

Weekly Economic Monitor

Il punto

Stati Uniti - Riunione FOMC: difficili equilibri. La riunione del FOMC del 31 gennaio-1° febbraio si dovrebbe concludere con un rialzo dei tassi di 25pb a 4,75% e con una comunicazione mirata a contenere l'allentamento delle condizioni finanziarie di mercato. Prevediamo un ulteriore aumento di 25pb alla riunione di marzo quando, a nostro avviso, l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche dovrebbe segnalare una pausa e preparare la svolta del ciclo dei tassi entro fine anno.

Area euro - Il 2 febbraio, la BCE attuerà un nuovo rialzo di 50pb dei tassi ufficiali. Non si possono escludere modifiche all'indirizzo sui tassi, dato che un nuovo rallentamento dei rialzi ci sembra probabile a maggio. In aggiunta, il Consiglio annuncerà i dettagli operativi della riduzione del portafoglio APP, che già sappiamo inizierà a marzo al ritmo medio di 15 miliardi di euro mensili.

I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante si prospetta ricca di dati ed eventi rilevanti. Il focus sarà sulla riunione di politica monetaria della BCE, che dovrebbe continuare nel ciclo di rialzi dei tassi. Le rilevazioni sui prezzi al consumo di gennaio dovrebbero mostrare una riaccelerazione dell'inflazione in Germania ed in Francia a fronte di un possibile rallentamento in Italia e nel complesso dell'Eurozona. I dati preliminari sul PIL nel 4° trimestre 2022 sono attesi registrare una modesta contrazione in Italia, Francia, Belgio ed Eurozona, mentre l'attività economica potrebbe essere rimasta stagnante in Germania. Indice ESI e stime finali dei PMI completeranno la tornata di indagini di fiducia di gennaio, confermando il trend di recupero del morale di famiglie e imprese. Infine, saranno pubblicate le rilevazioni di dicembre relative a produzione industriale e spese private in Francia, nonché i dati sulla disoccupazione in Italia e nel complesso dell'Eurozona.

Negli **Stati Uniti**, l'agenda questa settimana è fitta di eventi e dati cruciali per lo scenario. La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con un rialzo dei tassi di 25pb, a 4,75%, accompagnato ancora da una retorica *hawkish*, mirata a convincere il mercato che non è ancora il momento di allentare le condizioni finanziarie. Sul fronte dei dati, i segnali saranno omogeneamente negativi. Gli occupati non agricoli di gennaio dovrebbero mostrare ulteriore rallentamento della crescita, unito a un marginale rialzo del tasso di disoccupazione. Le indagini ISM di gennaio sono previste sempre in territorio recessivo, con indicazioni di debolezza della domanda e riduzione delle pressioni sui prezzi. Anche la fiducia dei consumatori di gennaio e la spesa in costruzioni di dicembre sono previste in calo.

27 gennaio 2023

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

Il punto

Stati Uniti - Riunione FOMC: difficili equilibri. La riunione del FOMC del 31 gennaio-1° febbraio si dovrebbe concludere con un rialzo dei tassi di 25pb a 4,75% e con una comunicazione mirata a contenere l'allentamento delle condizioni finanziarie di mercato. Prevediamo un ulteriore aumento di 25pb alla riunione di marzo quando, a nostro avviso, l'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche dovrebbe segnalare una pausa e preparare la svolta del ciclo dei tassi.

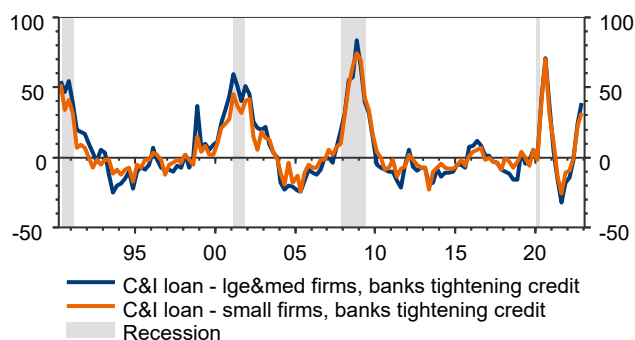
- La riunione del FOMC di febbraio dovrebbe portare il **tasso sui fed funds a 4,75%**, con un ulteriore rallentamento del sentiero dei tassi. Powell dovrebbe ribadire che c'è ancora "lavoro da fare" per riportare sotto controllo l'inflazione, ma riconoscere che sarà necessario essere flessibili in questa fase di transizione per valutare gli effetti della restrizione già attuata.
- Il comunicato e la conferenza stampa dovrebbero rilevare i diffusi miglioramenti sul fronte dell'inflazione e della domanda aggregata, entrambi in rallentamento in seguito ai rialzi dei tassi attuati nel 2022. Nel **comunicato**, il focus sarà sull'affermazione secondo cui il Comitato prevede "continui aumenti" dell'intervallo obiettivo. **Una modifica di questa formulazione o la sua abolizione a favore di un percorso definito riunione per riunione** sarebbe un chiaro segnale che la fine dei rialzi è imminente. Il mantenimento del segnale di "continui aumenti" consoliderebbe invece la previsione di dicembre di picco dei tassi a 5,25% e lascerebbe l'onere di un eventuale cambiamento di scenario alla riunione di marzo, quando verranno aggiornate le proiezioni macro. La scelta delle parole sarà cruciale per ancorare le aspettative a una prospettiva di politica monetaria volutamente ancora restrittiva.
- Nella conferenza stampa, **i toni dovrebbero essere ancora hawkish, per contrastare l'allentamento delle condizioni finanziarie**. Powell, pur rilevando i progressi sull'inflazione e il rallentamento della domanda, dovrebbe sottolineare l'importanza dei **rischi aperti su due fronti**. Da un lato, il **mercato del lavoro**, nonostante i segnali di rallentamento dell'occupazione, appare sempre sotto pressione, con una dinamica salariale in calo, ma non ancora coerente con un'inflazione al 2%. Dall'altro, il **trend disinflazionistico** non è consolidato. Powell dovrebbe ripetere l'importanza di suddividere l'inflazione core in tre componenti. Per i beni, la svolta è convincente, e per l'abitazione un'inversione della tendenza è solo questione di tempo, alla luce dell'andamento degli affitti correnti e dei prezzi delle case. Il punto cruciale dovrebbe restare concentrato sui **prezzi dei servizi core ex-abitazione**, determinati dalla dinamica salariale, in calo ma in misura non ancora sufficiente per garantire il rientro dell'inflazione al 2%.
- **Gli indicatori anticipatori del ciclo e del mercato del lavoro, a nostro avviso, puntano a una probabile entrata in recessione nel 2° trimestre.**
 - Il **PIL del 4° trimestre** è stato decisamente più debole di quanto appaia dalla crescita complessiva di 2,9% t/t ann. Infatti, escludendo i contributi di scorte (1,5pp), canale estero (0,5pp) e spesa pubblica (0,6pp), la domanda finale domestica privata è stata praticamente stagnante (+0,2% t/t ann.), con un netto rallentamento degli investimenti fissi non residenziali e consumi gonfiati dal balzo di ottobre (seguito poi da due mesi in frenata). **L'entrata nel 2023 sarà debole**, e in ulteriore frenata, come segnalato dagli ordini di beni capitali di dicembre.
 - **Il rallentamento del mercato del lavoro è probabilmente sottostimato dai nonfarm payrolls.** In base all'ultimo aggiornamento disponibile pubblicato due giorni fa dal BLS, nella primavera 2022 gli occupati rilevati dalla Business Employment Dynamics (BED) sono scesi di -287 mila, contro la stima di +1,04 mln ottenuta dai dati mensili dei nonfarm payrolls. Con l'**employment report di gennaio** (in uscita il 3 febbraio) **saranno pubblicate le prime revisioni annuali per il 2022** per popolazione, forza lavoro, occupazione (indagine presso le famiglie) e nonfarm payrolls. Per la popolazione non viene fornito l'aggiornamento mensile retroattivo, con possibili "salti" a gennaio per la forza lavoro. Il focus sarà sulla **revisione dei nonfarm payrolls** che, in base ai dati BED citati sopra, in linea con quelli del programma Quarterly Census Employment and Wages, dovrebbero essere

ampiamente inferiori alle stime attuali dalla primavera in poi, a fronte di revisioni verso l'alto per inizio 2022.

- **La crescita dell'occupazione e delle posizioni aperte in questo ciclo è concentrata nelle imprese piccole e medie**, cruciali per la previsione del mercato del lavoro. L'ultimo dato dell'indagine della National Federation of Independent Business mostra un rapido calo, a livelli recessivi, dell'indice di fiducia, e una riduzione delle posizioni aperte e della percentuale di imprese che aumentano i salari. La Senior Loan Officer Survey a ottobre rilevava restrizione delle condizioni del credito e riduzione della domanda di prestiti per le piccole imprese su livelli tipici delle recessioni (v. grafici qui sotto).

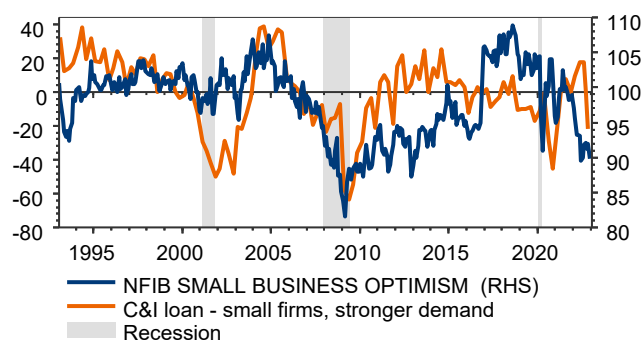
- **La nostra previsione è che il rialzo di 25pb di febbraio sia seguito da un altro intervento di 25pb a marzo**, con i tassi al 5%. Nonostante l'accelerazione dell'indebolimento congiunturale, il FOMC non ha ancora preparato una pausa: ci vorrebbero dati molto deboli (per esempio contrazioni dei nonfarm payrolls) per fermare il rialzo di marzo, anche perché la previsione dell'inflazione core di gennaio è per una variazione di 0,4% m/m, in riaccelerazione (probabilmente temporanea). Riteniamo che un quadro recessivo, unito ai rischi di turbolenza sui mercati monetari e obbligazionari legati al limite del debito, determini una **pausa per i tassi di alcuni trimestri, seguita da una svolta verso il basso a fine anno**. La riduzione del bilancio invece dovrebbe proseguire nel 2024. Il focus delle previsioni ora passa, a nostro avviso, sul sentiero dei tassi nel 2024: una recessione moderata e un'inflazione ancora sopra il 2% dovrebbero determinare un ritmo di riduzione moderato, meno rapido di quanto scontato ora dal mercato.

Le banche hanno già portato le condizioni del credito su livelli tipicamente associati alle recessioni



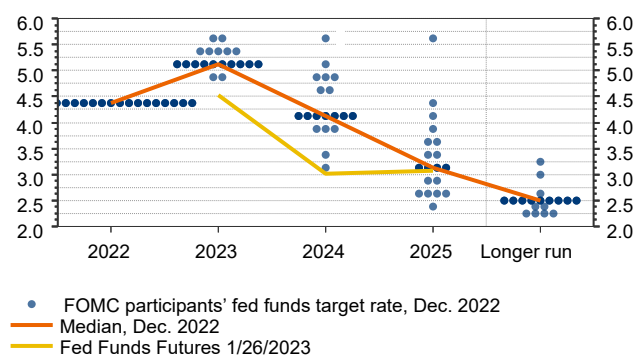
Fonte: Federal Reserve Board

L'ottimismo delle piccole imprese è in territorio recessivo e la domanda di prestiti è in forte calo



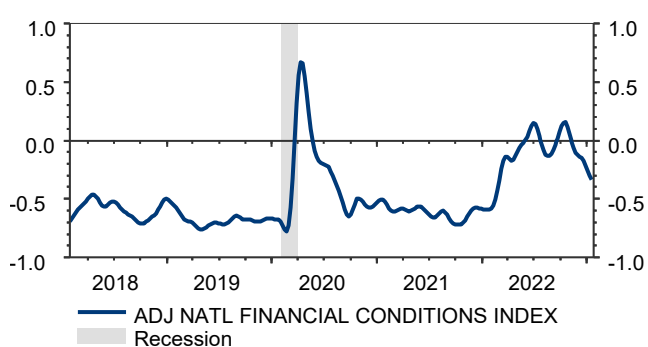
Fonte: Federal Reserve Board, National Federation of Independent Business

La fine dei rialzi è vicina...



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

... se non ci sarà un eccessivo allentamento delle condizioni finanziarie di mercato



Fonte: Chicago Fed

Area euro - Il 2 febbraio, la BCE attuerà un nuovo rialzo di 50pb dei tassi ufficiali. Non si possono escludere modifiche all'indirizzo sui tassi, dato che un nuovo rallentamento dei rialzi ci sembra probabile a maggio. In aggiunta, il Consiglio annuncerà i dettagli operativi della riduzione del portafoglio APP, che già sappiamo inizierà a marzo al ritmo medio di 15 miliardi di euro mensili.

- Il 2 febbraio, la BCE annuncerà un **nuovo rialzo dei tassi ufficiali di 50 punti base**, che porterà il tasso sui depositi (DFR) a 2,5% e il tasso refi a 3,0%. La mossa è stata largamente anticipata a dicembre, quando il comunicato aveva indicato che i tassi sarebbero saliti ancora in modo significativo e regolare, ed è quasi unanimemente attesa da analisti e mercati.
- Il secondo annuncio di politica monetaria atteso a questa riunione riguarda la **riduzione del portafoglio APP**: il Consiglio Direttivo ne aveva già dichiarata la dimensione (15 miliardi di euro al mese, in media) e la decorrenza (inizio marzo), ma aveva altresì rinviato a febbraio la definizione di altri dettagli operativi.
- Il Consiglio è stato piuttosto compatto nel segnalare un rialzo dei tassi di 50pb a febbraio. D'altronde, il rallentamento della crescita si è rivelato minore delle attese e il calo dell'inflazione riguarda per ora soltanto la componente energia. Invece, **le opinioni sono più divergenti riguardo alla dimensione del rialzo dei tassi di marzo**. Più che riguardo alla necessità di alzare i tassi ufficiali, che non è in discussione, il nodo del contendere riguarda l'opportunità di continuare con un approccio meccanico di rialzi rapidi, fornendo quindi un indirizzo rigido sul futuro prossimo, in alternativa a una strategia di restrizione più graduale, flessibile e associata a una *guidance* più limitata, coerente con l'approccio *meeting-by-meeting*.
 - Da una parte, un gruppo di governatori nazionali, che include anche Nagel (Germania) e Knot (Olanda) e la presidente Lagarde, sembra dare per scontato un rialzo di mezzo punto anche in marzo; inoltre, sono propensi a comunicare che i rialzi dei tassi continueranno anche successivamente, e in misura significativa. Questa posizione potrebbe anche essere motivata dall'intenzione di evitare un intempestivo allentamento delle condizioni finanziarie, che indebolirebbe la trasmissione della politica monetaria.
 - Altri, come Panetta, hanno sottolineato che l'approccio "riunione per riunione", indotto dall'incertezza di scenario, suggerirebbe di non sbilanciarsi troppo, soprattutto perché la riunione del 16 marzo sarà quella in cui vengono discusse e pubblicate le nuove proiezioni dello staff. La tesi gradualista, che sembra sostenuta anche dal governatore di Banca d'Italia, Visco, dal portoghese Centeno e dal greco Stournaras, è ragionevole anche alla luce dei ritardi con i quali le misure di politica monetaria si riflettono sull'economia reale. Nella sua intervista a Bloomberg del 18 gennaio, anche il governatore di Banque de France, Villeroy de Galhau, aveva detto che occorre essere "pragmatici" sui tassi e che la velocità dei rialzi sta diventando ora meno importante.
- **Il Consiglio Direttivo potrebbe decidere di ribadire anche in questa occasione l'indicazione che i tassi dovranno salire ancora in modo significativo nei prossimi mesi**, nel tentativo di evitare che le aspettative di mercato si abbassino troppo presto. L'esigenza sembra meno pronunciata rispetto a dicembre, dato che i tassi reali a lungo termine sono ormai solidamente in territorio positivo e che il mercato OIS comunque sconta in questi giorni un tasso di arrivo fra 3,25 e 3,50%; tuttavia, indebolire l'indirizzo sui tassi a febbraio potrebbe abbattere le aspettative sulla prossima riunione, riproponendo il problema. Che sia il 16 marzo o piuttosto il 4 maggio, però, nei prossimi mesi il passo dei rialzi sarà sicuramente ridotto. **Manteniamo la previsione di ulteriori 100pb di rialzo dei tassi ufficiali dopo quello di 50pb atteso la prossima settimana**, ipotizzando che a marzo si continui con 50pb, ma che da maggio, di fronte all'evidenza di un calo ad ampio raggio delle misure di inflazione e di segnali più netti di rallentamento delle componenti della domanda sensibili ai tassi, i rialzi divengano di soli 25pb.

I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante si prospetta ricca di dati ed eventi rilevanti. Il focus sarà sulla riunione di politica monetaria della BCE, che dovrebbe continuare nel ciclo di rialzi dei tassi. Le rilevazioni sui prezzi al consumo di gennaio dovrebbero mostrare una riaccelerazione dell'inflazione in Germania e in Francia a fronte di un possibile rallentamento in Italia e nel complesso dell'Eurozona. I dati preliminari sul PIL nel 4° trimestre 2022 sono attesi registrare una modesta contrazione in Italia, Francia, Belgio ed Eurozona, mentre l'attività economica potrebbe essere rimasta stagnante in Germania. Indice ESI e stime finali dei PMI completeranno la tornata di indagini di fiducia di gennaio, confermando il trend di recupero del morale di famiglie e imprese. Infine, saranno pubblicate le rilevazioni di dicembre relative a produzione industriale e spese private in Francia, nonché i dati sulla disoccupazione in Italia e nel complesso dell'Eurozona.

Negli **Stati Uniti**, l'agenda questa settimana è fitta di eventi e dati cruciali per lo scenario. La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con un rialzo dei tassi di 25pb, a 4,75%, accompagnato ancora da una retorica *hawkish*, mirata a convincere il mercato che non è ancora il momento di allentare le condizioni finanziarie. Sul fronte dei dati, i segnali saranno omogeneamente negativi. Gli occupati non agricoli di gennaio dovrebbero mostrare ulteriore rallentamento della crescita, unito a un marginale rialzo del tasso di disoccupazione. Le indagini ISM di gennaio sono previste sempre in territorio recessivo, con indicazioni di debolezza della domanda e riduzione delle pressioni sui prezzi. Anche la fiducia dei consumatori di gennaio e la spesa in costruzioni di dicembre sono previste in calo.

Lunedì 30 gennaio

Area euro

- **Area euro.** Le indagini di gennaio della Commissione Europea dovrebbero confermare il trend di miglioramento del morale di famiglie e imprese. L'indice composito di fiducia economica **ESI** dovrebbe registrare il terzo progresso consecutivo, a 97 da un precedente 95,8, riavvicinandosi alla media di lungo periodo. I progressi dovrebbero riguardare sia l'industria (-0,5 da -1,5) che i servizi (6,5 da 6,3), a fronte di una correzione per le costruzioni.
- **Germania.** Nel 4° trimestre 2022 il **PIL** dovrebbe registrare una stagnazione (1,3% a/a), vista la debolezza dei consumi. I dati recenti e le indagini congiunturali segnalano una tenuta del PIL migliore delle attese e anticipano una contrazione dell'attività solamente marginale nel 1° trimestre; riteniamo, tuttavia, che la ripresa successiva sarà lenta. Nel nostro scenario centrale, il PIL dovrebbe registrare una crescita nulla quest'anno, dopo l'1,6% stimato nel 2022; l'incertezza resta tuttavia elevata.
- **Belgio.** Ci aspettiamo un calo del **PIL** marginale nel 4° trimestre: -0,1% t/t (1,2% a/a). I dati di produzione industriale hanno registrato una tenuta migliore del previsto ma lo shock inflattivo dovrebbe aver pesato sui consumi privati. I segnali di recupero mostrati dalle indagini di fiducia, l'effetto dell'indicizzazione dei salari sui redditi disponibili, nonché un mercato del lavoro ancora robusto rendono possibile un ritorno, seppur modesto, alla crescita del PIL già nel trimestre in corso. Dopo il 3,1% stimato per il 2022, vediamo un rallentamento allo 0,6% nel 2023.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a gennaio è prevista in calo a 107 da 108,3 di dicembre, alla luce delle informazioni dell'indice IBD/TIPP e dei segnali di indebolimento del mercato del lavoro.
- L'**Employment Cost Index** del quarto trimestre dovrebbe registrare un rallentamento della dinamica trimestrale, a 1% t/t da 1,2% t/t, con indicazioni di riduzione del ritmo di aumento del costo del lavoro in linea con quanto visto per l'Atlanta Wage Tracker.

Martedì 31 gennaio**Area euro**

- **Area euro.** Nel 4° trimestre del 2022, il **PIL** dovrebbe essere tornato a contrarsi marginalmente dopo sei trimestri di espansione, stimiamo di -0,1% t/t (1,7% a/a). Il 2022 chiuderebbe con una crescita in media annua pari al 3,4%. I rischi per la previsione sono verso l'alto (i più recenti dati reali, nonché le indagini di fiducia, ci hanno indotto a ridimensionare le nostre attese di contrazione dell'attività economica a cavallo d'anno). A fronte di minori rischi al ribasso di breve termine, permangono dei fattori di incertezza che potrebbero frenare la ripresa nel 2° semestre dell'anno.
- **Germania.** A gennaio i **prezzi al consumo** dovrebbero mostrare una crescita di +1,2% m/m sia sull'indice nazionale che sull'armonizzato UE. La tendenza annua è attesa salire al 9,4% da 8,6% precedente sulla misura nazionale e al 9,9% dal 9,6% di dicembre sull'IPCA. In media annua, l'inflazione armonizzata dovrebbe calare al 6,6% nel 2023, spinta al ribasso dall'impatto delle misure anti-rincaro.
- **Francia.** L'**inflazione** è attesa salire in gennaio, a 6,1% da 5,9% precedente sul CPI e a 7% a/a da 6,7% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero mostrare una crescita di mezzo punto sull'indice domestico e di +0,4% m/m sull'IPCA. Il grado di incertezza è particolarmente elevato ma, in media annua, l'inflazione dovrebbe moderare intorno al 5% (sull'indice armonizzato) nel 2023 dal 5,9% dello scorso anno.
- **Francia.** La **spesa per beni delle famiglie**, a dicembre, dovrebbe risultare stagnante, dopo il parziale recupero di novembre (+0,5% m/m). Nel mese, ci attendiamo un ulteriore progresso nell'abbigliamento e nei consumi di energia, a fronte di una possibile contrazione dei beni durevoli. La spesa per beni chiuderebbe il trimestre con un calo di -1,4% t/t.
- **Francia.** Nel 4° trimestre, il **PIL** dovrebbe aver riportato una marginale flessione (-0,1% t/t). Sia i consumi che gli investimenti, frenati rispettivamente da elevata inflazione e condizioni finanziarie meno favorevoli, dovrebbero aver contribuito negativamente alla crescita nel periodo. L'economia transalpina archivierebbe il 2022 con un progresso di 2,5% (al di sotto della media dell'area euro). È possibile che l'attività economica possa evitare una flessione nel trimestre in corso.
- **Italia.** Il **PIL** dovrebbe essersi contratto nel 4° trimestre 2022, per la prima volta dal 2020: stimiamo di -0,3% t/t (con qualche rischio verso l'alto). Il 2022 si chiuderebbe una crescita del 3,8% (sul dato corretto per i giorni lavorativi). La contrazione di fine anno sarebbe dovuta all'industria, in un contesto di sostanziale stabilità del valore aggiunto nei servizi. Gli scambi con l'estero potrebbero tornare a dare un contributo positivo, alleviando l'entità della contrazione della domanda domestica. La flessione del PIL potrebbe essersi estesa al trimestre in corso. La ripresa a partire dalla primavera dovrebbe comunque far sì che possa essere raggiunta una crescita positiva in media d'anno nel 2023 (nostra stima: 0,6%).

Mercoledì 1 febbraio**Area euro**

- **Area euro.** A dicembre il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere rimasto stabile al minimo storico di 6,5%. Le intenzioni di assunzione delle imprese restano su livelli espansivi e non mostrano ancora segnali d'inversione, e i dati sulle posizioni aperte restano coerenti con una domanda di lavoro ancora positiva. Il rallentamento del ciclo dovrebbe avere un impatto complessivamente contenuto sul mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione potrebbe toccare un picco intorno al 6,8% nei trimestri centrali dell'anno.
- **Area euro.** L'**inflazione** è attesa calare lievemente a gennaio, stimiamo a 9,1% dal 9,2% di dicembre; di contro, l'indice core (al netto di energia e alimentari freschi) dovrebbe crescere a 7,2% da 6,9% precedente. Nel mese, i prezzi sono visti aumentare dello 0,2% m/m, ancora al di sopra dell'usuale profilo stagionale. Nel corso del 2023 ci aspettiamo un trend

discendente legato ad effetti base favorevoli sulla componente energia e alle misure anti-rincari varate da numerosi governi nazionali, che saranno in vigore nella maggior parte dei Paesi sino a fine anno. A fine 2023, l'inflazione è vista solo di poco inferiore al 3%, con una media annua al 6,4%.

- **Area euro.** Le **stime finali degli indici PMI manifatturieri** di gennaio dovrebbero confermare il miglioramento di un punto a 48,8 per il complesso dell'Eurozona. Il rialzo è stato trainato dalla Francia e dalle economie periferiche, a fronte di una sostanziale stabilizzazione (su livelli ancora recessivi) in Germania. In **Italia** il PMI manifatturiero è visto in rialzo per il terzo mese a 49,1, da un precedente 48,5: si tratterebbe un massimo dallo scorso giugno.
- **Italia.** L'**inflazione** potrebbe scendere a gennaio, a 10,7% a/a da 11,6% sull'indice nazionale e a 11,4% da 12,3% sull'armonizzato. Di contro, la componente core è attesa salire a 6,2% da 5,8% di dicembre. Nel mese i prezzi al consumo avrebbero registrato una crescita di sette decimi sul NIC e un calo di -0,8% m/m sull'IPCA, legato ai saldi invernali. I rincari di carburanti, tabacchi e trasporto pubblico di inizio anno dovrebbero essere mitigati dal calo del prezzo del gas e dell'elettricità. L'inflazione è attesa calare nel corso del 2023 ma restare sopra il 3% (sull'indice armonizzato) a fine anno, per tornare attorno al 2% solo da fine 2024. Ci aspettiamo un'inflazione pari in media annua al 7,2% nel 2023 e al 2,7% nel 2024 sull'IPCA.

Stati Uniti

- La **spesa in costruzioni** a dicembre è attesa in calo di -0,1% m/m, dopo 0,2% m/m a dicembre, con segnali di rallentamento del trend delle unità in via di completamento e di debolezza delle costruzioni nel comparto non residenziale.
- L'**ISM manifatturiero** a gennaio dovrebbe correggere ulteriormente, scendendo a 48,1 da 48,4 di dicembre e mantenendosi saldamente in territorio recessivo. L'indagine dovrebbe confermare i trend negativi di ordini, prezzi e produzione, segnalando anche raffreddamento dell'occupazione.
- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi con un rialzo di 25pb. Il comunicato dovrebbe rilevare un indebolimento della domanda, pur in presenza di un mercato del lavoro ancora solido, e segnali preliminari di ritracciamento dell'inflazione. Nel comunicato, il focus sarà sull'affermazione secondo cui il Comitato prevede "continui aumenti" dell'intervallo obiettivo. Una modifica di questa formulazione o la sua abolizione a favore di un percorso definito riunione per riunione sarebbe un chiaro segnale che la fine dei rialzi è imminente: la scelta delle parole sarà cruciale per cercare di ancorare le aspettative a una prospettiva non troppo accomodante. Nella conferenza stampa, riteniamo che Powell riconoscerà i dati incoraggianti sul calo dell'inflazione, ma manterrà l'attenzione focalizzata sugli elementi di rischio per lo scenario. In particolare, il mercato del lavoro e l'inflazione dei servizi core ex-abitazione saranno identificati ancora come problemi non risolti, che richiedono una politica monetaria "sufficientemente restrittiva" mantenuta in vigore per un tempo non troppo breve, al fine di evitare il ripetersi degli anni '70. Il messaggio che dovrebbe emergere è l'inflessibile impegno a riportare l'inflazione al 2%, insieme alla volontà di muoversi in modo agile e flessibile di fronte ai dati in arrivo e alla valutazione degli effetti della restrizione monetaria già attuata. I toni dovrebbero restare hawkish, per contrastare l'allentamento delle condizioni finanziarie generato dai mercati, ma non potranno prevalere sul fatto che il ciclo dei rialzi è al termine.

Giovedì 2 febbraio

Area euro

- Si prevede che la **BCE** attui un nuovo rialzo di 50pb dei tassi ufficiali. Non si possono escludere modifiche all'indirizzo sui tassi, dato che un nuovo rallentamento dei rialzi ci sembra probabile a maggio. In aggiunta, il Consiglio annuncerà i dettagli operativi della riduzione del portafoglio APP, che già sappiamo inizierà a marzo al ritmo medio di 15 miliardi di euro mensili.

Venerdì 3 febbraio**Area euro**

- **Area euro.** I **PMI servizi e composito** sono tornati al di sopra della soglia d'invarianza a gennaio, guidati dal balzo dell'indice tedesco mentre in Francia è stata registrata una correzione. La **seconda stima** dovrebbe confermare il miglioramento, con qualche rischio verso l'alto. I dati preliminari sono coerenti con un miglioramento degli indicatori anche nel resto dell'Eurozona: in **Italia** il **PMI servizi** dovrebbe tornare al di sopra di 50 per la prima volta dallo scorso agosto, portandosi a 50,5 da 49,9 di dicembre. Il **PMI composito** è invece visto a 50,1 da 49,6, su livelli coerenti con un ritorno alla crescita dell'attività economica dopo 6 mesi di contrazione.
- **Francia.** La **produzione industriale** a dicembre è attesa registrare un calo di -0,4% m/m, dopo l'ampio recupero del mese precedente (+2% m/m), che era stato viziato dal +90% m/m nella raffinazione per via della conclusione degli scioperi. In ogni caso, l'industria sta evidenziando una tenuta migliore del previsto, anche grazie al contributo positivo dei settori *semiconductor-intensive* (in primis l'*automotive*) che beneficiano dei minori problemi di approvvigionamento.

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a gennaio sono previsti in aumento di 130 mila, dopo 223 mila di dicembre, con persistente contrazione dei lavoratori temporanei, debolezza nel manifatturiero e rallentamento nei servizi. Il **tasso di disoccupazione** è previsto in rialzo al 3,6%, sulla scia di una frenata degli occupati rilevati con l'indagine presso le famiglie. Il mercato del lavoro è in fase di transizione verso un contesto recessivo, a nostro avviso e nei prossimi mesi ci saranno ampie revisioni verso il basso dell'occupazione del 2022. I **salari orari** dovrebbero registrare un incremento di 0,3% m/m come a dicembre, con un ulteriore rallentamento della variazione annua, a 4,5% a/a.
- L'**ISM dei servizi** dovrebbe scendere ulteriormente in territorio recessivo con una flessione a 49,4 da 49,6 di dicembre. I trend verso il basso di attività, occupati e prezzi dovrebbero essere confermati, con segnali di debolezza per la crescita a inizio 2023.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (30 gennaio – 3 febbraio)...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 30/1	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		gen	5.5	%	
	10:00	GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T4	1.3	%	1.3
	10:00	GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T4	0.4	%	0.0
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		dic	2.0	Mld €	
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	gen	95.8		97.0
	11:00	BEL	PIL t/t prelim		T4	0.2	%	-0.1
Mar 31/1	00:00	ITA	PPI m/m		dic	2.6	%	
	00:00	ITA	PPI a/a		dic	29.4	%	
	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		dic	2.5	%	2.5
	00:30	GIA	Job to applicant ratio		dic	1.4		1.4
	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		dic	2.5	{2.6}	3.0
	00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		dic	0.2	%	-1.2
	02:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	gen	47.0		49.7
	02:30	CN	PMI composito - Caixin		gen	42.6		
	02:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		gen	41.6		
	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		gen	30.3		
	07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	dic	0.5	%	0.0
	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T4	0.2	%	0.1
	08:00	GER	Prezzi import a/a		dic	14.5	%	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	dic	1.1	%	0.3
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		dic	-5.9	%	
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	gen	6.7	%	7.0
	09:00	ITA	PIL a/a prelim	*	T4	2.6	%	1.5
	09:00	ITA	PIL t/t prelim	**	T4	0.5	%	-0.3
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	dic	7.8	%	7.9
	10:30	GB	Credito al consumo		dic	1.507	Mld £	
	11:00	EUR	PIL t/t 1a stima	**	T4	0.3	%	-0.1
	11:00	EUR	PIL a/a 1a stima	*	T4	2.3	%	1.7
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	gen	9.6	%	10.0
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	gen	-1.2	%	1.3
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	gen	8.6	%	9.1
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	gen	-0.8	%	1.1
	14:30	USA	Costo del lavoro	*	T4	1.2	%	1.2
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		nov	8.6	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		nov	0.0	%	
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	gen	45.1	{44.9}	
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	gen	108.3		109.4
Mer 1/2	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		gen	prel 48.9		
	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	gen	49.0		49.5
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	gen	48.5		49.1
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		gen	prel 50.8		50.8
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	gen	prel 47.0		47.0
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	gen	prel 48.8		48.8
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	gen	46.7		
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	**	gen	6.9	%	6.9
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	gen	9.2	%	9.0
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	dic	6.5	%	6.5
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	gen	0.3	%	0.7
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	gen	12.3	%	11.4
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	gen	0.3	%	-0.8
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	gen	11.6	%	10.7
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		gen	235	x1000	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		gen	46.8		
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		dic	0.2	%	0.1
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	gen	48.4		48.2

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

Calendario dei dati macroeconomici (30 gennaio – 3 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Gio 2/2	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		dic	10.8	Mld €	
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T4	2.4	%	
	14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim		T4	0.8	%	2.6
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	186	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.675	Mln	
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		dic	-1.8	%	
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	dic	prel -0.1	%	
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	dic	prel 5.6	%	
Ven 3/2	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	gen	48.0		
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	dic	2.0	%	-0.4
	09:45	ITA	PMI servizi	*	gen	49.9	50.9	50.5
	09:50	FRA	PMI servizi finale		gen	prel 49.2	49.2	49.2
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	gen	prel 50.4	50.4	50.4
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	gen	prel 50.2	50.2	50.2
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	gen	prel 50.7	50.7	50.7
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	gen	48.0		
	11:00	EUR	PPI a/a		dic	27.1	% 22.4	
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	gen	223	x1000 175	130
	14:30	USA	Salari orari m/m		gen	0.3	% 0.3	0.3
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	gen	3.5	% 3.6	3.6
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		gen	46.6		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		gen	46.6		
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	gen	49.6	50.5	49.4

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 (30 gennaio – 3 febbraio)

Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun 30/1	14:15	EUR		Discorso di Villeroy (BCE)
Mer 1/2	20:00	USA	**	Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds +25pb a 4,50% - 4,75%)
	20:30	USA	**	Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio 2/2	13:00	GB	**	Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +50pb a 4,00%)
	13:30	GB	**	Conferenza stampa di Bailey (BoE) e pubblicazione MPR
	14:15	EUR	**	BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate +50pb a 3,00%, depo rate +50pb a +2,50%)
	14:45	EUR	**	Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven 3/2	10:00	EUR	*	La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice anticipatore m/m	dic	-1.1 (-1.0)	%	-0.7	-1.0
Markit PMI Composito prelim.	gen	45.0			46.6
Markit PMI Manif. prelim.	gen	46.2		46.0	46.8
Markit PMI Servizi prelim.	gen	44.7		45.0	46.6
Richieste di sussidio	settim	192 (190)	x1000	205	186
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.655 (1.647)	Mln	1.659	1.675
PIL t/t ann. advance	T4	3.2	%	2.6	2.9
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	dic	-1.7 (-2.1)	%	2.5	5.6
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	dic	0.1	%	-0.2	-0.1
Bilancia commerciale prelim	dic	-82.93	Mld \$		-90.27
Vendite di nuove case (mln ann.)	dic	0.602 (0.640)	Mln	0.617	0.616
Deflatore consumi (core) a/a	dic	4.7	%	4.4	
Deflatore consumi a/a	dic	5.5	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	dic	0.1	%	-0.1	
Redditi delle famiglie m/m	dic	0.4	%	0.2	
Deflatore consumi (core) m/m	dic	0.2	%	0.3	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	gen	64.6		64.6	

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

Il **PMI manifatturiero** flash di gennaio è rimasto in territorio recessivo, a 46,8 da 46,2 di dicembre, sulla scia della persistente frenata della produzione e degli ordini, anche se gli ordini dall'estero segnalano contrazioni limitate. L'indice dei prezzi pagati indica una ripresa delle pressioni dai costi degli input, mentre i prezzi di vendita sono in aumento contenuto. Le imprese riportano una contrazione di occupati (49,7), in seguito al calo della domanda, e un minor utilizzo della capacità produttiva. Il **PMI dei servizi** è risalito a 46,6 da 44,7 di dicembre, grazie a una contrazione meno rapida degli ordini. I prezzi degli input hanno segnato un'accelerazione rispetto a dicembre, senza però trasferirsi sui prezzi di vendita (stabili a 54,5, minimo da ottobre 2020), mentre l'occupazione è in aumento solo marginale (50,7).

Il **PIL nel 4° trimestre** ha registrato una variazione di 2,9% t/t ann., dopo 3,2% t/t ann. del trimestre precedente, con segnali di **quasi stagnazione della domanda finale domestica privata**. La crescita dei consumi è rallentata a 2,1% t/t ann., da 2,3%, con una riaccelerazione per i beni (durevoli, 1,1% e non durevoli 0,5%, dopo contrazioni in entrambe le categorie) e un rallentamento per i servizi (2,6% da 3,7% dell'estate e 4,6% della primavera). Gli investimenti fissi non residenziali sono in frenata (0,7% t/t ann., da 6,2%), mentre la correzione dell'edilizia residenziale si mantiene elevata (-26,7% t/t ann., dopo -27,1%). Le esportazioni nette e le scorte contribuiscono per 0,56pp e 1,46pp, rispettivamente, segnalando un **netto rallentamento della crescita della domanda finale domestica** (1,4% t/t ann.). Escludendo anche il contributo della spesa pubblica (0,64pp), si rileva una **stagnazione della domanda finale privata domestica, con indicazioni di debolezza per il 2023**.

Le **richieste di nuovi sussidi di disoccupazione** al 21 gennaio sono scese a 186 mila, sui minimi dalla primavera 2022. I sussidi esistenti invece restano sul trend di modesto aumento iniziato in autunno. I dati sembrano segnalare che si sta allungando la durata della disoccupazione, ma che eventuali nuovi disoccupati trovano rapidamente una nuova occupazione o escono dal mercato del lavoro.

Gli **ordini di beni durevoli** a dicembre (prel.) hanno sorpreso verso l'alto con un aumento di 5,6% m/m, dovuto al balzo dell'aeronautica civile (+115,5% m/m). Al netto dei trasporti, gli ordini sono in calo di -0,1% m/m. Gli **ordini e le consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei** sono indiscutibilmente deboli, con contrazioni di -0,2% m/m e -0,4% m/m, rispettivamente.

Il BLS ha pubblicato nuovi dati che rafforzano una valutazione del mercato del lavoro più debole di quanto appaia dai dati mensili dei nonfarm payrolls del 2022. Con l'aggiornamento della Business Employment Dynamics (BED) per il 2° trimestre 2022, il BLS mostra che in primavera la

variazione netta dell'occupazione è stata di -287 mila posti, anche più debole di quanto stimato con gli "early benchmark". Questo dato è il risultato della differenza fra un aumento lordo di occupati di 8,3 mln (in calo di 185 mila dal trimestre precedente) e una perdita lorda di 8,5 mln (con un aumento di 1,6 mln su base trimestrale). I dati non danno il quadro definitivo del mercato del lavoro neppure con un anno di ritardo, perché la rilevazione delle imprese che chiudono è ritardata di altri 4 trimestri. In ogni caso, la variazione negativa rilevata con i dati del BED conferma l'inaffidabilità dei nonfarm payrolls, che riportavano una crescita di 1,05 mln nel 2° trimestre. Peraltro, nello stesso periodo, l'occupazione rilevata con l'indagine presso le famiglie riportava un calo di -271 mila posti.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	gen	48.9		48.9

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

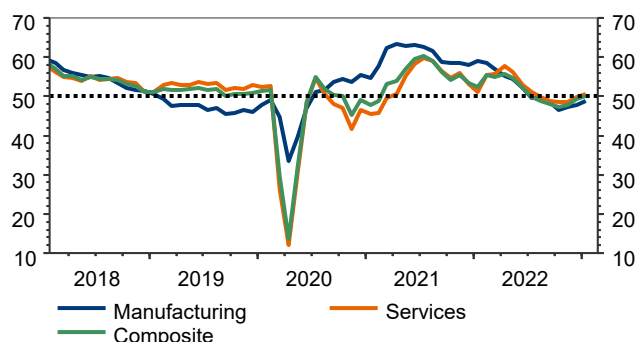
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	gen	-13.6		-13.5
EUR	Fiducia consumatori flash	gen	-22.0 (-22.2)	-20.0	-20.9
EUR	PMI servizi prelim	gen	49.8	50.2	50.7
EUR	PMI manifatturiero prelim	gen	47.8	48.5	48.8
EUR	PMI composito prelim	gen	49.3	49.8	50.2
EUR	M3 dest. a/a	dic	4.8	%	4.1
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	gen	102 (+101)	102	103
FRA	PMI servizi prelim	gen	49.5	49.8	49.2
FRA	PMI manifatturiero prelim	gen	49.2	49.6	50.8
FRA	Fiducia consumatori	gen	81 (82)	83	80
GER	Fiducia consumatori	feb	-37.6 (-37.8)	-33.0	-33.9
GER	PMI servizi prelim	gen	49.2	49.6	50.4
GER	PMI manifatturiero prelim	gen	47.1	47.9	47.0
GER	IFO	gen	88.6	90.2	90.2
GER	IFO (sit. corrente)	gen	94.4	95.0	94.1
GER	IFO (attese)	gen	83.2	85.0	86.4
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T3	3.1	%	4.7
ITA	Fiducia consumatori	gen	102.5	102.7	100.9
ITA	Indice di fiducia delle imprese	gen	101.5 (+101.4)	101.8	102.7
ITA	Fatturato industriale a/a	nov	12.5	%	11.5
ITA	Fatturato industriale m/m	nov	-0.8	%	0.9
SPA	PIL t/t prelim	T4	0.1	%	0.2

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

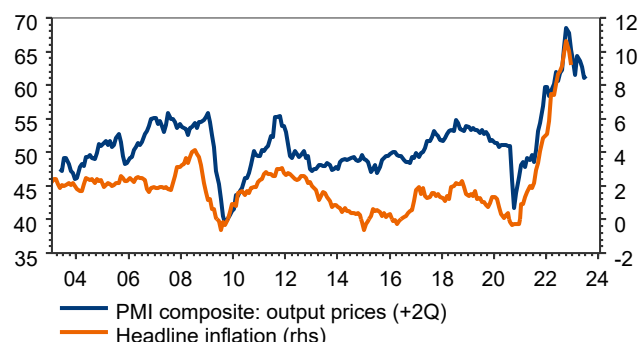
Area euro. Le stime flash dei **PMI** di gennaio confermano il ridimensionamento dei rischi al ribasso sullo scenario a cavallo d'anno e suggeriscono che a inizio 2023 l'economia potrebbe essere tornata a crescere modestamente. Dopo aver toccato un minimo ad ottobre, il PMI composito è aumentato per tre mesi consecutivi e a gennaio è tornato al di sopra della soglia d'invarianza che separa l'espansione dalla contrazione per la prima volta dallo scorso giugno (50,2 da 49,3 di dicembre). I progressi risultano diffusi alla manifattura (48,8 da 47,8, sui massimi dallo scorso agosto) e ai servizi (50,7 da 49,8) che dopo aver registrato un ampio miglioramento già nel mese precedente tornano anch'essi a segnalare un'espansione dell'attività dopo 5 mesi di contrazione. Le indicazioni sui prezzi degli input confermano la tendenza di attenuamento delle pressioni a monte delle filiere produttive, soprattutto nella manifattura dove l'indice relativo ai prezzi pagati scende sui minimi da fine 2020. Riaccellera leggermente la crescita dei prezzi di vendita all'interno di una tendenza che sembra comunque rimanere coerente con un progressivo calo dell'inflazione nel corso del 2023.

Prosegue il recupero degli indici PMI a gennaio



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

La tendenza dei prezzi di vendita resta coerente con un calo dell'inflazione nel corso del 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

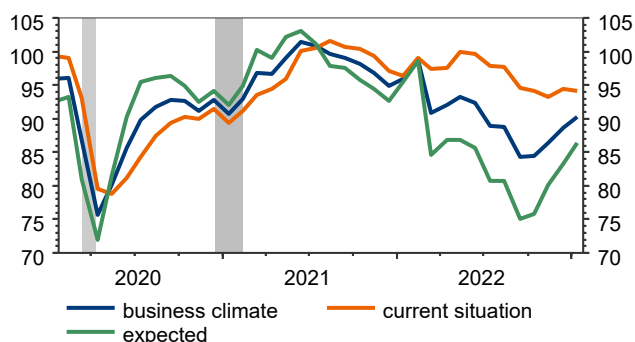
Area euro. L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea è salito a -20,9 a gennaio da un precedente -22 (rivisto da -22,2). Il quarto progresso mensile consecutivo appare dovuto al rientro delle aspettative inflazionistiche e agli effetti delle misure anti-rincarì varate dai governi nazionali. Tuttavia, l'indice rimane al di sotto della media di lungo periodo e su livelli ancora coerenti con un calo dei consumi privati a inizio 2023.

Area euro. A dicembre la crescita di **M3** ha rallentato più del previsto a 4,1% a/a da un precedente 4,8% a/a. I dati mostrano una decisa frenata del credito al settore privato (4,2% a/a da un precedente 5,1%), che anticipa un rallentamento di consumi e investimenti nei prossimi trimestri. La decelerazione riguarda, infatti, sia i prestiti alle famiglie (3,8% a/a da 4,1%) che, soprattutto, le imprese non finanziarie (6,3% a/a da 8,3%). La prossima settimana il Bank Lending Survey della BCE dovrebbe evidenziare una restrizione delle condizioni creditizie e un aumento dei tassi sui prestiti che dovrebbero pesare sull'attività nel corso del 2023.

Germania. L'indice **IFO** ha segnato, a gennaio, il quarto rialzo consecutivo, attestandosi a 90,2 dal precedente 88,6. L'incremento è stato trainato dal miglioramento delle aspettative (a 86,4 da 83,2 di dicembre), mentre la valutazione sulla situazione corrente registra una lieve flessione a 94,1 da 94,4. Sia l'indice sintetico che gli indicatori su situazione corrente e attese sono al di sopra dei livelli medi di fine 2022, ma ancora ben al di sotto della media di lungo termine. Il clima di fiducia è salito ancora nel manifatturiero, a -0,7 da -5,7, e segnala un quadro meno negativo rispetto a qualche mese fa. La fiducia è migliorata sia nel commercio all'ingrosso (-12,2 da -16,5) che in quello al dettaglio (-20,6 da -25,1). Il morale recupera anche nei servizi, approdando in positivo, a 0,2 da un precedente -1,2. È probabile che la crescita di fiducia nel commercio e servizi continui nei prossimi mesi in scia al calo atteso dell'inflazione. Ciò detto, in entrambi i comparti la fiducia è al di sotto della media storica. Il sentiment nelle costruzioni è salito solo marginalmente a gennaio, segno che il comparto rimane in forte crisi.

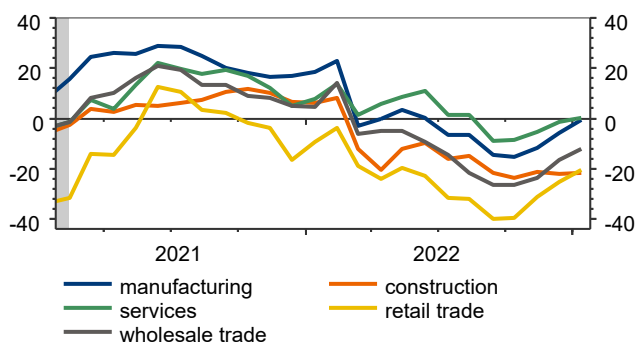
Il PIL tedesco, stagnante a fine 2022, potrebbe essere in lieve contrazione nel 1° trimestre, frenato dai consumi; la ripresa successiva sarà lenta. Le misure fiscali, infatti, compenseranno solo in parte la perdita di potere d'acquisto delle famiglie e nei prossimi mesi si intensificheranno gli effetti negativi legati all'aumento dei tassi di interesse oltre al rallentamento della domanda estera. In aggiunta, i prezzi del gas, più alti in Europa che altrove, continueranno a erodere la competitività di imprese energivore. **Per il 2023, prevediamo una crescita nulla del PIL e non più una contrazione di -0,5%.**

L'IFO cresce per il quarto mese in gennaio grazie al miglioramento delle aspettative



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

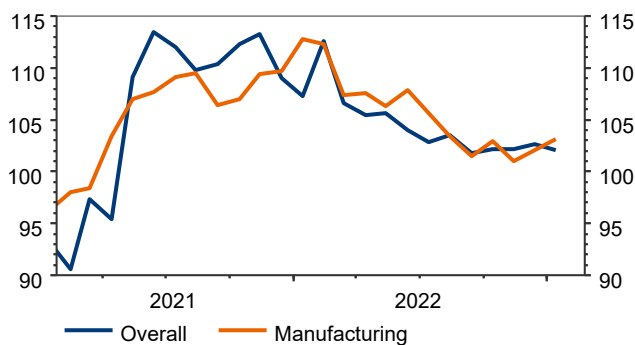
Recupero di fiducia in tutti i settori, ma faticano le costruzioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

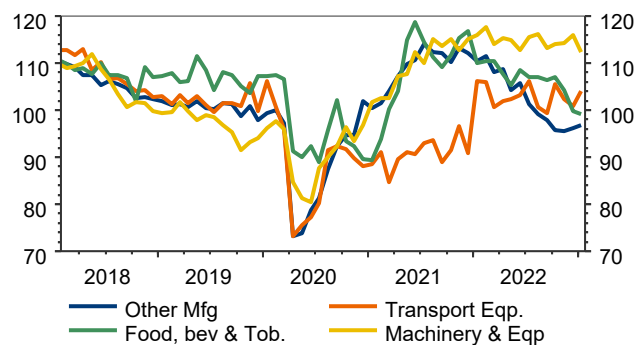
Francia. L'indice INSEE di **fiducia delle imprese** manifatturiere, a gennaio, ha riportato il secondo aumento mensile consecutivo, da 102 (rivisto al rialzo da 101) a 103, al di sopra del consenso. Il miglioramento è stato trainato dalle opinioni circa la produzione passata, a 11 a gennaio da 8 di dicembre, e dal saldo sugli ordinativi esteri, passati a -12 da -15. Sono peggiorate invece le indicazioni relative alle commesse interne: le attese sugli ordinativi totali nel mese sono passate a -17 da -15. Da evidenziare inoltre il rientro dei prezzi di vendita attesi, a 33 da 47 di dicembre, e il secondo calo consecutivo dei giudizi sulle scorte, a 14 da 25, a fronte di una sostanziale stabilità di tutte le altre componenti dell'indice. L'indice composito di fiducia delle imprese a gennaio ha invece riportato un calo a 102 (il dato di dicembre è stato rivisto verso l'alto di 1 punto), frenato da costruzioni (a 114 da 115) e soprattutto commercio all'ingrosso (a 95 da 102). Migliorano per contro le indicazioni provenienti dai servizi (a 105 da 104) e dal commercio al dettaglio (a 101 da 99). Dunque, l'indagine INSEE di gennaio ha confermato il trend di recupero del clima di fiducia dai minimi toccati qualche mese fa, che sta riguardando sia le imprese che le famiglie, in tutti i principali Paesi europei. L'industria in questa fase sta beneficiando sia del calo dei prezzi energetici sia dell'attenuazione dei problemi di approvvigionamento, che sta favorendo in particolare il settore automotive. Quest'ultimo fattore spiega buona parte della tenuta maggiore del previsto dell'industria francese, come di quella tedesca, nel periodo più recente. In Francia, come in Germania, il PIL potrebbe essere risultato all'incirca stagnante, anziché in contrazione, nella parte finale del 2022. Una modesta flessione è ancora attesa per il trimestre in corso, ma stanno aumentando i rischi verso l'alto su questa stima.

Il calo dei prezzi energetici ha favorito la tenuta dell'industria



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

In recupero in particolare il settore dei mezzi di trasporto, favorito dai minori problemi di approvvigionamento



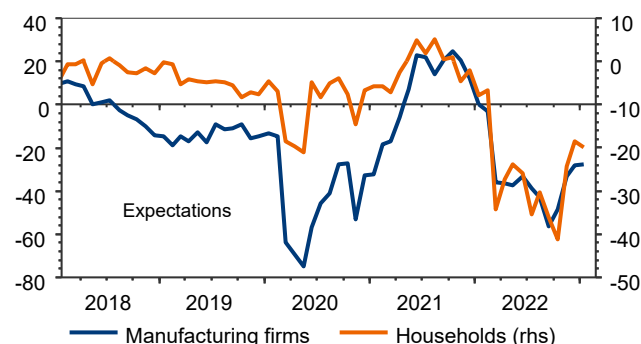
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Francia. A gennaio, la **fiducia dei consumatori** ha sorpreso verso il basso, riportando un calo a 80 (molto al di sotto della media di lungo periodo), da 81 il mese precedente. Sul morale delle famiglie ha pesato la minore capacità di risparmio attesa. Le aspettative sui prezzi nei prossimi 12 mesi restano molto elevate, ma fanno segnare un contenuto calo nel mese. L'indagine mostra anche un calo delle intenzioni di acquisto e delle condizioni finanziarie passate e future delle famiglie.

Italia. A gennaio l'indice composito IESI di **fiducia delle imprese** è cresciuto per il terzo mese consecutivo attestandosi a 109,1 da un precedente 107,9, ritornando sui massimi dallo scorso agosto. Il miglioramento risulta diffuso a manifattura, servizi e costruzioni mentre è calato nel commercio al dettaglio. Tra i **consumatori** invece il morale è sceso a 100,9 da 102,5 di dicembre, ma rimane al di sopra dei livelli medi del 2° semestre dello scorso anno.

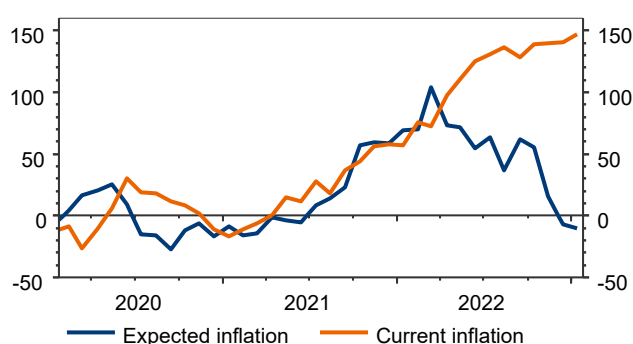
Il calo della fiducia dei nuclei famigliari è superiore alle nostre attese (già più pessimiste rispetto al consenso), **ma non è particolarmente sorprendente dopo che l'indice era salito molto a dicembre.** Inoltre, **il dato probabilmente riflette la reintroduzione delle accise sui carburanti nonché gli aumenti per tabacchi e trasporti**, come sembrano suggerire anche le opinioni delle famiglie sui prezzi correnti, salite ai massimi dai primi anni '80. Tuttavia, le aspettative d'inflazione confermano la tendenza al ribasso dei mesi scorsi, in territorio negativo per il secondo mese consecutivo e sui minimi da marzo 2021. In peggioramento anche le valutazioni sulla situazione personale e nazionale, anche se gli indici restano superiori ai livelli dello scorso novembre, mentre calano per il terzo mese le preoccupazioni circa la disoccupazione (su un minimo da dicembre 2021) confermando la tenuta, almeno per il momento, del mercato del lavoro.

Le aspettative restano sotto la media, ma sembrano aver superato i minimi dei mesi scorsi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'inflazione percepita tocca nuovi massimi, ma le aspettative calano ancora e restano in territorio negativo per il secondo mese



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La fiducia delle imprese manifatturiere è invece tornata a salire dopo l'inatteso calo registrato a fine 2022, portandosi a 102,7 da 101,5, un massimo dallo scorso agosto. Sono stati ordini e produzione a guidare i progressi, tuttavia, gli indici relativi restano in territorio negativo confermando come l'industria sia ancora in contrazione. In miglioramento anche le prospettive per l'economia, mentre sono calate per il quarto mese le intenzioni sui prezzi di vendita. **In crescita anche il morale nei servizi (104,2 da 102,4) e nelle costruzioni (158,8 da 156,6), mentre è calato nel commercio al dettaglio (110,3 da 112,4).**

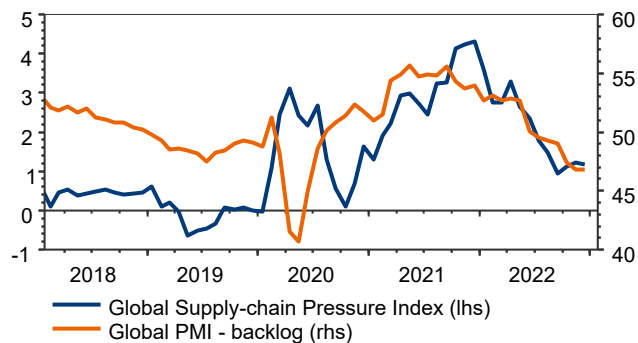
Dopo aver toccato un minimo in ottobre, le indagini sembrano essere entrate in una fase di recupero, ma restano su livelli coerenti con un'attività economica ancora debole a inizio 2023. Il PIL dovrebbe aver subito una contrazione complessivamente contenuta nel 4° trimestre del 2022, mentre i rischi al ribasso sul 1° trimestre del 2023 si stanno ridimensionando grazie anche al calo dei prezzi energetici. **La recessione attesa a cavallo d'anno potrebbe quindi risultare più lieve del previsto, ma continuano a sussistere dei fattori di rischio per l'economia nei trimestri successivi.**

Italia. Il **fatturato industriale** è tornato a crescere a novembre, di 0,9% m/m da un precedente -0,8% m/m. Il rimbalzo congiunturale, dopo due mesi di calo, riguarda sia il mercato interno (0,6%) che estero (1,3%). Il progresso è inoltre diffuso a tutti i principali comparti ad eccezione di beni intermedi ed energia, in calo rispettivamente per il terzo e il quinto mese consecutivo. La tendenza annua decelera però all'11,5% da 12,5% di ottobre, il tasso di espansione più lento da febbraio 2021, il che conferma la fase di rallentamento per il settore industriale, che a nostro avviso è destinata a proseguire anche nei prossimi mesi. I dati continuano comunque ad essere viziati dall'effetto dell'inflazione: il fatturato manifatturiero espresso in volume è poco più che stagnante in termini tendenziali (+0,5%).

Spagna. Secondo la lettura preliminare, il **PIL** è cresciuto più del previsto nel 4° trimestre, di 0,2% t/t. Il 2022 si è chiuso con un progresso di 5,5%, in linea con l'anno precedente. La crescita è spiegata dalla domanda estera: l'import è infatti crollato di -4,2% t/t, a fronte di un calo meno pronunciato per l'export (-1,1% t/t). I consumi privati sono diminuiti di -0,8% t/t e gli investimenti di -1,2% t/t, con la voce macchinari e attrezzature in calo di ben -5,8% t/t. Nel trimestre in corso, la discesa dell'inflazione potrebbe favorire un recupero per la spesa privata. In virtù di un minor contributo della domanda estera, il PIL potrebbe risultare invariato nel trimestre in corso.

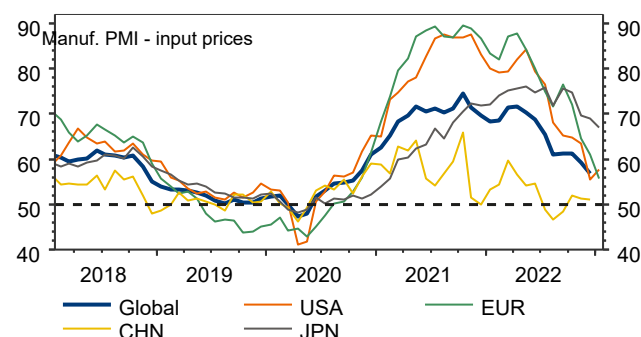
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



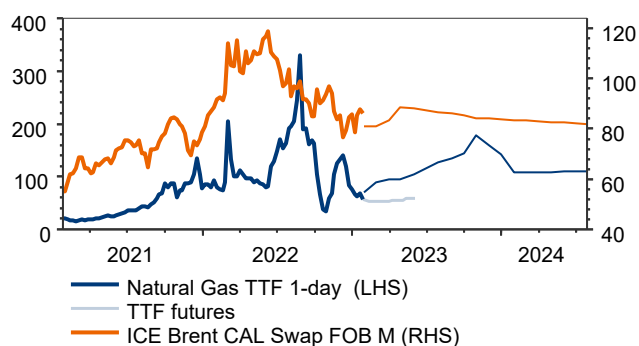
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



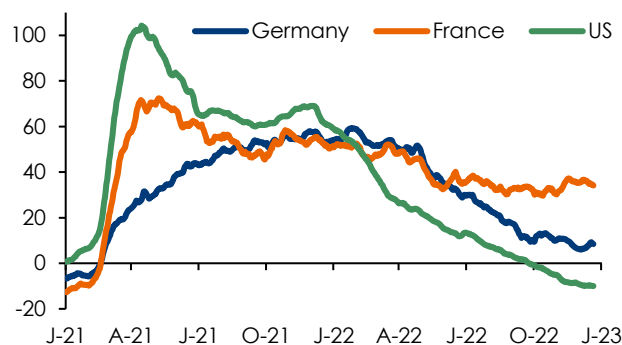
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



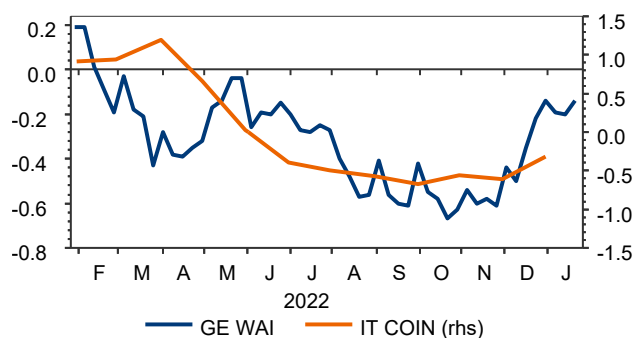
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % a/a)



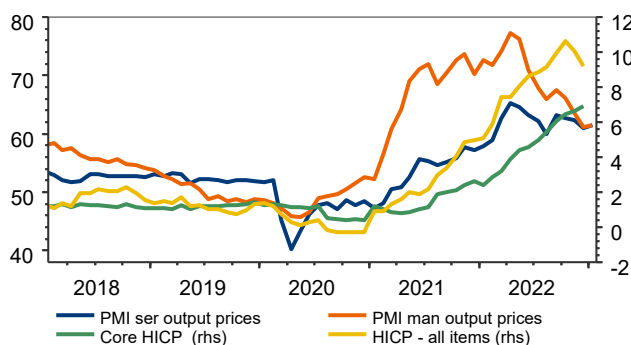
Fonte: Indeed Hiring Lab

Indici coincidenti di attività in Germania e Italia



Nota: l'indice tedesco WAI misura il tasso di crescita del PIL nelle ultime 13 settimane rispetto alle 13 settimane precedenti, l'indicatore italiano ITA-coin fornisce una stima mensile della crescita tendenziale dell'attività economica sottostante. Fonte: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia

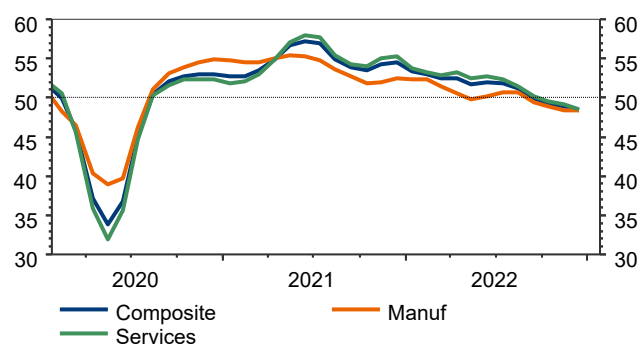
Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

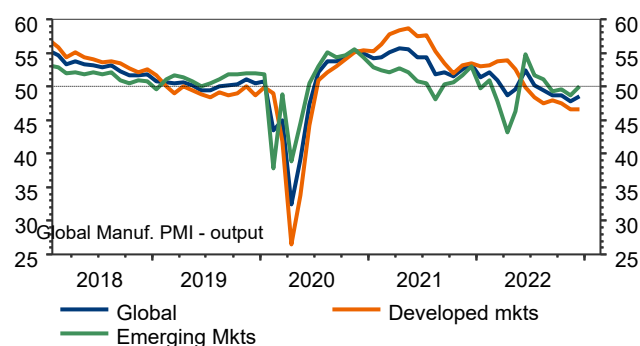
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



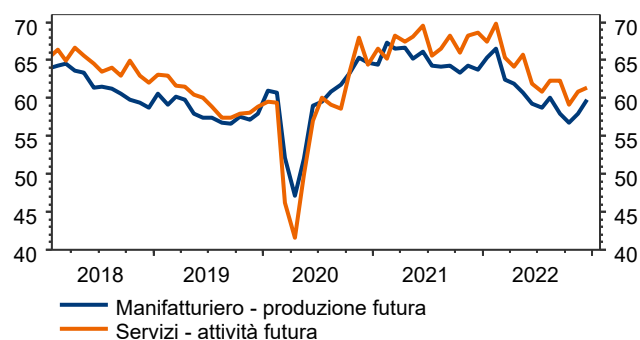
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



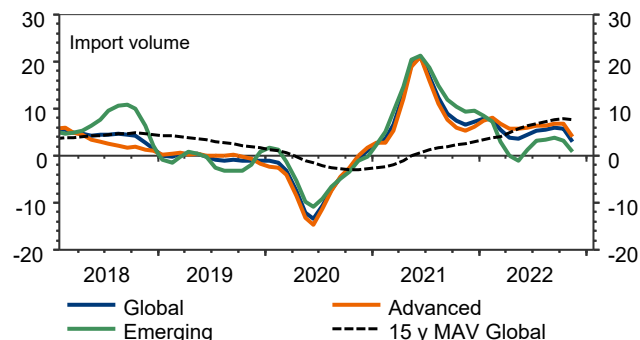
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



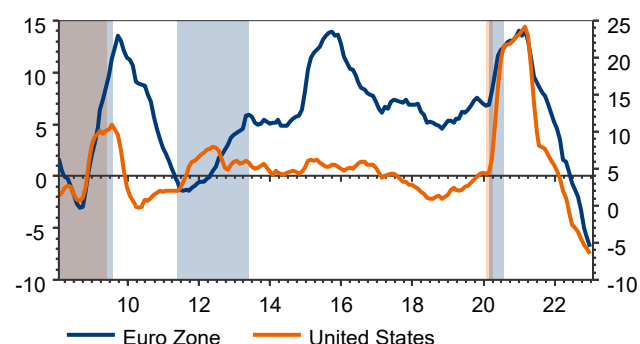
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



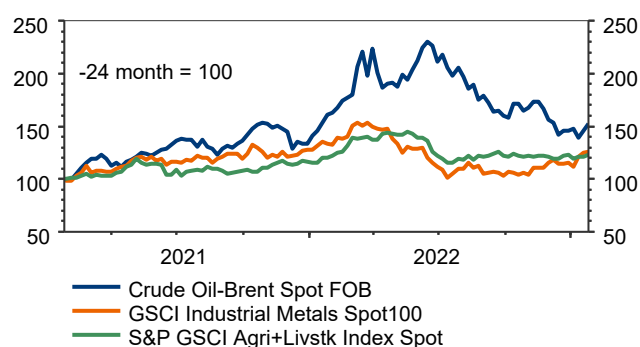
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

M1 reale, variazione a/a



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

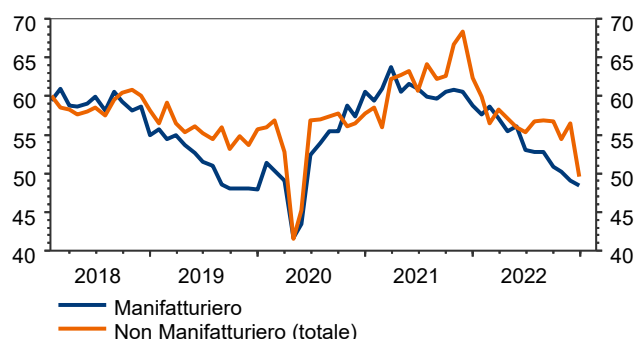
Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

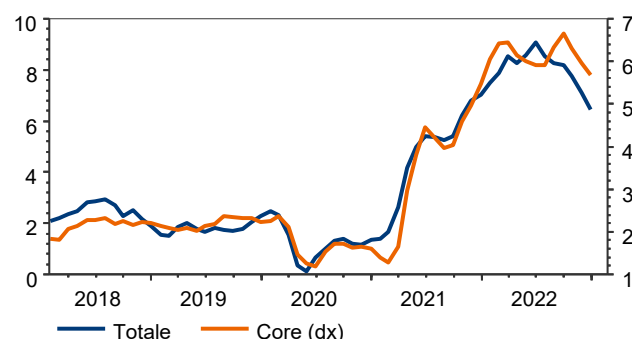
Stati Uniti

Indagini ISM



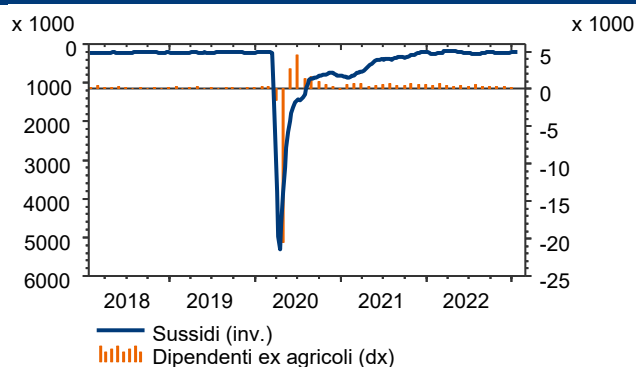
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



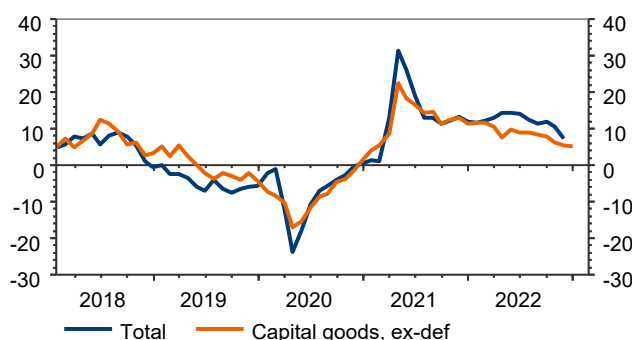
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

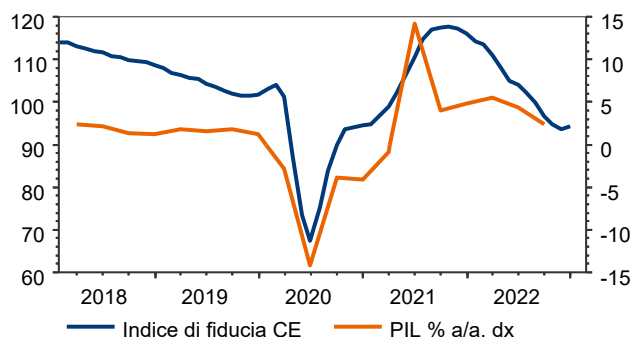
Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023						
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.9	2.1	0.4	5.7	3.7	1.8	1.9	1.0	1.3	1.1	-0.1	
- trim./trim. annualizzato				7.0	-1.6	-0.6	3.2	2.9	-0.2	-1.6	-1.5	
Consumi privati	8.3	2.8	0.5	3.1	1.3	2.0	2.3	2.1	0.5	-1.1	-1.8	
IFL - privati non residenziali	6.4	3.6	0.9	1.1	7.9	0.1	6.2	0.7	0.8	-1.2	-0.2	
IFL - privati residenziali	10.7	-10.7	-16.4	-1.1	-3.1	-17.8	-27.1	-26.7	-15.0	-8.2	-6.0	
Consumi e inv. pubblici	0.6	-0.6	1.7	-0.9	-2.3	-1.6	3.7	3.7	1.0	1.1	1.1	
Esportazioni	6.1	7.2	4.1	23.5	-4.6	13.8	14.6	-1.3	4.1	2.5	0.9	
Importazioni	14.1	8.1	-0.1	18.6	18.4	2.3	-7.3	-4.6	3.5	2.8	0.6	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.7	-0.1	5.0	0.3	-2.1	-1.4	1.8	-0.2	-0.4	-0.2	
Partite correnti (% PIL)	-3.6	-3.8	-3.8									
Deficit Pubblico (% PIL)	-11.7	-4.1	-5.1									
Debito pubblico (% PIL)	148.7	145.1	146.0									
CPI (a/a)	4.7	8.0	3.4	6.7	8.0	8.6	8.3	7.1	5.3	3.4	2.7	
Produzione Industriale	4.9	3.9	-2.2	1.2	1.2	1.2	0.4	-0.4	-0.3	-1.8	-1.4	
Disoccupazione (%)	5.4	3.7	4.2	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.8	4.1	4.4	

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

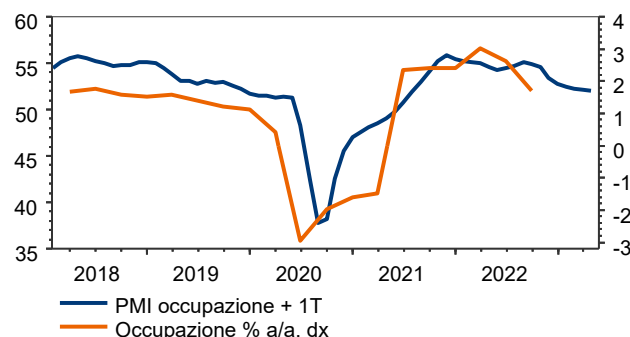
Area euro

PIL



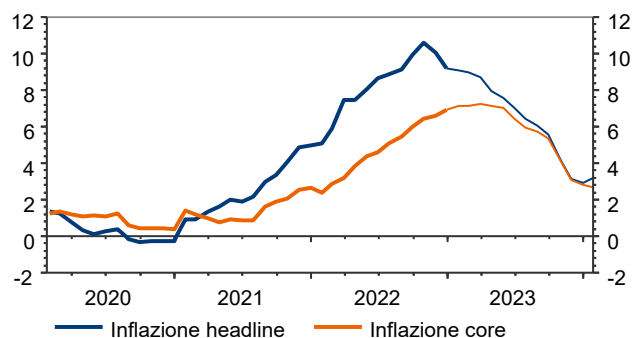
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2021	2022	2023
gennaio	0.9	5.1	9.1
febbraio	0.9	5.9	9.0
marzo	1.3	7.4	8.7
aprile	1.6	7.4	8.0
maggio	2.0	8.1	7.5
giugno	1.9	8.6	7.0
luglio	2.2	8.9	6.4
agosto	3.0	9.1	6.0
settembre	3.4	9.9	5.5
ottobre	4.1	10.6	4.2
novembre	4.9	10.1	3.2
dicembre	5.0	9.2	2.9

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2021	2022	2023	2021	2022	2023					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	5.3	3.4	0.4	4.8	5.5	4.3	2.3	1.7	0.8	0.1	0.1
- t/t				0.5	0.6	0.9	0.3	-0.1	-0.3	0.2	0.3
Consumi privati	3.7	4.0	-0.2	-0.1	0.0	1.1	0.8	-0.9	-0.7	0.2	0.5
Investimenti fissi	3.7	4.4	1.8	3.4	-0.7	1.0	3.6	-0.1	-0.9	0.4	0.5
Consumi pubblici	4.3	1.3	1.2	0.4	0.1	-0.1	0.2	0.6	0.3	0.3	0.2
Esportazioni	10.4	7.3	1.4	2.6	1.5	1.8	1.7	-0.2	0.0	0.0	0.2
Importazioni	8.2	8.4	2.6	4.7	-0.7	2.2	4.2	-0.4	0.0	0.1	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	0.4	0.4	0.7	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.3	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	2.4	-0.6	0.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-5.1	-3.0	-3.5								
Debito pubblico (% PIL)	95.4	93.6	94.7								
Prezzi al consumo (a/a)	2.6	8.4	6.4	4.6	6.1	8.0	9.3	10.0	8.9	7.5	6.0
Produzione industriale (a/a)	8.0	0.9	0.5	0.2	-0.2	0.4	1.7	1.7	0.4	0.3	0.3
Disoccupazione (%)	7.7	6.7	6.8	7.1	6.9	6.7	6.6	6.5	6.7	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	-0.55	0.34	3.32	-0.57	-0.53	-0.36	0.48	1.77	2.65	3.41	3.64

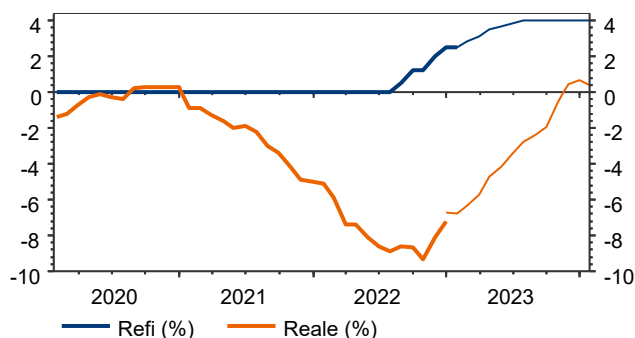
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	26/1	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	1.25	2.50	2.50	3.50	4.00	4.00	4.00
Euribor 1m	-0.51	0.68	1.88	2.13	2.72	3.40	3.52	3.51
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	2.49	2.99	3.56	3.62	3.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

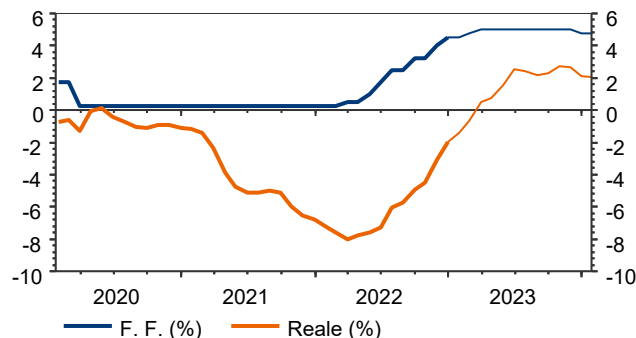


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	26/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	1.75	3.25	4.50	4.50	5.00	5.00	5.00	4.75
OIS 3m	2.18	3.66	4.61	4.70	4.97	4.99	4.99	4.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

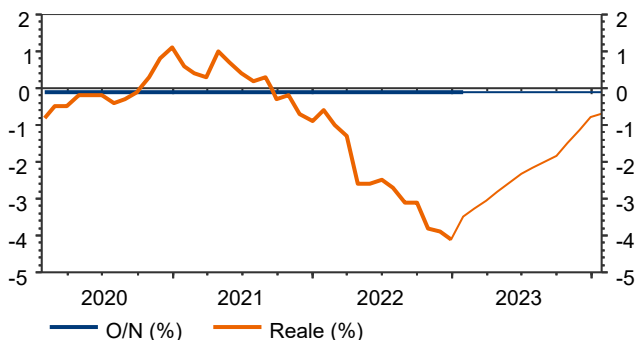


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	26/1	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

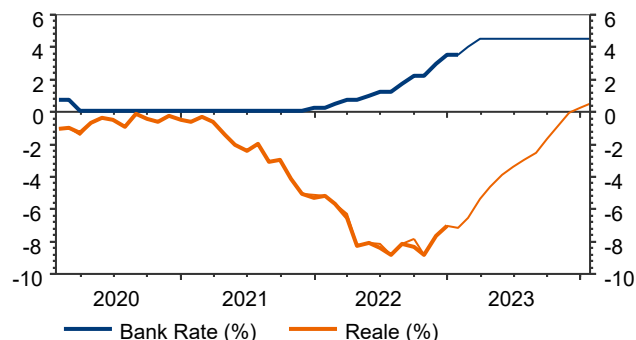


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	26/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	1.25	2.25	3.50	3.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Libor GBP 3m	1.67	3.34	3.87	4.07	4.60	4.50	4.50	4.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	27/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.12	1.02	1.00	1.06	1.0880	1.10	1.12	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	104	115	137	146	133	129.91	126	122	120	118	116
GBP/USD	1.37	1.34	1.20	1.16	1.20	1.2367	1.25	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.08	1.04	0.98	0.99	0.99	1.0036	1.01	1.02	1.03	1.05	1.06
EUR/JPY	126	129	139	147	142	141.39	139	137	136	136	134
EUR/GBP	0.88	0.83	0.84	0.87	0.88	0.8797	0.88	0.89	0.90	0.90	0.90

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 S.p.A.-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 15a-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 S.p.A. 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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Lorenzo Biagioli

Aniello Dell'Anno

Giovanna Mossetti

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com