorpresa di Marine Le Pen, un rischio oggi per nulla scontato dai mercati finanziari, potrebbe implicare spinte verso una minore integrazione europea, e un minor rigore in tema di politica fiscale, anche se le sue posizioni appaiono oggi meno estreme di quelle di 5 anni fa.

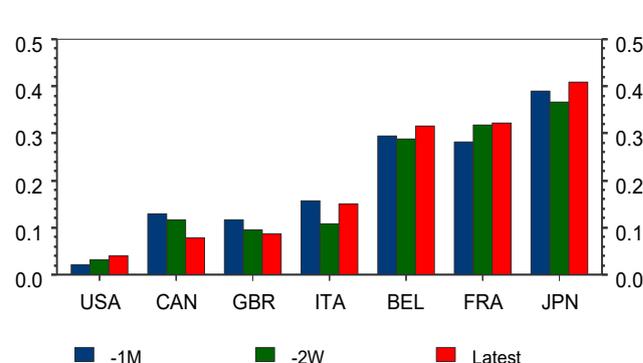
Monitor dell'impatto Covid

Mortalità da Covid-19



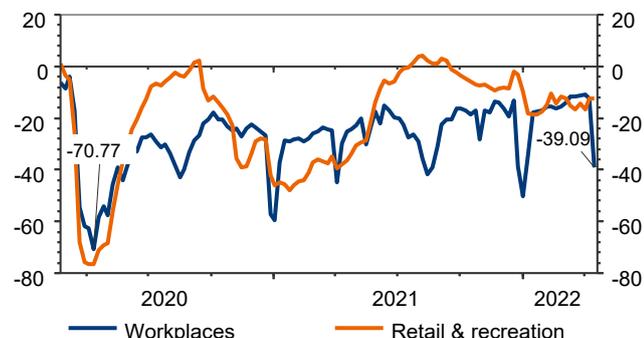
Fonte: OMS, OurWorldInData

Quota di test positivi



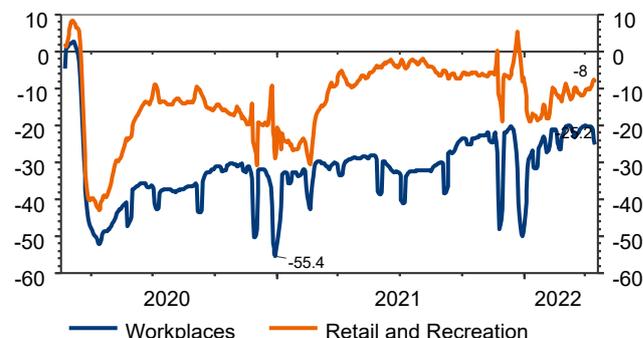
Fonte: OurWorldInData

Area euro – media settimanale degli indici di mobilità



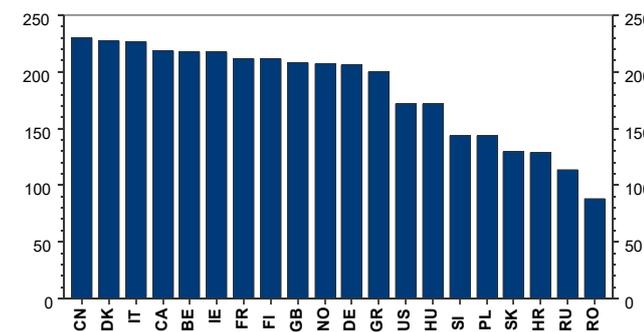
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

Stati Uniti – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

Covid-19 - vaccini: dosi somministrate ogni 100 individui



Fonte: OMS, OurWorldInData

Giappone – indici di mobilità



Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana entrante si prospetta ricca di dati rilevanti. Le prime stime sul PIL dovrebbero evidenziare un'economia sostanzialmente stagnante in Germania, Francia e nel complesso dell'Eurozona nel 1° trimestre. Potrebbero essersi invece contratte l'economia italiana e quella spagnola. Le rilevazioni sui prezzi al consumo di aprile dovrebbero riportare un modesto rallentamento dell'inflazione in Germania e in media nell'area euro e un'accelerazione in Italia e Francia; i rischi per i prossimi mesi restano ovunque al rialzo. Gli indici Istat in Italia e IFO in Germania, nonché le indagini della Commissione Europea per l'area euro, dovrebbero evidenziare una nuova flessione del morale ad aprile, in scia alle tensioni internazionali.

Negli **Stati Uniti**, i dati in uscita questa settimana dovrebbero dare informazioni positive sullo scenario congiunturale. Le indagini di fiducia dei consumatori ad aprile dovrebbero essere in moderato miglioramento, sulla scia del mercato del lavoro sempre forte. Fra i dati di marzo, gli ordini di beni durevoli sono attesi in rialzo, con segnali favorevoli per gli investimenti delle imprese. Le vendite di case nuove dovrebbero invece confermare la frenata per il settore immobiliare residenziale. La spesa e il reddito personale di marzo sono previsti in aumento, con un'accelerazione dei consumi di servizi. Il deflatore core di marzo dovrebbe essere in rialzo di solo 0,3% m/m, con rallentamento della dinamica mensile solo transitorio. Infine, la prima stima del PIL del 1° trimestre, con una variazione attesa di 1,1% t/t ann., dovrebbe essere frenata da contributi negativi di scorte e canale estero, a fronte di una crescita solida per consumi e investimenti.

Lunedì 25 aprile

Area euro

- **Germania.** L'indagine **Ifo** di aprile dovrebbe mostrare un nuovo peggioramento della situazione economica, visto il protrarsi del conflitto russo-ucraino e il persistere di forti tensioni sui mercati delle materie prime. Le aspettative sono attese calare a 83 da 85,1, le valutazioni sulla situazione corrente potrebbero mostrare una correzione più ampia, a 90,6 da 97 di marzo; l'indice *headline* è atteso quindi passare da 86,7 a 90,8 punti. La Germania, tra i Paesi più esposti agli effetti della crisi geopolitica, potrebbe mostrare anche quest'anno una crescita inferiore alla media dell'Eurozona (2,2% contro il 3%, nelle nostre stime).

Martedì 26 aprile

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a marzo sono previste a 0,75 mln da 0,772 mln di febbraio. Il rialzo dei tassi sui mutui dovrebbe aggiungere un nuovo freno all'attività del mercato immobiliare residenziale, oltre a quelli già in essere per via dei prezzi elevati e della carenza di case in vendita.
- Gli **ordini di beni durevoli** a marzo sono attesi in rialzo di 1,2% m/m, spinti dall'aeronautica civile, ma anche dal settore auto. Boeing a marzo ha registrato un netto aumento di ordini e consegne. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero aumentare di 0,5% m/m. I dati dovrebbero riflettere la riaccelerazione dell'attività nel manifatturiero stimolata dalla riduzione delle strozzature all'offerta già evidente dalla forte ripresa dell'output nel settore auto.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board ad aprile è prevista a 109,5 da 107,2 di marzo. Le altre indagini di fiducia ad aprile hanno dato segnali positivi, con rialzi che hanno riportato gli indici vicino ai livelli di gennaio-febbraio e una stabilizzazione delle aspettative di inflazione. Il rimbalzo è stato spinto dal miglioramento delle aspettative, guidate da maggiore ottimismo sull'economia, sui salari e sulle condizioni finanziarie. Il modesto calo del prezzo della benzina registrato nelle settimane recenti potrebbe in parte spiegare la svolta della fiducia, che comunque rimane sostenuta dall'ottima salute del mercato del lavoro.

Mercoledì 27 aprile**Area euro**

- **Francia.** INSEE comunica il dato relativo alla **fiducia dei consumatori** per il mese di aprile. Dopo l'ampio calo di marzo (il terzo consecutivo), che ha portato l'indice a 91 punti, ben al di sotto della media di lungo periodo a 100, il morale delle famiglie dovrebbe risultare sostanzialmente stabile. I rischi sono orientati verso il basso, in particolare con riguardo alla futura capacità di risparmio e ai timori di disoccupazione. L'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi, al contrario, dopo il balzo di 50 punti del mese di marzo, potrebbe mostrare una parziale frenata, pur restando su livelli storicamente molto elevati.

Giovedì 28 aprile**Area euro**

- **Area euro.** Le **indagini di fiducia della Commissione Europea** di aprile dovrebbero offrire un quadro più completo rispetto ai PMI flash, che hanno segnalato come nonostante la frenata manifatturiera i servizi continuano a trainare la ripresa. La fiducia nell'industria dovrebbe calare a 9,5 da 10,4 e correggere a 14,2 da 14,4 nei servizi. La stima finale del morale dei consumatori dovrebbe confermare la lettura preliminare mentre potremmo assistere ad un calo piuttosto marcato della fiducia nel commercio. Vediamo quindi l'indice composito **ESI** flettere a 108 da un precedente 108,5.
- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** è attesa ancora in calo ad aprile. Il morale dei consumatori è visto a 100,4 dopo il crollo a 100,8 di marzo. La fiducia delle imprese manifatturiere potrebbe calare in misura più consistente, a 108,5 da 110,3 precedente, mentre più lieve dovrebbe essere la flessione per l'indice composito di morale delle aziende, a 104,5 da 105,4.
- **Germania.** La stima *flash* dai *Länder* dovrebbe riportare che ad aprile i **prezzi al consumo** hanno registrato un aumento di quattro decimi sull'indice domestico e tre decimi sull'armonizzato UE. La tendenza annua è attesa in calo di tre decimi sulla misura nazionale, a 7%, e di un decimo su quella armonizzata (7,5% a/a). In media annua, l'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi intorno al 7% (sull'indice armonizzato), in un contesto di ampia incertezza visto il protrarsi del conflitto in Ucraina.
- **Belgio.** Vediamo una crescita del **PIL** di 0,2% t/t (4,5% a/a) nel 1° trimestre, in rallentamento dallo 0,5% t/t registrato a fine 2021. Il miglioramento del contesto sanitario dovrebbe aver sostenuto i servizi, ma il rincaro dei prezzi e la maggiore incertezza di fine trimestre dovrebbero aver frenato il manifatturiero.

Stati Uniti

- La stima *advance* del **PIL del 1° trimestre** dovrebbe mostrare una variazione contenuta, 1,1% t/t ann., dopo 6,95% dell'autunno. Il rallentamento di inizio anno dovrebbe essere dovuto interamente agli ampi contributi negativi delle scorte (-1,3pp) e del canale estero (-1,2pp), a fronte di aumenti solidi per tutte le componenti della domanda finale domestica, spinti in particolare dai consumi e dagli investimenti non residenziali. Il mercato del lavoro molto positivo e la domanda sempre forte continuano a spingere la spesa di famiglie e imprese, che dovrebbe restare in espansione anche nella parte centrale del 2022.

Venerdì 29 aprile**Area euro**

- **Area euro.** Nel 1° trimestre del 2022 il **PIL** dovrebbe essere cresciuto di 0,1% t/t (4,9% a/a) da 0,3% t/t precedente. Dopo un debole mese di gennaio per via della recrudescenza pandemica, l'economia è tornata a crescere a febbraio, ma lo shock energetico e gli effetti del conflitto riducono la visibilità sulle proiezioni per il mese di marzo e pongono rischi al ribasso non solo sul 1° trimestre ma anche su quelli successivi. Le nostre stime puntano verso una

crescita intorno al 3% in media d'anno nel 2022, ma l'incertezza è elevata e i rischi verso il basso.

- **Area euro.** La **stima flash** dovrebbe mostrare un lieve rallentamento dell'**inflazione** in aprile, a 7,2% a/a da 7,4% a/a precedente. Le maggiori pressioni al rialzo su base annua arrivano ancora dall'energia (al 39,9% a/a), seppur in frenata per via delle misure calmieranti dei Governi. L'indice core BCE al netto di alimentari freschi ed energia dovrebbe crescere a 3,4% a/a (da 3,2% precedente). Sul mese, i listini sono attesi in crescita di quattro decimi. Nei prossimi mesi l'inflazione potrebbe seguire un trend discendente, per chiudere il 2022 con una media annua al 6,3%; l'incertezza rimane elevata e i rischi al momento sono verso l'alto.
- **Italia.** Stimiamo una contrazione del **PIL** nel 1° trimestre 2022 di -0,5% t/t, tale da lasciare la media annua a 5,3% dal 6,2% di fine 2021. Il maggior contributo negativo dovrebbe essere venuto dall'industria in senso stretto, e dalla domanda domestica. Ha pesato il picco dell'ondata pandemica a gennaio, mentre gli effetti dello shock inflazionistico si dovrebbero sentire maggiormente a partire dal trimestre primaverile.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa ancora in crescita ad aprile, stimiamo al 6,8% sull'indice NIC e al 7% sull'armonizzato Ue (da 6,5% e 6,8%, rispettivamente). Nel mese i prezzi sarebbero saliti di 0,7% e 1,1% m/m rispettivamente, in rallentamento su base congiunturale rispetto a marzo grazie al calo delle tariffe e dei carburanti. L'inflazione potrebbe toccare un picco in maggio-giugno, prima di intraprendere un percorso di graduale frenata.
- **Germania.** Nel 1° trimestre 2022 il **PIL** dovrebbe risultare poco più che stagnante (0,1% t/t, 3,6% a/a). Se gli indici sintetici segnalano un miglioramento del ciclo a inizio 2022, il pesante crollo visto nelle indagini di clima di marzo è coerente con una fase recessiva. La produzione industriale è cresciuta tra gennaio e febbraio ma dovrebbe presto iniziare a risentire degli effetti del caro energia; un discorso analogo può essere fatto per le vendite al dettaglio. Nel breve periodo, materie prime più costose causeranno un aumento della crescita delle importazioni in termini nominali più ampio rispetto a quello delle esportazioni. Nel nostro scenario centrale il PIL dovrebbe registrare una crescita intorno al 2,2% nel 2022, ma i rischi al ribasso sono significativi.
- **Francia.** La **spesa per consumi**, dopo il rimbalzo di febbraio (+0,8% m/m da -2,0%), dovrebbe riportare un nuovo calo a marzo (nostra stima: -0,6% m/m). Nel mese, i prezzi sono cresciuti in misura significativa, non solo sui listini energetici e alimentari (+9% e +0,9% rispettivamente), ma anche tra i beni manufatti (+1,4%). Il dato lascerebbe i consumi in calo di -1,6% t/t nel 1° trimestre, e segnalerebbe rischi al ribasso sul secondo.
- **Francia.** Il **PIL** dovrebbe risultare pressoché stagnante nel primo trimestre (0,1% t/t, dallo 0,7% di fine 2021). Nel confronto con altri paesi europei, in particolare Italia e Germania, la Francia meno esposta agli effetti della crisi geopolitica internazionale. I servizi dovrebbero aver beneficiato della rimozione delle misure restrittive anti-COVID mentre l'industria dovrebbe aver risentito dei rincari delle materie prime. Dal canale estero, è atteso un moderato contributo negativo. Per quest'anno la crescita francese è vista intorno al 3%.
- **Francia.** In aprile l'**inflazione** è attesa in crescita sull'indice nazionale, a 4,7% a/a da 4,5% precedente, e stabile sull'armonizzato, a 5,1% a/a. Sul mese, i prezzi al consumo dovrebbero essere cresciuti di tre decimi sul CPI e di due decimi sulla misura armonizzata. La componente energetica dovrebbe confermarsi meno vivace rispetto alle altre economie dell'area euro, anche grazie agli interventi calmieranti del Governo, più incisivi che altrove. In media d'anno, nel 2022, l'inflazione è vista a 4,6% (sull'indice armonizzato).
- **Spagna.** La lettura preliminare relativa al **PIL**, nel primo trimestre è attesa riportare una contrazione di -0,1% t/t. L'economia iberica – dopo aver fatto segnare la crescita più ampia tra le altre maggiori economie dell'Eurozona nel 4° trimestre 2021 (2,2% t/t) – dovrebbe risultare frenata da una crescita dei prezzi ampiamente sopra la media europea (9,8% a/a a marzo, ai massimi dal 1985).

Stati Uniti

- La **spesa personale** a marzo è attesa in aumento di 0,7% m/m, dopo 0,2% m/m di febbraio, spinta dai prezzi e dalla ripresa solida dei servizi, a fronte di una variazione modesta nel comparto dei beni. Il **reddito personale** dovrebbe continuare a espandersi, con un rialzo atteso di 0,4% m/m, grazie all'andamento solido del reddito da lavoro. Il **deflatore dei consumi** è previsto in aumento di 0,9% m/m (6,7% a/a). Il **deflatore core** dovrebbe registrare una variazione più contenuta rispetto ai trimestri scorsi, con un rialzo di 0,3% m/m (5,4% a/a), come già visto con il CPI, grazie al proseguimento della correzione dei prezzi delle auto usate. Marzo dovrebbe segnare il picco dell'inflazione, per via del confronto con il 2021, ma le variazioni mensili dovrebbero rimanere elevate, con previsioni per aprile di 0,5% m/m e 0,4% m/m per il CPI core e il deflatore core, rispettivamente.
- La **fiducia delle famiglie** rilevata dall'Univ. of Michigan ad aprile (finale) è attesa a 66,2, circa in linea con 65,7 della stima preliminare.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (25 - 30 aprile) – continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 25/4	10:00	GER	IFO	**	apr	90.8	88.1	86.7
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		apr	97.0	95.0	90.6
	10:00	GER	IFO (attese)		apr	85.1	82.3	83.0
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		apr	0.4		
Mar 26/4	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mar	2.7	% 2.7	
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		mar	1.2	1.2	
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	mar	-2.1	% 1.0	1.2
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	mar	-0.6	% 0.5	0.5
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		feb	19.1	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		feb	1.6	%	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	mar	0.772	Mln 0.776	0.750
Mer 27/4	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	apr	107.2	106.0	109.5
	08:00	GER	Fiducia consumatori		mag	-15.5	-15.7	
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		apr	91		91
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		mar	-1.6	Mld €	
Gio 28/4	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		mar	-106.6	Mld \$	
	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		mar	-0.8	% 0.4	
	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		mar	2.0	% 0.5	
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		apr	9.8	%	
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		apr	100.8		100.4
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	apr	110.3		108.5
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		feb	2.3	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		feb	16.9	%	
	11:00	BEL	PIL t/t prelim		T1	0.5	%	0.2
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	apr	108.5	107.6	108.0
	11:00	EUR	Fiducia servizi		apr	14.4	12.7	14.2
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		apr	prel -16.9		-16.9
	11:00	EUR	Fiducia industria		apr	10.4	9.3	9.5
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	apr	7.6	% 7.6	7.5
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	apr	2.5	%	0.3
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	apr	7.3	% 7.3	7.0
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	apr	2.5	% 0.6	0.4
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	184	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.417	Mln	
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T1	6.9	%	1.0

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

Calendario dei dati macroeconomici (25 - 30 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Ven 29/4	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T1	0.7	% 0.3	0.1
	07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	mar	0.8	%	-0.6
	08:00	GER	Prezzi import a/a		mar	26.3	%	
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	apr	5.1	%	5.1
	09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T1	2.2	% 0.5	-0.1
	10:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T1	-0.4	% 0.2	0.1
	10:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T1	1.8	% 3.7	3.6
	10:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T1	0.6	% -0.2	-0.5
	10:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T1	6.2	%	5.3
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	mar	6.3	% 6.2	6.2
	10:30	GB	Credito al consumo		mar	1.876	Mld £	
	11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T1	4.7	% 5.1	4.9
	11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T1	0.3	% 0.3	0.1
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	apr	6.5	%	6.8
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	apr	1.0	%	0.7
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	apr	6.8	%	7.0
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	apr	2.4	%	1.1
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	apr	7.4	% 7.5	7.2
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	apr	3.2	%	3.4
	12:00	ITA	PPI a/a		mar	32.8	%	
	12:00	ITA	PPI m/m		mar	0.4	%	
	14:30	USA	Costo del lavoro	*	T1	1.0	%	
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	mar	0.4	% 0.3	0.3
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mar	0.2	% 0.7	0.7
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	mar	5.4	% 5.5	5.4
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	mar	6.4	%	6.7
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		mar	0.5	% 0.4	0.4
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	apr	62.9		
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		apr	prel 65.7		65.7	66.2
Sab 30/4	03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	apr	49.5		
	03:30	CN	PMI composito - Caixin		apr	48.8		
	03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		apr	48.4		
	03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	apr	48.1		

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 (24 - 29 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento
Dom 24/4		FRA	* Elezioni presidenziali - secondo turno
Mar 26/4	14:15	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Gio 28/4	10:00	EUR	* La BCE pubblica il Bollettino Economico
	10:15	EUR	Discorso di Wunsch (BCE)
		GIA	* Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Mercato Immobiliare NAHB	apr	79		77	77
Licenze edilizie	mar	1.865	Mln	1.825	1.873
Nuovi cantieri residenziali	mar	1.788 (1.769)	Mln	1.745	1.793
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mar	5.93 (6.02)	Mln	5.80	5.77
Richieste di sussidio	settim	186 (185)	x1000	180	184
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.475	Mln	1.455	1.417
Indice Philadelphia Fed	apr	27.4		21.0	17.6
Indice anticipatore m/m	mar	0.6 (0.3)	%	0.3	0.3
Markit PMI Composito prelim.	apr	57.7			
Markit PMI Manif. prelim.	apr	58.8		58.2	
Markit PMI Servizi prelim.	apr	58.0		58.0	

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

L'indice della **Philadelphia Fed** di aprile è calato di 10 punti a 17,6, con correzioni moderate per ordini e consegne e indicazioni di crescita dell'attività e dell'occupazione. Gli indici dei prezzi sono saliti ancora, con i prezzi ricevuti a 55 e quelli pagati sul massimo dal 1979, a 84,6. L'80% delle imprese riporta aumenti dei salari negli ultimi 3 mesi, il 65% prevede nuovi rialzi superiori a quanto programmato, e il 33% intende alzare le retribuzioni prima del previsto. L'aumento mediano delle retribuzioni è atteso fra 5 e 7,5% nel 2022.

Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** al 16 aprile sono scesi a 184 mila e i sussidi esistenti al 9 aprile sono calati a 1,417 mln, con indicazioni sempre positive riguardo alla domanda di lavoro.

Le **vendite di case esistenti** di marzo sono calate a 5,77 mln (-2,7% m/m, -4,5% a/a). Le scorte di case sono risalite a 2 mesi di vendite, mentre il prezzo mediano ha segnato una variazione di 15% a/a. Le vendite iniziano a risentire dell'ampio rialzo dei tassi sui mutui, ma la domanda rimane solida, come testimoniato da incrementi dei prezzi sempre a due cifre.

I nuovi **cantieri residenziali** di marzo hanno registrato un rialzo inatteso, a 1,793 mln da 1,788 mln di febbraio (rivisto verso l'alto) sulla scia di andamenti contrastanti per le unità monofamiliari (in calo) e per quelle multifamiliari (in aumento). Le **licenze** sono cresciute a 1,873 mln da 1,865 mln, grazie al segmento multifamiliare. Nonostante i freni al settore immobiliare causati dall'impennata dei tassi sui mutui, l'attività di costruzione rimarrà sostenuta dall'apertura dei cantieri collegati a contratti di vendita già conclusi nei mesi scorsi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m finale	feb	0.1	%		2.0
Bilancia commerciale	mar	-669.7 (-668.3)	Mld ¥ JP	-100.8	-412.4
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mar	0.6	%	0.8	0.8
CPI (naz.) a/a	mar	0.9	%		1.2
PMI manifatturiero prelim.	apr	54.1			53.4

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

Il **CPI** è aumentato di 1,2% a/a. L'indice al netto degli alimentari freschi ha registrato una variazione di 0,4% m/m (0,8% a/a); escludendo anche l'energia, il CPI è in rialzo di 0,2% m/m e in calo di -0,7% a/a. Ad aprile, l'inflazione al netto degli alimentari freschi dovrebbe toccare il 2% a/a per via del confronto con il 2021, che era stato influenzato da un ampio calo delle tariffe della telefonia mobile. Nel resto del 2022 l'inflazione dovrebbe mantenersi intorno al 2%, in gran parte anche sulla scia dei rialzi dei prezzi energetici, con un rallentamento atteso da inizio 2023.

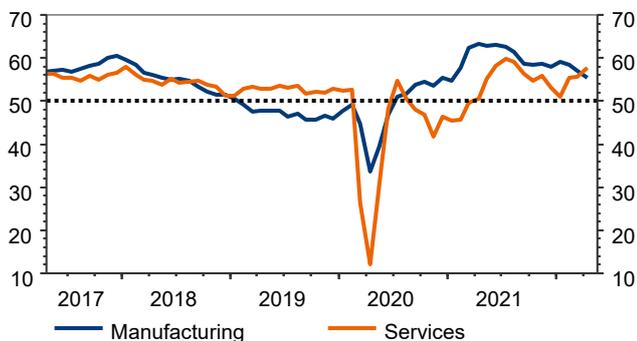
Area euro

Paese Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR Produzione industriale m/m	feb	-0.7 (0.0)	%	0.7 +0.7
EUR CPI a/a finale	mar	7.5	%	7.5 7.4
EUR CPI m/m finale	mar	0.9	%	2.5 +2.4
EUR CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	mar	3.2	%	3.2 3.2
EUR Fiducia consumatori flash	apr	-18.7		-20.0 -16.9
EUR PMI servizi prelim.	apr	55.6		55.0 57.7
EUR PMI manifatturiero prelim.	apr	56.5		54.7 55.3
EUR PMI composito prelim.	apr	54.9		53.9 55.8
FRA Fiducia imprese manifatturiere	apr	107 (106)		105 108
FRA PMI servizi prelim.	apr	57.4		56.5 58.8
FRA PMI manifatturiero prelim.	apr	54.7		53.0 55.4
GER PPI m/m	mar	1.4	%	2.6 4.9
GER PPI a/a	mar	25.9	%	28.2 30.9
GER PMI servizi prelim.	apr	56.1		55.5 57.9
GER PMI manifatturiero prelim.	apr	56.9		54.5 54.1
ITA Bilancia commerciale (totale)	feb	-5.128 (-5.052)	Mld €	-1.662
ITA Bilancia commerciale (EU)	feb	-0.966 (-0.890)	Mld €	-0.115

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

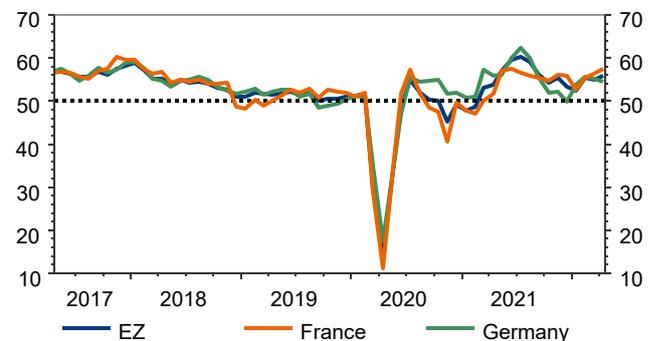
Area euro. Le stime flash dei **PMI** di aprile hanno evidenziato un **calo del morale manifatturiero** inferiore alle aspettative (55,3 da 56,5, consenso 54,7) a fronte di un **inatteso miglioramento nei servizi** (57,7 da 55,6, consenso 55), supportati dal miglioramento del contesto sanitario. Il calo del PMI manifatturiero, seppur inferiore alle attese, risente di un rallentamento dell'attività produttiva (su livelli coerenti con una stagnazione dell'output) e della crescita dei nuovi ordinativi (entrambi i sottoindici si portano sui minimi da giugno 2020), mentre si contrae per il secondo mese consecutivo quella delle commesse estere. Dal lato dell'offerta invece il settore continua a risentire degli effetti del conflitto in Ucraina e delle misure anti-pandemia varate in Cina. **I servizi continuano invece ad essere sostenuti dal miglioramento del quadro sanitario**, con una riaccelerazione dell'attività dopo il (contenuto) rallentamento registrato a marzo. L'indagine segnala dunque che almeno per il momento i servizi non sembrano subire in maniera significativa gli effetti delle tensioni geopolitiche. Lo spaccato nazionale conferma le attese di una migliore tenuta della manifattura francese rispetto a quella tedesca, mentre in entrambi i Paesi migliora l'attività nei servizi. In sintesi, i PMI di aprile segnalano che al momento **la crescita è trainata dai servizi mentre la manifattura è frenata dagli effetti delle tensioni internazionali su domanda e offerta**. La relazione tra PMI composito e PIL è coerente con una crescita intorno allo 0,6% t/t nel 2° trimestre; nel nostro scenario centrale la ripresa potrebbe riaccelerare durante la primavera dopo la modesta crescita attesa nel 1° trimestre (0,1% t/t), ma i rischi restano rivolti verso il basso. Le pressioni inflattive continuano infatti ad intensificarsi (gli indici compositi sui prezzi di vendita hanno toccato nuovi record sia nell'industria che nei servizi); **nei prossimi mesi inoltre la manifattura dovrebbe rallentare ancora ed è possibile che anche i servizi inizino a risentirne**.

PMI area euro: divergenza tra manifattura e servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

L'economia francese appare più resiliente rispetto a quella tedesca



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Area euro. A febbraio la **produzione industriale** è cresciuta di 0,7% m/m, in linea con le attese nostre e di consenso, dopo che il dato di gennaio è stato rivisto verso il basso a -0,7% da zero. In termini tendenziali l'output è in crescita del 2% da un precedente -1,5%, mentre rispetto ai livelli pre-Covid l'output è superiore di 1,3%. Lo spaccato delle componenti evidenzia come sia stato il rimbalzo dei beni di consumo durevoli (2,7% m/m da -0,8%) a trainare i progressi di febbraio ma anche la produzione di beni non durevoli è in rialzo per il secondo mese di fila (1,9% m/m da 3,1%). Torna a crescere l'output di beni intermedi (0,9% m/m da -0,3) mentre cala ancora, seppur solo marginalmente, quello di beni strumentali (-0,1% m/m da -2,7%). La produzione di energia corregge infine per il terzo mese (-1,1% m/m, come a gennaio).

L'industria è in crescita per il quinto mese consecutivo in Germania (0,4% m/m da 0,5%), mentre è tornata a crescere dopo la marcata flessione registrata a gennaio in Italia (4% m/m da -3,4%), registrando l'incremento più ampio tra tutti i paesi membri dell'Eurozona. In aumento anche l'output spagnolo (0,9% m/m da 0,1%) mentre cala quello francese (-0,9% m/m da 1,9%). Il recupero italiano non è però sufficiente per compensare le flessioni subite a cavallo d'anno ed **è possibile che nei prossimi mesi siano le manifatture italiana e tedesca a subire con più forza gli effetti del conflitto** e l'elevata esposizione di Italia e Germania al gas di importazione russa pone ulteriori rischi al ribasso per l'attività.

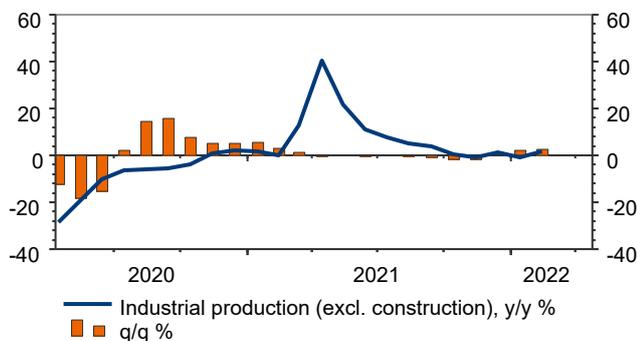
Il rimbalzo di febbraio non risente ancora degli effetti del conflitto e riflette invece una serie di fattori come il (temporaneo) allentamento delle strozzature all'offerta e l'aumento delle ore lavorate una volta superato il picco dei contagi da Covid-19. Già **a partire da marzo** però **le tensioni internazionali dovrebbero pesare in maniera significativa sull'attività manifatturiera**.

Le indagini congiunturali segnalano infatti un rallentamento della ripresa industriale così come i dati ad alta frequenza sull'utilizzo di gas nel settore in alcuni Paesi sono coerenti con una contrazione dell'output. **Al momento i dati lasciano comunque la produzione in rotta per un'espansione nel 1° trimestre del 2022** e anche nel caso di una probabile ampia contrazione della produzione a marzo è possibile che il settore riesca comunque a fornire un contributo positivo alla crescita del valore aggiunto (sarebbe necessario un calo di oltre -4,5% m/m perché l'apporto diventi negativo).

La flessione attesa per marzo dovrebbe però lasciare un'eredità statistica sfavorevole sul 2° trimestre e **riteniamo che l'impatto del conflitto non si esaurirà nel breve termine**: oltre al forte rincaro dei prezzi alla produzione stiamo iniziando ad assistere a difficoltà nel reperire alcuni input di provenienza dai paesi coinvolti nel conflitto e a nuovi irrigidimenti dei colli di bottiglia all'offerta, anche per via delle misure restrittive varate in Cina. **L'industria dovrebbe quindi frenare la crescita**

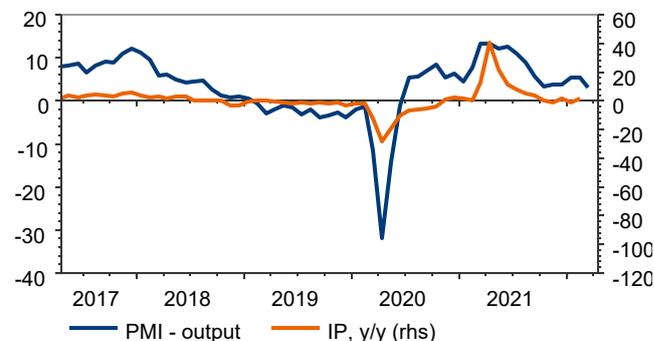
nel trimestre primaverile e vediamo un'attività industriale sostanzialmente stagnante nel corso del 2022 dopo l'ampio rimbalzo registrato nel 2021.

Produzione industriale: 0,7% m/m (2% a/a). Output in rotta per un'espansione nel 1° trimestre ma in probabile contrazione nel 2°



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

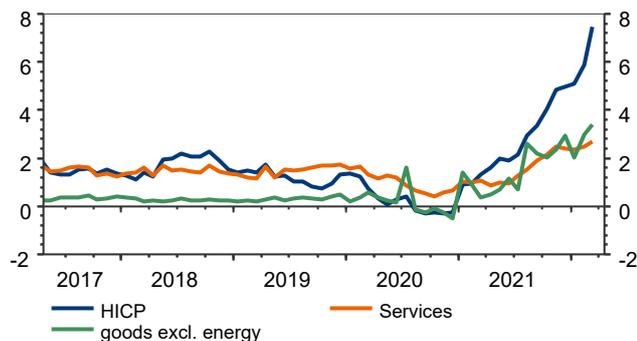
Le indagini di fiducia segnalano un rallentamento dell'attività produttiva nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global

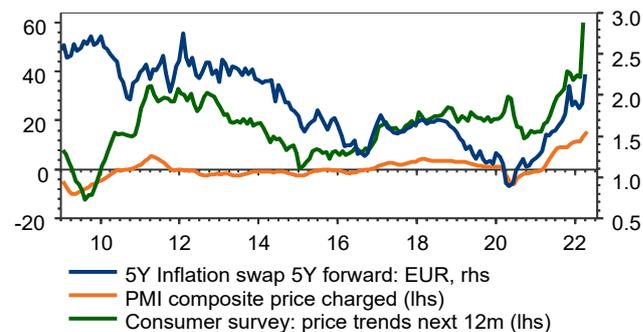
Area euro. L'**inflazione** di marzo è stata rivista al ribasso di un decimo al 7,4% a/a, comunque ancora in ampio aumento dal 5,9% di febbraio e su livelli record. Nel mese i prezzi sono cresciuti del 2,4% (rivisto al ribasso di un decimo), con rincari diffusi a tutte le componenti. Ancora una volta, 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 12,2% m/m, guidata dai carburanti. Sulla variazione tendenziale, l'energia (44,4% a/a) spiega direttamente circa il 60% dell'inflazione osservata.

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

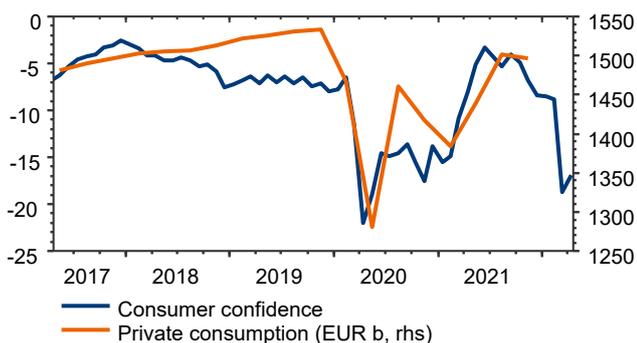
Riteniamo che il rallentamento ciclico non frenerà la dinamica sottostante dei prezzi al consumo nel breve periodo ma **per il momento la dinamica salariale non desta particolari preoccupazioni**. L'inflazione core, confermata al 3,2% dal 2,9% precedente, è spinta sia dai beni che dai servizi. I beni 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. **Prevediamo un'inflazione media annua nel 2022 al 6,3%. 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 (2,5%) 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.

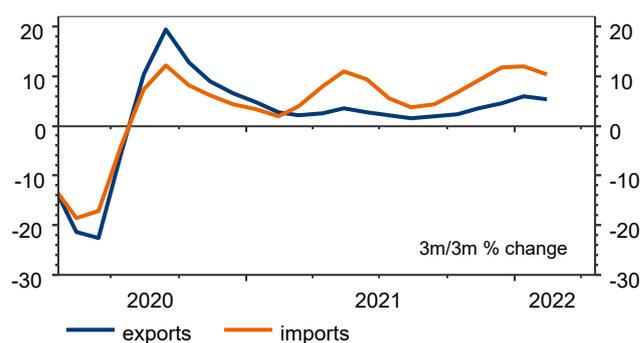
Area euro. La stima flash del **morale dei consumatori** di aprile della Commissione Europea ha registrato un miglioramento a -16,9 da -18,7 di marzo. L'incremento, seppur modesto, appare sorprendente anche alla luce delle altre indagini condotte nello stesso mese presso i consumatori europei, come quelle IPSOS, che avevano riportato un deterioramento diffuso alle quattro principali economie. È possibile che i nuclei famigliari abbiano in parte ridimensionato il proprio pessimismo prospettico dopo lo shock iniziale del conflitto in Ucraina, ma l'indicatore rimane comunque ben al di sotto della media di lungo periodo e su livelli coerenti con una frenata dei consumi privati tra il 1° e il 2° trimestre del 2022. L'incertezza resta infatti elevata e il forte rincaro dei prezzi che erode i redditi disponibili dovrebbe pesare sulle decisioni di spesa.

La fiducia dei consumatori è coerente con una frenata dei consumi tra marzo e aprile



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

L'import resta più vivace dell'export



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

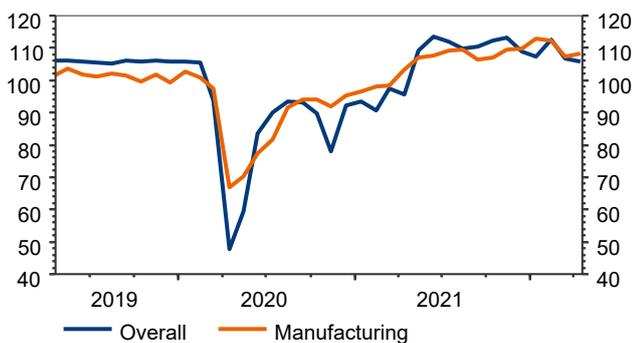
Area euro. I dati destagionalizzati sul **commercio internazionale** di febbraio hanno riportato una crescita delle esportazioni di 0,8% m/m da un precedente 4,1%, mentre le importazioni sono aumentate, per il tredicesimo mese consecutivo, di 1,5% m/m da un precedente 2%. Il disavanzo commerciale (destagionalizzato) si è quindi ampliato a -9,5 miliardi di euro da -7,7 miliardi di gennaio (a febbraio 2021 si registrava un surplus di oltre 23 miliardi di euro).

Germania. A marzo il **PPI** è cresciuto del 4,9% m/m, in marcata accelerazione dall'1,9% registrato nel mese precedente. L'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria ha quindi toccato un nuovo record al 30,9% a/a da 25,9% di febbraio. I dati risentono dello shock sui prezzi delle materie prime dopo lo scoppio del conflitto in Ucraina: a guidare i rincari sono infatti i listini di gas (144,8% a/a), elettricità (85,1% a/a) e prodotti petroliferi (61,3% a/a), che hanno spinto al rialzo il PPI energetico (10,4% m/m, 83,8% a/a). Anche al netto dell'energia però si registrano forti incrementi dei prezzi (2,3% m/m, 14% a/a), sostenuti soprattutto dai beni intermedi (3,5% m/m, 23,3% a/a), particolarmente esposti al rincaro delle materie prime, come fertilizzanti, metalli, legnami e carta. Anche i beni di consumo, durevoli e non, e strumentali (per questi ultimi l'inflazione ha toccato un massimo dal 1975 al 5,8% a/a) risentono dei maggiori prezzi degli input. L'effetto dello shock dovrebbe affievolirsi nei prossimi mesi (nell'ipotesi in cui i flussi di gas naturale provenienti dalla Russia non dovessero interrompersi), ma le pressioni a monte della catena

produttiva sono comunque destinate a restare robuste con i rischi per l'inflazione al consumo che restano verso l'alto.

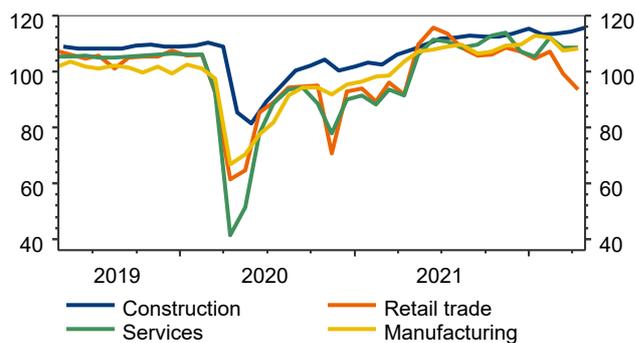
Francia. INSEE ha diffuso il dato relativo alla **fiducia delle imprese** per il mese di aprile. Nel manifatturiero, dopo l'ampio calo registrato a marzo, il morale è tornato a salire di un punto, a 108, sulla scia dei progressi degli ordinativi (in particolare dall'estero) e delle scorte, sui massimi da luglio 2020. L'indice composito arretra invece di un punto, a 106, a fronte della flessione nel commercio al dettaglio, conseguenza della rapida crescita dei prezzi dei beni di consumo. Proprio le aspettative sui prezzi futuri di vendita, ad aprile, hanno riportato una divergenza tra settori: se tra le imprese manifatturiere, infatti, si è registrato un primo calo (sia pure su livelli molto elevati), nei servizi il saldo delle opinioni ha fatto segnare un progresso di 4 punti, ai massimi dal 1990. In sintesi, l'indagine INSEE di aprile ha evidenziato una buona tenuta dell'industria, che conferma come la Francia sia tra i Paesi meno esposti agli effetti della crisi geopolitica internazionale (soprattutto per i minori rischi di razionamento energetico in caso di interruzione delle forniture di gas dalla Russia). I rischi sull'attività, specie nel manifatturiero, restano però per i prossimi mesi chiaramente orientati al ribasso.

Ad aprile torna a crescere il morale nel manifatturiero, in lieve calo invece l'indice composito di fiducia delle imprese



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Il commercio al dettaglio ha risentito della crescita dei prezzi dei beni di consumo



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Italia. A febbraio si registra un aumento dei **flussi commerciali** diffuso ad esportazioni e importazioni. L'export è cresciuto per il secondo mese consecutivo, di 1,6% m/m (22,7% a/a) da un precedente 5,4%, con progressi per le vendite sia verso i Paesi UE (1,3%) che extra-UE (2%). Sono trainanti le esportazioni di prodotti energetici (9,4% m/m), ma anche al netto dell'energia l'export è in rialzo di 1,3% m/m (20,8% a/a), grazie ai beni di consumo non durevoli (4,4%) a fronte di una stagnazione per i durevoli. L'export di beni intermedi è cresciuto di 2,3%, mentre le vendite di beni strumentali (-2,3%) sono state penalizzate dal comparto della navigazione marittima. Le importazioni sono rimbalzate dopo il calo di gennaio: +5,4% m/m (+44,9% a/a) da -1,6% precedente. Sono ancora gli acquisti di energia (+20,1% m/m, +203% a/a) a spingere l'import, ma anche le altre componenti registrano solidi incrementi (+2,5% m/m al netto dell'energia). A febbraio si registra quindi un disavanzo commerciale di -1,7 miliardi di euro (a febbraio dello scorso anno l'avanzo era pari a 4,8 miliardi); al netto dell'energia il surplus si è ridimensionato a 5,6 miliardi da 6,96 miliardi di un anno prima. L'ampio disavanzo nella bilancia energetica (-7,3 miliardi) è in parte dovuto al forte rialzo dei prezzi. I prezzi all'importazione dei prodotti energetici sono infatti in crescita del 5,7% m/m (77,9% a/a), mentre i dati relativi ai volumi riportano incrementi meno marcati (36% a/a per le esportazioni, 20,1% per le importazioni di energia). I rincari dei prezzi energetici dovrebbero continuare a gonfiare le importazioni in termini nominali, penalizzando al contempo l'export per via della minore competitività delle imprese.

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T1	1.6	%	0.6	1.3
PIL cumulato a/a	T1	8.1	%		4.8
PIL a/a	T1	4.0	%	4.4	4.8
Produzione industriale cumulata a/a	mar	7.5	%		6.5
Vendite al dettaglio cumulate a/a	mar	6.72	%		3.27
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	mar	12.2	%	8.5	9.3
Produzione industriale a/a	mar	7.5	%	4.5	5.0
Vendite al dettaglio a/a	mar	6.7	%	-1.6	-3.5
Tasso prime rate a 1 anno	apr	3.70	%		3.70
Tasso prime rate a 5 anni	apr	4.60	%		4.60

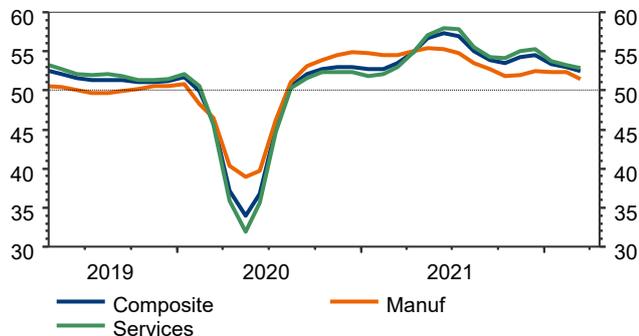
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **PIL** è rallentato da 1,5% t/t destagionalizzato (rivisto al ribasso da un precedente 1,6% t/t) nel 4° trimestre 2021 a 1,3% t/t nel 1° trimestre 2022, molto meno delle attese di consenso (Bloomberg: 0,7%), ma è accelerato da 4% a/a a 4,8% a/a (consenso Bloomberg: 4,2%) in termini tendenziali anche grazie a un effetto confronto favorevole. L'accelerazione dell'industria (da 2,5% a 5,8% a/a) ha compensato il rallentamento nel settore dei servizi (da 4,6% a 4% a/a) e quello più moderato del settore agricolo (da 6,4% a 6,0% a/a). Il dato è stato superiore alle nostre attese dello scenario trimestrale di marzo (4,6% a/a) e rimane per ora coerente con la previsione di crescita annua del 5,2% nel 2022, anche se i rischi al ribasso stanno aumentando.

I dati mensili segnalano che dal lato della domanda l'accelerazione è stata trainata dagli investimenti e da un contributo del canale estero verosimilmente positivo, mentre i consumi si sono contratti. Gli **investimenti fissi nominali** sono saliti del 9,3% a/a nel 1° trimestre, in moderato rallentamento rispetto al 12,2% a/a nei primi due mesi del 2022, ma la variazione mensile ha tenuto bene (+0,6% m/m in marzo, invariata rispetto alla media dei primi due mesi). Mentre la dinamica tendenziale stimata degli investimenti nel settore manifatturiero e nelle infrastrutture è rimasta sostenuta (11,9% e 24,9% a/a in marzo rispettivamente), quella degli investimenti nel settore immobiliare è tornata a contrarsi (-2,7% a/a in marzo) dopo la stabilizzazione nei primi due mesi dell'anno. Al tempo stesso, la superficie residenziale venduta e i nuovi cantieri sono ulteriormente scesi. La **produzione industriale** è salita del 5% a/a in marzo, un ritmo di crescita superiore a quello di dicembre (4,3% a/a) ma in rallentamento rispetto al 7,5% a/a dei primi due mesi dell'anno (la frenata è dovuta alle imprese statali). Le misure di contenimento del Covid-19 hanno avuto un ampio effetto negativo sulle **vendite al dettaglio** nominali, che sono scese di -1,9% m/m (-3,5% a/a) – il peggior calo post-pandemia dopo quello di luglio 2021 (-2,7% m/m) – e sul **tasso di disoccupazione urbano**, salito da 5,5% in febbraio a 5,8% in marzo, ai massimi da giugno 2020.

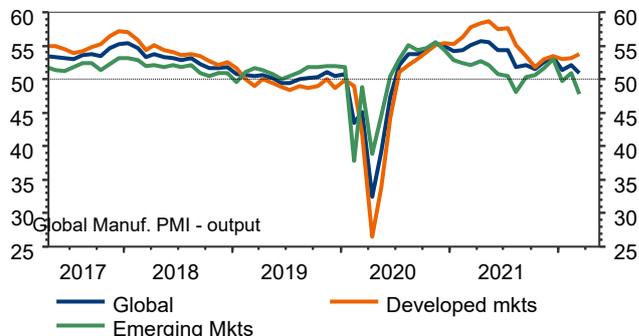
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



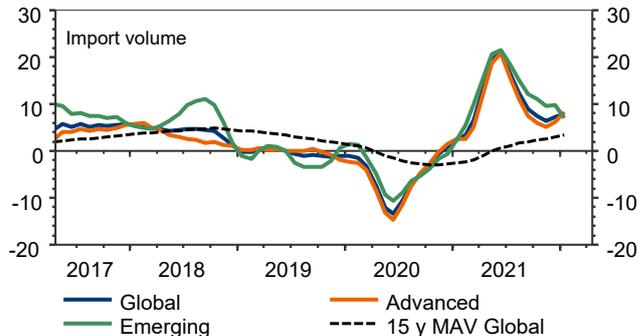
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



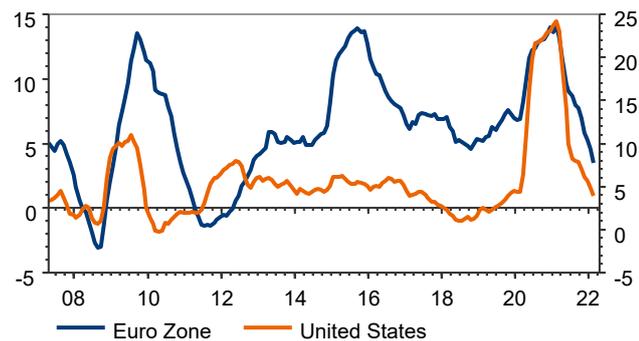
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



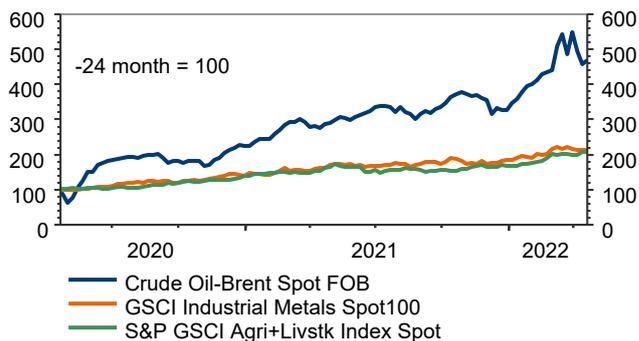
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

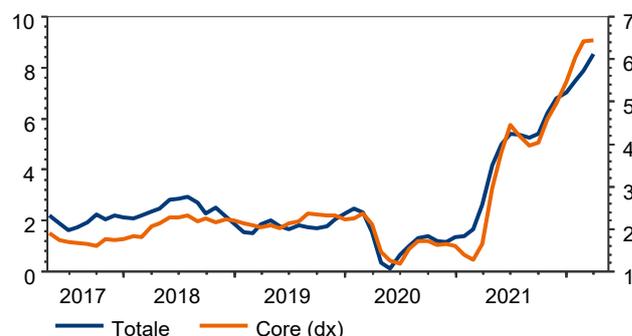
Stati Uniti

Indagini ISM



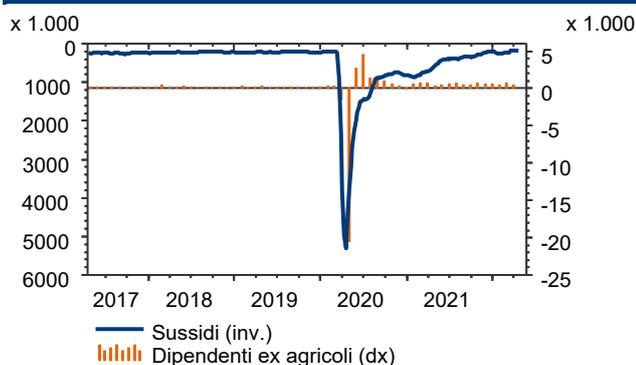
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



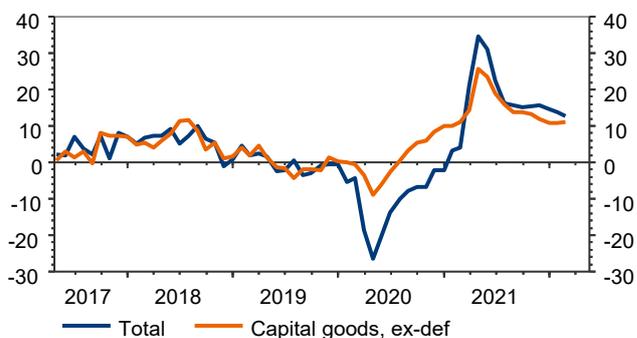
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

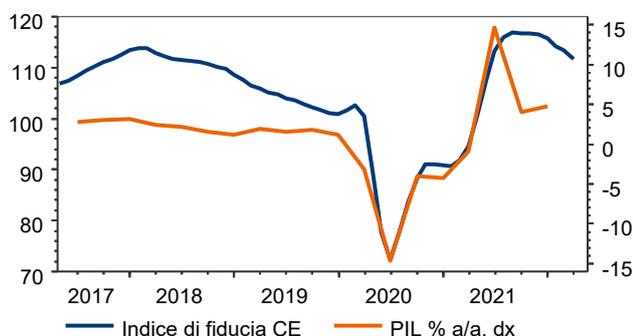
Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.7	3.4	2.1	0.5	12.2	4.9	5.5	4.2	3.4	3.5	2.3
- trim./trim. annualizzato				6.3	6.7	2.3	6.9	1.1	3.4	2.8	1.8
Consumi privati	7.9	3.3	2.2	11.4	12.0	2.0	2.5	3.5	2.8	2.5	2.0
IFL - privati non residenziali	7.4	5.3	3.3	12.9	9.2	1.7	2.9	8.1	6.2	5.5	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	0.8	2.6	4.2	-2.0	0.9	-2.6	1.5	2.9	2.5	2.3
Esportazioni	4.5	4.6	3.6	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-3.5	5.8	4.5	3.6
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	1.1	0.3	-3.8	-1.7	2.1	5.3	-1.3	0.8	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	3.1	1.9	4.8	5.3	6.7	8.0	7.4	6.5	5.3
Produzione Industriale	5.5	5.0	1.7	1.0	1.6	0.8	0.9	2.0	1.3	0.7	0.4
Disoccupazione (%)	5.4	3.4	3.4	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.3	3.2

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

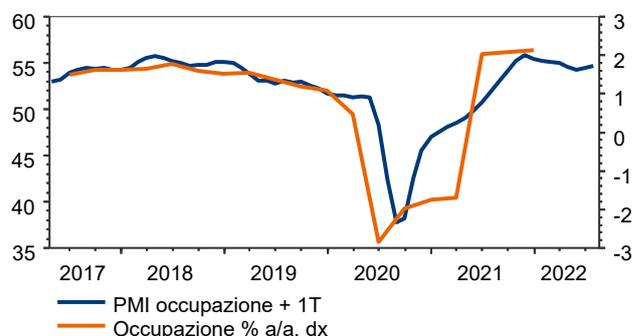
Area euro

PIL



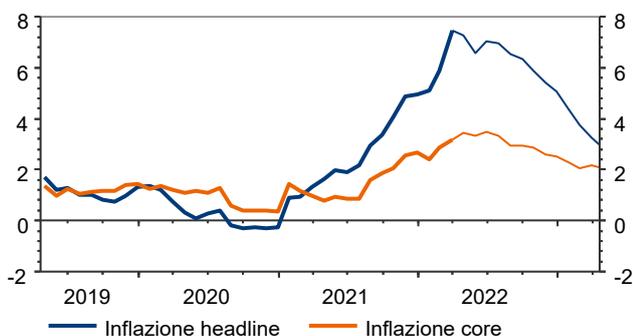
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	4.3
febbraio	0.9	5.9	3.7
marzo	1.3	7.4	3.2
aprile	1.6	7.2	2.8
maggio	2.0	6.6	2.7
giugno	1.9	7.0	2.2
luglio	2.2	6.9	2.2
agosto	3.0	6.5	2.2
settembre	3.4	6.3	1.9
ottobre	4.1	5.8	1.7
novembre	4.9	5.4	1.5
dicembre	5.0	5.0	1.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021				2022			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.4	3.0	2.4	-0.9	14.6	4.1	4.7	4.9	3.3	1.8	2.0
- t/t				-0.1	2.2	2.2	0.3	0.1	0.6	0.7	0.5
Consumi privati	3.5	3.8	1.7	-2.3	3.9	4.4	-0.3	0.1	0.5	0.7	0.4
Investimenti fissi	4.2	4.4	3.8	0.0	1.5	-1.1	3.4	0.5	0.9	1.0	1.0
Consumi pubblici	3.9	2.7	1.9	-0.4	2.1	0.3	0.5	0.6	0.9	0.5	0.5
Esportazioni	11.0	5.6	3.3	1.3	2.8	1.8	2.8	0.8	0.6	0.7	0.8
Importazioni	8.7	7.4	3.5	1.2	3.2	1.5	4.6	0.9	0.9	0.9	0.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.0	0.3	1.1	-0.5	-0.1	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.6	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	6.3	2.5	1.1	1.8	2.8	4.6	6.1	6.9	6.6	5.4
Produzione industriale (a/a)	7.8	-0.1	2.5	4.7	23.2	6.0	0.2	-0.1	-1.4	0.0	1.3
Disoccupazione (%)	7.7	6.8	6.6	8.2	8.1	7.5	7.1	6.8	6.7	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	-0.37	0.60	-0.54	-0.54	-0.55	-0.57	-0.53	-0.46	-0.37	-0.14

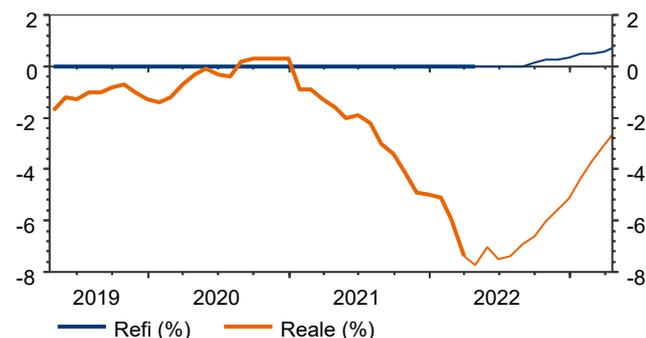
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	21/4	giu	set	dic	mar
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	0.75
Euribor 1m	-0.56	-0.58	-0.53	-0.52	-0.54	-0.36	-0.16	0.11
Euribor 3m	-0.55	-0.57	-0.46	-0.43	-0.46	-0.26	-0.08	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

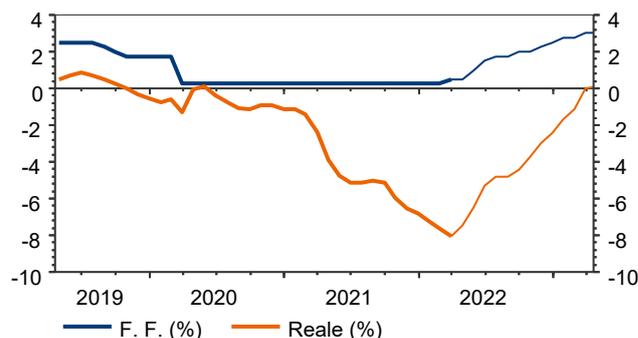


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	set	dic	mar	21/4	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	1.02	1.32	1.88	2.49	3.00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

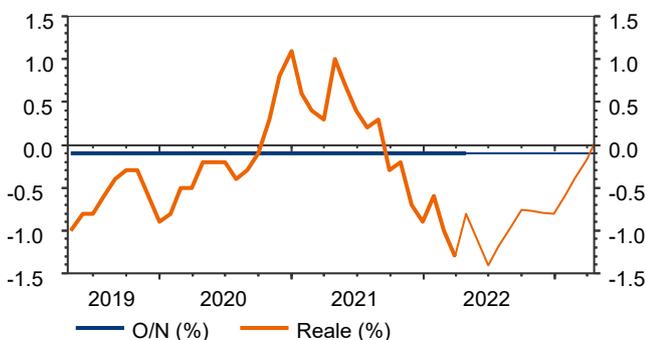


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	set	dic	mar	21/4	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	-0.02	-0.04	-0.06	-0.06	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

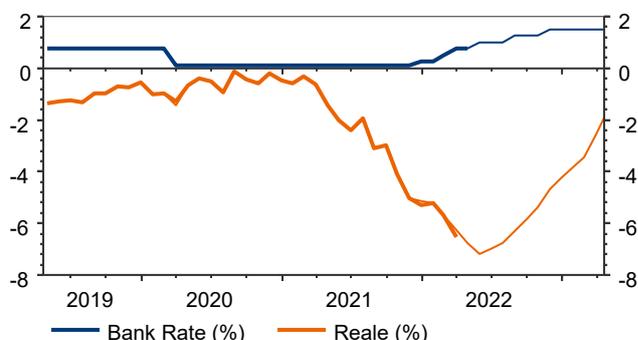


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	21/4	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	1.04	1.15	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	22/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.09	1.20	1.16	1.13	1.10	1.0795	1.06	1.09	1.12	1.15	1.20
USD/JPY	108	108	114	114	121	128.30	127	128	128	127	126
GBP/USD	1.23	1.38	1.38	1.36	1.33	1.2883	1.28	1.34	1.36	1.40	1.44
EUR/CHF	1.05	1.10	1.07	1.04	1.03	1.0317	0.99	1.03	1.06	1.10	1.12
EUR/JPY	117	130	132	129	133	138.54	135	140	143	146	151
EUR/GBP	0.88	0.87	0.84	0.84	0.83	0.8378	0.83	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
---------------	-------	---------------------------------