

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il 2023 potrebbe essere un anno cruciale per **NGEU** e i PNRR. Oltre all'inclusione del capitolo energetico nei PNRR, per la quale è prevista la scadenza del 30 aprile, il 2023 sarà l'anno decisivo per la cantierizzazione delle opere: un passaggio che aumenta i rischi di implementazione rispetto a una fase iniziale in cui è bastato promulgare atti normativi, pubblicare bandi e ricevere richieste di crediti di imposta.

I market mover della settimana

La settimana entrante nell'**area euro** vedrà la pubblicazione delle prime indagini di fiducia di febbraio (ZEW, IFO, INSEE e PMI flash), che potrebbero offrire ulteriori conferme di un trend di recupero del morale rispetto ai minimi toccati lo scorso autunno. Le rilevazioni sulla fiducia dei consumatori in Francia e nell'Eurozona potrebbero evidenziare un minor ottimismo rispetto al morale delle imprese. La stima finale dell'inflazione di gennaio nell'area euro potrebbe registrare una revisione al rialzo dopo la pubblicazione ritardata del dato tedesco (di cui è attesa in settimana la seconda lettura, assieme a quella del dato italiano). Da monitorare anche la seconda stima sul PIL del 4° trimestre 2022 in Germania.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana, il focus sarà sui verbali della riunione del FOMC di febbraio, che dovrebbero rendere pubblica la discussione sul sentiero dei tassi e, probabilmente, sulle condizioni per interrompere i rialzi, con un messaggio generalmente hawkish. Fra i dati, i PMI di febbraio saranno importanti per valutare la possibilità di una riaccelerazione della crescita, in contrasto con il trend debole dell'autunno. Per gennaio, le vendite di case esistenti dovrebbero mostrare il primo rialzo dopo undici contrazioni consecutive, segnando una possibile svolta nella correzione del mercato immobiliare. Invece, le case nuove dovrebbero essere circa stabili. Il reddito e la spesa personale di gennaio sono previsti in rialzo e dovranno essere monitorati per valutare il trend di rallentamento dell'autunno che si sta interrompendo. Il deflatore dei consumi a gennaio dovrebbe confermare il quadro del CPI, con segnali di stabilizzazione delle variazioni mensili, senza nuove riduzioni.

17 febbraio 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

Il 2023 potrebbe essere un anno cruciale per **NGEU** e i PNRR. Oltre all'inclusione del capitolo energetico nei PNRR, per la quale è prevista la scadenza del 30 aprile, il 2023 sarà l'anno decisivo per la cantierizzazione delle opere: un passaggio che aumenta i rischi di implementazione rispetto a una fase iniziale in cui è bastato promulgare atti normativi, pubblicare bandi e ricevere richieste di crediti di imposta.

- Il programma **Next Generation EU** rappresenta la maggiore iniziativa di capacità fiscale comune mai implementata dall'Unione Europea. Sulla base degli impegni correnti, infatti, fra il 2021 e il 2026 lo strumento di ripresa e resilienza (RRF) dovrebbe erogare agli Stati membri ben 417 miliardi di euro in forma di trasferimenti e prestiti, su un totale di 723,8 mld teoricamente disponibili. Le allocazioni rappresentano il 16,7% del PIL in Grecia, il 12,15% in Romania, l'11% in Croazia e il 10,8% in Italia, il maggior beneficiario in termini assoluti¹. Il programma include una componente redistributiva (l'allocazione riflette criteri diversi rispetto alla quota del contributo al bilancio UE di ogni Paese), un meccanismo di controllo della coerenza dei piani con gli obiettivi dell'UE e un sistema di monitoraggio dello stato di avanzamento dei piani. Inoltre, lo schema NGEU ha introdotto un meccanismo negoziale fra Stato membro ed UE che potrebbe essere adottato in altri ambiti, come quello delle regole fiscali. I più ottimisti ritengono che NGEU potrebbe anche rappresentare una sorta di prototipo di come impostare un'eventuale capacità fiscale permanente dell'UE, se l'esperienza avrà successo.
- **Ma come sta andando l'attuazione di NGEU?** A giudicare dai dati pubblicati dalla Commissione Europea sul proprio portale e dallo sblocco delle tranche di pagamento, parrebbe che tutto vada a gonfie vele. Sono stati pagati già 96,97 miliardi di trasferimenti e 47,1 mld di prestiti. Tuttavia, lo sblocco delle prime *tranche* di pagamento è stato condizionato soprattutto alla promulgazione di atti normativi o alla pubblicazione di bandi. La parte dell'implementazione di NGEU più rischiosa, quella connessa a una realizzazione efficace degli investimenti che consenta di conseguire i risultati ipotizzati, era poco coperta dal calendario di traguardi e obiettivi nei primi anni del piano. Ma qualche crepa è già emersa ugualmente: la BCE ha rilevato che, rispetto alla versione originaria dei piani, nelle versioni più recenti la quota di fondi allocata al 2022 e al 2023 è calata di oltre il 10%, con un **marcato spostamento dei flussi di spesa programmati al periodo 2024-26, e in particolare al biennio 2025-26**². Inoltre, la revisione è stata molto più ampia per gli Stati beneficiari netti rispetto agli altri³. Nel 2023 potrebbero venire al pettine i primi nodi, perché entrerà nel vivo la fase di avviamento dei cantieri.
- L'ampiezza delle revisioni evidenzia che **i piani potrebbero essere stati troppo ambiziosi**. Eppure, i dati sull'utilizzo dei fondi legati alle politiche di coesione non inducevano a grande ottimismo sulla possibilità di gestire flussi così ingenti in così poco tempo: secondo la Commissione Europea, alla fine del periodo finanziario 2014-20 erano stati pagati soltanto il 52% dei fondi di coesione (186,3 mld), saliti al 78% (315,8 mld) nel 2023⁴. In 9 anni, l'Italia è riuscita a sbloccare soltanto il 64% dei fondi, e la Spagna si è fermata al 63%⁵. Inoltre, la reportistica della Commissione sui risultati conseguiti è piuttosto deludente: per fare soltanto tre esempi, il miglioramento della qualità delle acque ha toccato soltanto 5 milioni di persone

¹ Recovery and Resilience Scoreboard, https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/index.html

² E. Dorrucci e M. Freier: *The ECB Blog – The opportunity Europe should not waste*, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog.230215~4aad7004cf.en.html>

³ In Italia, la spesa stimata a fine 2022 è pari a 33,7 miliardi rispetto ai 59,5 inizialmente previsti, e già il Governo Draghi nella NADEF di fine settembre aveva indicato uno spostamento del flusso di spesa al triennio 2024-26 e soprattutto agli ultimi due anni del periodo di previsione.

⁴ https://cohesiondata.ec.europa.eu/cohesion_overview/14-20

⁵ Secondo i dati comunicati dal Governo italiano, a fronte di 116 mld della programmazione 2014-20, gli impegni sono stati 67 mld e la spesa effettiva 36 mld.

invece dei 15,4 mln pianificati, la nuova capacità di trattamento dei rifiuti è stata la metà rispetto a quella pianificata e gli utenti passati a *smart grids* elettriche sono 552 mila, invece dei 4 milioni programmati⁶. Perfino l'erogazione di aiuti alle imprese ha incontrato difficoltà di penetrazione, con 459 mila imprese raggiunte invece delle 836 mila preventivate. In Italia, sono state efficacemente implementate misure che non richiedono capacità progettuale o esecutiva pubblica, perché mettono a disposizione incentivi fiscali a famiglie e imprese, come il Superecobonus (inserito per 13,95 mld di euro) o Transizione 4.0 (13,4 mld di euro), che infatti hanno giocato il ruolo primario nei primi anni del Piano. Questa settimana, comunque, **il Governo italiano ha deciso di ricorrere a procedure straordinarie per ridurre l'incidenza dei ritardi**⁷ nell'esecuzione del PNRR, attraverso una modifica della governance che aumenta i poteri di controllo, di monitoraggio e sostitutivi del governo, nonché un rafforzamento della capacità amministrativa degli enti chiamati ad attuare gli interventi previsti dal PNRR e dal PNC, e una semplificazione delle procedure (sono state introdotte anche misure per l'attuazione delle politiche di coesione, di politica agricola comune e di politica giovanile).

- Ma non è tutto. Dopo che i PNRR sono stati presentati e approvati, sono avvenuti due fatti di grande rilevanza che potrebbero aver reso in parte obsoleti i piani stessi: lo **shock inflattivo**, che ha causato incrementi a doppia cifra dei prezzi dei materiali⁸, e la **crisi del gas**, che obbliga a rivedere drasticamente i piani di transizione energetica facendo meno affidamento al metano nel passaggio verso le rinnovabili e l'elettrificazione.
- **L'impatto della crisi del gas è stato affrontato dall'UE con il lancio di REPowerEU e il suo inserimento in NGEU.** Entro il 30 aprile, gli Stati membri possono presentare alla Commissione Europea modifiche ai propri Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza finalizzati a includere misure di attuazione di REPowerEU, con accesso alle risorse specifiche derivanti dalla riallocazione di prestiti RRF non utilizzati (circa 225 miliardi di euro) e di altri 20 miliardi di euro provenienti dalla Market Stability Reserve legata all'ETS. Non si parte da zero: uno degli obiettivi di NGEU era la transizione ecologica. Però non tutti i governi erano stati determinati nel perseguire gli obiettivi di decarbonizzazione.
- **Più complicato sarà gestire i problemi connessi al rincaro dei costi e ai ritardi di implementazione.** Il regolamento 2021/241 che ha istituito lo strumento di ripresa e resilienza (RRF) prevede (art. 21) la possibilità di richiedere modifiche al PNRR in qualsiasi momento, ma soltanto se alcune misure non possono essere realizzate per circostanze oggettive. Le modifiche devono essere approvate dal Consiglio su proposta della Commissione. Germania e Lussemburgo si sono già avvalsi di tale possibilità per chiedere modifiche molto circoscritte ad alcuni progetti previsti dai propri PNRR. Quindi, per affrontare il tema dell'aumento dei costi, gli Stati potranno proporre modifiche alle misure, oppure utilizzare risorse interne (come accaduto per il fondo complementare del Tesoro italiano, che potrebbe essere riassegnato, o altri fondi strutturali, oggi utilizzati soltanto in parte).
- Invece, **il regolamento non prevede la possibilità di estendere il calendario dell'attuazione di riforme e investimenti oltre il 31 agosto 2026**, data fissata dall'art. 18.4(i), come richiesto, ufficialmente o ufficiosamente, da alcuni governi⁹. La modifica del calendario richiederebbe

⁶ Si veda https://cohesiondata.ec.europa.eu/cohesion_overview/14-20, scheda "achievements" per il periodo finanziario 2014-20

⁷ V. *Comunicato stampa del Consiglio dei Ministri n. 21 del 16 Febbraio 2023*: <https://www.governo.it/it/articolo/comunicato-stampa-del-consiglio-dei-ministri-n-21/21834>

⁸ Nell'UE, i prezzi alla produzione di cemento e gesso sono saliti del 42% da fine 2020 al dicembre 2022. Gli incrementi vanno dal 25-26% per i cavi elettrici e la carpenteria in legno, al 30-31% per i prodotti strutturali in metallo e i mattoni in argilla.

⁹ Il Portogallo lo scorso settembre ha presentato proposta di estendere oltre il 2026 i termini della spesa finanziata da RRF (ma non la tabella di marcia delle riforme), a causa della circostanza oggettiva determinata dallo shock inflattivo; la nota inviata alla Commissione non ha sinora ricevuto risposta ufficiale. Anche alcuni membri del governo italiano hanno espresso in recenti dichiarazioni una possibile richiesta di estensione dei termini del Piano oltre la scadenza prevista.

di emendare a maggioranza qualificata il regolamento che ha istituito la RRF e che ha fissato una scadenza comune a tutti i PNRR. In teoria, sarebbe meglio per tutti ridisegnare i tempi del Piano in modo da garantire un'attuazione efficace. In pratica, però, un parziale fallimento potrebbe essere visto come utile per chiudere la porta alla possibilità di rendere permanente il meccanismo di NGEU. Un buon motivo per gestire il problema internamente, invece che affidarsi al buon cuore degli altri Stati.

I market mover della settimana

La settimana entrante nell'**area euro** vedrà la pubblicazione delle prime indagini di fiducia di febbraio (ZEW, IFO, INSEE e PMI flash), che potrebbero offrire ulteriori conferme di un trend di recupero del morale rispetto ai minimi toccati lo scorso autunno. Le rilevazioni sulla fiducia dei consumatori in Francia e nell'Eurozona potrebbero evidenziare un minor ottimismo rispetto al morale delle imprese. La stima finale dell'inflazione di gennaio nell'area euro potrebbe registrare una revisione al rialzo dopo la pubblicazione ritardata del dato tedesco (di cui è attesa in settimana la seconda lettura, assieme a quella del dato italiano). Da monitorare anche la seconda stima sul PIL del 4° trimestre 2022 in Germania.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana, il focus sarà sui verbali della riunione del FOMC di febbraio, che dovrebbero rendere pubblica la discussione sul sentiero dei tassi e, probabilmente, sulle condizioni per interrompere i rialzi, con un messaggio generalmente hawkish. Fra i dati, i PMI di febbraio saranno importanti per valutare la possibilità di una riaccelerazione della crescita all'inizio del 2023, in contrasto con il trend debole dell'autunno. Per gennaio, le vendite di case esistenti dovrebbero mostrare il primo rialzo dopo undici contrazioni consecutive, segnando una possibile svolta nella correzione del mercato immobiliare. Invece, le case nuove dovrebbero essere circa stabili. Il reddito e la spesa personale di gennaio sono previsti in rialzo e dovranno essere monitorati per valutare il trend di rallentamento dell'autunno che si sta interrompendo. Il deflatore dei consumi a gennaio dovrebbe confermare il quadro del CPI, con segnali di stabilizzazione delle variazioni mensili, senza nuove riduzioni.

Lunedì 20 febbraio

Area euro

- **Area euro.** Dopo quattro mesi di recupero, l'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea potrebbe salire anche a febbraio. Stimiamo un rialzo a -19,9 da un precedente -20,9, che porterebbe l'indice ai massimi dallo scoppio del conflitto ma ancora al di sotto della media storica.
- **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** dovrebbe essere calata per il secondo mese a dicembre, appesantita dal crollo dell'output in Germania. Stimiamo una flessione di almeno -2% m/m dopo il -0,8% m/m di novembre. Dopo due trimestri di contrazione l'edilizia dovrebbe essere risultata circa stagnante a fine 2022; non escludiamo che il comparto, tra i più esposti al rialzo dei tassi, possa tornare a flettere nei prossimi trimestri.

Stati Uniti

- Mercati chiusi per Presidents' Day.

Martedì 21 febbraio

Area euro

- **Area euro.** Le stime flash degli indici **PMI** di febbraio potrebbero offrire ulteriori conferme di un trend di recupero del morale delle imprese dai minimi toccati lo scorso autunno. Nell'industria il calo dei prezzi dell'energia sta favorendo sia un recupero della produzione che un miglioramento delle aspettative. Le componenti più anticipatrici dell'indagine di gennaio suggeriscono che la tendenza potrebbe proseguire anche a febbraio, quando stimiamo un rialzo dell'indice PMI manifatturiero a 49,3 da un precedente 48,8. Anche nei servizi la ripresa degli ordinativi, che a gennaio sono tornati in territorio espansivo, e il recupero delle attese per l'attività nei prossimi mesi puntano verso un progresso, stimiamo a 51,2 da un precedente 50,8. L'indicatore composito dovrebbe quindi portarsi a 50,8 da 50,3 di gennaio. La correlazione tra indagini e crescita del PIL si è ridotta dopo la pandemia, ma il recente miglioramento del morale suggerisce che i rischi al ribasso sullo scenario si sono ridimensionati.
- **Germania.** L'indice **ZEW** a febbraio dovrebbe beneficiare del rialzo del mercato azionario, nonché del calo del prezzo del gas. Stimiamo una crescita dell'indice sulle aspettative da

16,9 a 29, al di sopra della media di lungo periodo. L'indicatore sulla situazione corrente è visto migliorare in misura minore, a -53, dopo la salita a -58,6 registrata a gennaio. Data la volatilità dell'indice ZEW, segnali più attendibili sullo stato di salute dell'economia tedesca si avranno dalle survey PMI e IFO.

Stati Uniti

- Il **PMI manifatturiero flash** di febbraio dovrebbe mantenersi in area recessiva, a 47,1 da 46,9 di gennaio, con indicazioni deboli per produzione e ordini, e segnali di stabilizzazione dei prezzi. L'indice dei **servizi** dovrebbe risalire a 48,5 da 46,8 di gennaio, alla luce delle indicazioni del mercato del lavoro di gennaio e della ripresa dell'ISM dei servizi.
- Le **vendite di case esistenti** a gennaio sono previste in rialzo a 4,07 mln da 4,02 mln, alla luce del miglioramento registrato dai contratti di compravendita di dicembre, in aumento di 2,5% m/m, prima variazione positiva da maggio 2022.

Mercoledì 22 febbraio

Area euro

- **Germania.** L'indice **IFO** è atteso salire a 91,1 a febbraio, da 90,2 il mese scorso. Stimiamo un miglioramento delle aspettative a 87,5 da 86,4, sulla scia del calo dei prezzi energetici. L'indice sulla situazione corrente potrebbe salire anch'esso, a 95 da 94,1 di gennaio. L'indice IFO rimarrebbe al di sotto della media di lungo termine, ma farebbe segnare il quinto progresso consecutivo. Difficilmente l'economia tedesca eviterà una recessione anche in senso tecnico, ma la contrazione del PIL a inizio 2023 potrebbe risultare lieve, circa in linea con il -0,2% t/t visto a fine 2022.
- **Germania.** La **stima finale dei prezzi al consumo** di gennaio dovrebbe confermare la crescita di un punto sull'indice nazionale e di mezzo punto sull'armonizzato UE. La tendenza annua dovrebbe essere confermata in salita all'8,7% dall'8,6% sul CPI, e viceversa in calo al 9,2% dal 9,6% di dicembre sull'IPCA. L'attenzione sarà sullo spaccato delle componenti, la cui pubblicazione è stata rinviata per problemi tecnici. L'incertezza è alta per via dell'impatto del cosiddetto "price cap" (in vigore da marzo ma con effetti retroattivi anche sui due mesi precedenti). Stimiamo un'inflazione tedesca poco sotto il 6% in media nel 2023 (sull'indice armonizzato), dall'8,7% del 2022.
- **Italia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che a gennaio l'**inflazione** è scesa al 10,1% dall'11,6% di dicembre sull'indice nazionale e al 10,9% dal 12,3% sulla misura armonizzata UE. Nel mese i prezzi in prima lettura erano stimati in crescita di +0,2% m/m sul NIC e viceversa in calo di -1,3% m/m sull'IPCA (per via dei saldi invernali). Il rallentamento tendenziale dell'inflazione è imputabile prevalentemente alla componente energetica e, in particolare, a quella regolamentata. Abbiamo recentemente rivisto al ribasso le previsioni di inflazione in relazione alla moderazione del profilo atteso sui prezzi delle materie prime energetiche: stimiamo ora un'inflazione pari a 1,9% sul NIC e 2,4% sull'IPCA a fine 2023.
- **Francia.** L'**indice di fiducia delle imprese manifatturiere INSEE** a febbraio potrebbe riportare un moderato rialzo a 104 da 103, grazie, oltre che al calo dei prezzi energetici, al superamento delle diverse problematiche dei mesi scorsi nei settori auto, della raffinazione e della produzione di energia. L'indice composito è atteso stabile a 102, frenato da un minor vigore di costruzioni e servizi rispetto all'industria in senso stretto.

Stati Uniti

- L'evento della settimana è la pubblicazione dei **verbali della riunione del FOMC** di inizio febbraio. I verbali sono "datati", visto che precedono i dati rilevanti di gennaio (mercato del lavoro, CPI, vendite al dettaglio) ma dovrebbero dare informazioni sulla distribuzione di opinioni riguardo ai timori di persistenza dell'inflazione e ai rischi fra eccedere nella restrizione o fermare i rialzi troppo presto. Nella conferenza stampa, Powell ha detto che durante la riunione si è discusso del sentiero dei tassi e dell'economia ma non ha voluto parlarne, rinviando la diffusione del dibattito alla pubblicazione dei verbali. La discussione riguardante

il sentiero dei tassi potrebbe includere segnali sulle condizioni richieste per interrompere i rialzi. In generale, il messaggio dovrebbe essere hawkish e sottolineare che le decisioni verranno prese riunione per riunione in base alla totalità dei dati disponibili, indicando che lo scenario centrale della Fed è di inflazione in calo più lento rispetto alle attese di mercato.

Giovedì 23 febbraio

Area euro

■ **Area euro.** La pubblicazione in ritardo del dato armonizzato tedesco dovrebbe comportare una revisione al rialzo dell'**inflazione** Eurozona di gennaio, attesa, in **seconda lettura**, all'8,8% da 8,5% della stima flash, comunque in calo rispetto al mese precedente (9,2%). Anche la variazione congiunturale è attesa più alta di tre decimi rispetto alla stima preliminare, a -0,1% m/m. Nel corso del 2023 ci aspettiamo un trend discendente della dinamica dei prezzi, dovuto sia a effetti base favorevoli sulla componente energia sia alle misure anti-rincarì varate dai governi nazionali. Abbiamo recentemente rivisto al ribasso le previsioni di inflazione in relazione alla moderazione del profilo atteso sui prezzi delle materie prime energetiche: stimiamo ora un'inflazione poco sopra il 2% a fine 2023, con una media annua al 5,6%.

Stati Uniti

■ La seconda stima del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe confermare la variazione di 2,9% t/t ann. vista con la stima advance, segnalando stagnazione della domanda domestica finale privata e ampi contributi positivi provenienti da scorte, canale estero e spesa pubblica.

Venerdì 24 febbraio

Area euro

■ **Germania.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che il **PIL** tedesco è calato di -0,2% t/t nel 4° trimestre, dopo il +0,5% t/t dei mesi estivi. La variazione annua (corretta per i giorni lavorativi) dovrebbe anch'essa essere confermata a 1,1% a/a, in rallentamento da 1,4% precedente. Il dettaglio dovrebbe segnalare che la principale causa della contrazione è stata la domanda interna, sia per consumi che per investimenti, mentre il contributo del canale estero dovrebbe essere stato circa nullo.

■ **Francia.** L'indice di **fiducia delle famiglie** per il mese di febbraio è atteso stabile a 80, su livelli storicamente depressi. L'indagine potrebbe mostrare un aumento dell'inflazione percepita a fronte di un calo per quella attesa. I livelli dell'indice restano coerenti con una persistente debolezza dei consumi anche a inizio 2023.

Stati Uniti

■ La **spesa personale** a gennaio dovrebbe aumentare di 2,3% m/m, dopo -0,2% m/m di dicembre, spinta dal rialzo del prezzo della benzina, e dal rimbalzo della spesa per beni durevoli e non durevoli vista con le vendite al dettaglio. Anche i servizi dovrebbero proseguire su un sentiero di crescita rapida. I dati probabilmente sono distorti da difficoltà di stagionalizzazione, ma dovrebbero determinare una netta riaccelerazione della dinamica dei consumi nel 1° trimestre. Il **reddito personale**, atteso in aumento di 0,6% m/m, dovrebbe accelerare sulla scia del rialzo del reddito da lavoro (sia per il numero di occupati sia per le ore lavorate). L'aumento delle retribuzioni dovrebbe essere meno marcato rispetto a quanto si potrebbe attendere dai payrolls anche perché i dati mostrano un trend verso l'alto degli occupati part-time, a fronte di una riduzione degli occupati a tempo pieno. Il reddito dovrebbe avere un contributo positivo anche dalle entrate previdenziali e assistenziali, che balzeranno grazie all'indicizzazione all'inflazione basata sui dati estivi, quando l'inflazione ha toccato il picco. Il **tasso di risparmio** dovrebbe tornare a flettere, a 2,1%, dopo alcuni mesi di modesti aumenti. Il **deflatore dei consumi** è previsto in aumento di 0,5% m/m (5% a/a), mentre per il **deflatore core** la variazione prevista è di 0,4% m/m (4,3% a/a). Il focus sarà sul segmento dei servizi core ex-abitazione (sanità, trasporti, altri servizi, finanza, fra gli altri), che non hanno ancora segnalato una svolta decisa verso il basso e rappresentano la principale preoccupazione della Fed.

- Le **vendite di case nuove** a gennaio dovrebbero essere poco variate, a 610 mila, da 616 mila di dicembre. Le domande di nuovi mutui per l'acquisto si sono stabilizzate da inizio 2023 e sono tornate sui livelli di settembre, dopo il crollo visto in autunno, grazie al ritracciamento dei tassi sui mutui e dei prezzi delle case.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a febbraio (finale) dovrebbe essere in moderato aumento, a 67.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (20 - 24 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 20/2	02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	feb	4.3	%	
	02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	feb	3.7	%	
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	feb	-20.9		-18.5 -19.9
Mar 21/2	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		feb	48.9		
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	feb	49.4		49.9
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	feb	50.5		50.9
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	feb	50.7	51.0	51.2
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	feb	47.3	47.8	47.8
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	feb	50.8	51.1	51.2
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	feb	50.3	50.5	50.8
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	feb	48.8	49.3	49.3
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	feb	48.7	49.3	
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	feb	47.0	47.5	
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		feb	-58.6	-51.5	-53.0
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	feb	16.9	20.0	29.0
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	feb	46.8		
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	feb	46.9		47.1
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		feb	46.8		48.5
16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		gen	4.02	Mln	4.05	4.07
Mer 22/2	00:00	ITA	PPI m/m		gen	2.9	%	
	00:00	ITA	PPI a/a		gen	31.7	%	
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	gen	prel 0.5	%	0.5
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	gen	prel 1.0	%	1.0
	08:00	GER	CPI a/a finale		gen	prel 8.7	%	8.7
	08:00	GER	IPCA a/a finale		gen	prel 9.2	%	9.2
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	feb	103		103
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	gen	prel 0.2	%	0.2
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		gen	prel 10.9	%	10.9
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	gen	prel -1.3	%	-1.3
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		gen	prel 10.1	%	10.1
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		feb	94.1	94.8	95.0
	10:00	GER	IFO (attese)		feb	86.4	88.3	87.5
	10:00	GER	IFO	**	feb	90.2	90.9	91.1
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		feb	-13.5		
Gio 23/2	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	gen	prel -0.4	%	-0.4
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		gen	prel 7.0	%	
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	gen	prel 8.5	%	8.7
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T4	prel 3.5	%	
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T4	prel 3.9	%	
	14:30	USA	PIL t/t ann. prelim		T4	2.9	%	2.9
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	194	x1000	
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.696	Mln		
Ven 24/2	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	gen	4.0	%	4.2
	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	gen	4.0	%	
	08:00	GER	Fiducia consumatori		mar	-33.9		-31.0
	08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T4	1.1	%	1.1
	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T4	-0.2	%	-0.2
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		feb	80		80
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	gen	4.4	%	4.3
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	gen	5.0	%	5.0
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	gen	0.3	%	0.4
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	gen	-0.2	%	2.3
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		gen	0.2	%	0.6
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	gen	0.616	Mln	0.616
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		feb	prel 66.4		67.0

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 degli eventi (20 - 24 febbraio)

Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun	20/2	USA		Mercati chiusi per festività
Mer	22/2 20:00	USA	*	Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	23/2 10:30	GB		Discorso di Mann (BoE)
		11:45 GB		Discorso di Cunliffe (BoE)
		16:50 USA		Discorso di Bostic (Fed)
		20:00 USA		Discorso di Daly (Fed)
Ven	24/2 16:15	USA		Discorso di Jefferson (Fed)
		17:30 GB		Discorso di Tenreyro (BoE)
		19:30 USA		Discorso di Collins (Fed)
		19:30 USA		Discorso di Waller (Fed)
		OLA		Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano dei Paesi Bassi
		GIA	*	Audizione alla Camera Bassa di K. Ueda per la nomina a governatore della BoJ

Note: (**) molto importante; (*) importante. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	gen	0.1	(-0.1)	%	0.5	0.5
CPI a/a	gen	6.5		%	6.2	6.4
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	gen	5.7		%	5.5	5.6
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	gen	0.4	(0.3)	%	0.4	0.4
Indice Empire Manufacturing	feb	-32.9			-18.0	-5.8
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	gen	-0.9	(-1.1)	%	0.8	2.3
Vendite al dettaglio m/m	gen	-1.1		%	1.8	3.0
Produzione industriale m/m	gen	-1.0	(-0.7)	%	0.5	0.0
Impiego capacità produttiva	gen	78.4	(78.8)	%	79.0	78.3
Scorte delle imprese m/m	dic	0.3	(0.4)	%	0.3	0.3
Indice Mercato Immobiliare NAHB	feb	35			37	42
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	dic	171.5		Mld \$		152.8
Richieste di sussidio	settim	195	(196)	x1000	200	194
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.680	(1.688)	Mln	1.695	1.696
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	gen	0.3	(0.1)	%	0.3	0.5
PPI m/m	gen	-0.2	(-0.5)	%	0.4	0.7
Indice Philadelphia Fed	feb	-8.9			-7.4	-24.3
Licenze edilizie	gen	1.337		Mln	1.350	1.339
Nuovi cantieri residenziali	gen	1.371	(1.382)	Mln	1.360	1.309
Prezzi all'import m/m	gen	0.4		%	-0.2	
Indice anticipatore m/m	gen	-0.8		%	-0.3	

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

Il **CPI** di gennaio ha confermato le aspettative di aumento di 0,5% m/m per l'indice headline e 0,4% m/m per l'indice core. L'inflazione core rimane spinta principalmente dai servizi (0,5% m/m), in particolare dall'abitazione, in rialzo di 0,7% m/m. Il comparto dei servizi core al netto dell'abitazione, su cui si concentra ora la Fed, ha registrato una variazione di 0,4% m/m, mantenendosi su un trend in calo rispetto all'estate, ma senza dare segnali di ulteriore rallentamento.

Il **PPI** di gennaio ha sorpreso ampiamente verso l'alto, con una variazione di 0,7% m/m (6% a/a) per l'indice headline e di 0,6% m/m per l'indice al netto di alimentari. Il dato di dicembre è stato rivisto verso l'alto di un decimo. La riaccelerazione della dinamica dei prezzi riguarda sia i beni (0,6% /m per i beni core, fra cui auto) sia i servizi (0,4% m/m, fra cui servizi finanziari, tariffe aeree e servizi ospedalieri). Le componenti del PPI rilevanti per il deflatore core puntano a possibili rischi verso l'alto per lo 0,4% m/m previsto per il dato di gennaio in uscita la prossima settimana. Inoltre, la ripresa dei prezzi dei beni core potrebbe tradursi in un ritorno di contributi positivi all'inflazione da parte del comparto di beni, dopo la significativa moderazione vista nel 2° semestre 2022.

I nuovi **cantieri residenziali** a gennaio sono calati di -4,5% m/m, a 1,309 mln da 1,371 mln di dicembre. Le licenze invece hanno segnato un marginale rialzo, 0,1% m/m, a 1,339 mln, concentrato nel segmento delle abitazioni multifamiliari. I livelli delle licenze, persistentemente superiore a quello dei cantieri, segnala una possibile stabilizzazione dell'attività di costruzione nei prossimi mesi.

Le **vendite al dettaglio** di gennaio hanno sorpreso ampiamente verso l'alto, con una variazione di 3% m/m (6,4% a/a), dopo -1,1% m/m di dicembre, corrispondente a un incremento di 2,5% m/m in termini reali. Le vendite sono in aumento di 2,3% m/m sia per l'aggregato al netto delle auto (auto: 5,9% m/m, dopo -1,8% m/m a dicembre) sia per l'indice al netto della ristorazione (ristorazione: 7,2% m/m, 25,2% a/a). Le vendite di benzina sono sorprendentemente stagnanti, nonostante il forte aumento di prezzo (2,4% m/m), segnalando un crollo dei volumi solo parzialmente attribuibile al maltempo in California. Tutte le voci registrano ampi rialzi (in particolare, grandi magazzini, abbigliamento, elettronica, arredamento, salute) che in parte possono essere distorti dalla difficoltà di destagionalizzazione a cavallo d'anno, ma che indicano in media un andamento positivo della spesa reale, potenzialmente generato sia dal calo dell'inflazione che dalla situazione sempre positiva del mercato del lavoro. Pertanto, i consumi

nel 1° trimestre dovrebbero essere in netta riaccelerazione e determinare una significativa revisione positiva della crescita nel 2023, con rischi verso l'alto per i tassi.

L'indice **Empire della NY Fed** a febbraio è risalito a -5,8, da -32,9 di gennaio (minimo da maggio 2020), pur restando in territorio marginalmente recessivo. Gli indicatori correnti migliorano, con valori meno negativi per gli ordini, le consegne e gli ordini inevasi, mentre sono in peggioramento i tempi di consegna, il numero di occupati (ora in area negativa) e la settimana lavorativa. Le aspettative a 6 mesi sono in modesto miglioramento per ordini e consegne, ma restano stabili o negative per l'occupazione e la spesa in conto capitale.

La **produzione industriale** è rimasta stabile a gennaio, dopo -0,6% m/m di dicembre e -1% m/m di novembre. Il dato è solo apparentemente debole, perché l'output è salito di 1% m/m nel manifatturiero e di 2% m/m nell'estrattivo, controbilanciando il crollo di -9,9% m/m nelle utility dovuto al clima particolarmente mite di inizio anno. Nel manifatturiero, tutti i segmenti sono in espansione solida e diffusa, con segnali di riaccelerazione della crescita.

La **Survey of Consumer Expectations della NY Fed** di gennaio ha mostrato aspettative di inflazione stabili sull'orizzonte a 1 anno, a 5%, in calo di 3 decimi a 2,7% su quello a 3 anni e in rialzo di 1 decimo a 2,5% su quello a 5 anni. Per quanto riguarda la situazione finanziaria delle famiglie, si registra una correzione marcata della crescita attesa del reddito, a 3,3% da 4,6% di dicembre e un significativo aumento della disoccupazione attesa fra 1 anno, pur in presenza di previsioni di maggiore facilità nel trovare un'occupazione.

L'indice della **Philadelphia Fed** di febbraio ha registrato una correzione a -24,3 da -8,9 di gennaio, segnando il sesto mese consecutivo in area recessiva, con il 33% delle imprese che riporta contrazione a fronte del 7% che riporta espansione dell'attività. Anche gli altri indicatori sono deboli, con ordini a -13,6, e peggioramento del mercato del lavoro (occupati a 5,1, settimana lavorativa a -3,2). Le consegne restano in territorio espansivo, a 8,7, ma in via di indebolimento. Gli indici di prezzo sono vicini ai livelli di lungo termine, con i prezzi pagati a 26,5 e quelli ricevuti a 14,9, e con indicazioni di ridimensionamento duraturo delle pressioni sui prezzi. Nelle domande speciali del mese, le imprese riportano previsioni di prezzi di vendita in rialzo di 4,5% per il prossimo anno (da 4,8% rilevato a novembre), in netto calo rispetto agli aumenti praticati nel 2022, stimati dalla mediana al 7%. Le previsioni per l'inflazione nel 2023 sono riviste verso il basso a 4% e 3% sugli orizzonti a 1 e 10 anni, rispettivamente. I dati sono incoraggianti sul fronte dell'inflazione e sembrano confermare il trend di rallentamento dell'attività in atto in autunno, in contrasto con gli ampi rimbalzi dei dati di occupazione, produzione industriale e vendite al dettaglio di gennaio.

La **Business Leaders Survey della NY Fed** condotta presso le imprese non manifatturiere a febbraio conferma lo scenario di contrazione dell'attività, se pure a ritmi meno marcati che a gennaio, e si attesta a -12,8, con indicazioni di persistente debolezza. L'occupazione è circa stagnante, ma i salari appaiono in accelerazione. Le domande speciali del mese riguardano i salari. Le imprese riportano per il 2022 aumenti di 5% e 6% nel manifatturiero e nei servizi, rispettivamente, ma prevedono rialzi del 3% nei prossimi 12 mesi in entrambi i settori, con una segmentazione fra gli occupati esistenti e quelli nuovi. Per questi ultimi, i salari sono attesi in aumento di circa il 5%. Le imprese riportano di avere posizioni aperte in media pari a circa il 4% dei loro occupati, una quota più elevata rispetto ai massimi visti prima della pandemia (fra 2,5% e 3%). I dati danno supporto alla previsione di rallentamento della dinamica salariale, ma anche alla persistenza di un mercato del lavoro "duale", segmentato fra chi ha già un impiego e chi ne trova uno nuovo, con pressioni indirette sulle retribuzioni medie.

Il CBO ha pubblicato lo **scenario di budget per il 2023-33**, che prevede un deficit di 1,4 tln nel 2023 (5,4% del PIL), in rialzo fino a 1,9 tln nel 2028. Negli anni successivi, il deficit dovrebbe continuare ad aumentare fino a toccare 2,9 tln nel 2033, a 7,3% del PIL, circa il doppio rispetto alla media degli ultimi 50 anni (3,6%). Il debito/PIL è previsto su un trend in costante rialzo da 97% del 2022 a 118% del 2033 nello scenario a legislazione invariata. Tuttavia, in caso di estensione dei tagli fiscali e di altre misure espansive temporanee, il debito/PIL potrebbe raggiungere il 130%, secondo stime del Committee for a Responsible Federal Budget. Il CBO prevede che il Tesoro esaurirà le misure straordinarie per aggirare il limite del debito fra luglio e settembre.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
PIL t/t prelim	T4	-0.3	(-0.2)	%	0.5	0.2
PIL t/t, ann. prelim	T4	-1.0	(-0.8)	%	2.0	0.6
Produzione industriale m/m finale	dic	-0.1		%		0.3
Ordinativi di macchinari m/m	dic	-8.3		%	3.0	1.6
Bilancia commerciale	gen	-1451.8	(-1448.5)	Mld ¥ JP	-3871.5	-3496.6

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

In **Giappone**, il **PIL** del 4° trimestre ha registrato una variazione di 0,2% t/t (0,6% t/t ann.), dopo -0,3% t/t del 3° trimestre, deludendo le aspettative di consenso per un aumento di 0,5% t/t. Il dato è meno debole di quanto appaia, perché include un ampio contributo negativo delle scorte (-0,5pp). Il canale estero ha sostenuto la crescita per 0,3pp, con una contrazione delle importazioni di -0,4% t/t che ha rafforzato l'effetto di esportazioni in rialzo di 1,4% t/t. Per quanto riguarda la domanda domestica finale privata, i consumi si sono mantenuti su un trend positivo, con una variazione di 0,5% t/t, in linea con la crescita estiva, mentre gli investimenti fissi non-residenziali hanno registrato una contrazione di -0,5% t/t, dopo 1,5% t/t del 3° trimestre e 2,1% t/t del 2° trimestre, risentendo della debolezza globale del manifatturiero. La previsione per il 1° trimestre è di crescita modesta, con contributi moderati, ma positivi, da consumi e investimenti privati.

Area euro

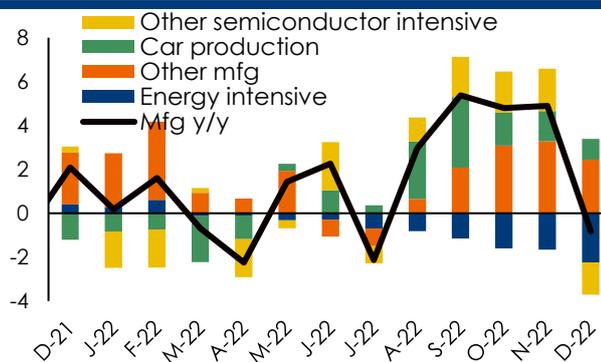
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PIL a/a 2a stima	T4	1.9	%	1.9	1.9	
EUR	PIL t/t 2a stima	T4	0.1	%	0.1	0.1	
EUR	Produzione industriale m/m	dic	1.4	(1.0)	%	-0.8	-1.1
FRA	Tasso di disoccupazione	T4	7.3	%	7.3	7.2	
FRA	IPCA m/m finale	gen	0.4	%	0.4	0.4	
FRA	IPCA a/a finale	gen	7.0	%	7.0	7.0	
FRA	CPI m/m Ex Tob	gen	-0.1	%		0.4	
GER	PPI m/m	gen	-0.4	%	-1.6	-1.0	
GER	PPI a/a	gen	21.6	%	16.4	17.8	
ITA	Bilancia commerciale (totale)	dic	1.423	(1.445)	Mld €	1.067	
ITA	Bilancia commerciale (EU)	dic	-0.393	(-0.371)	Mld €	-2.932	
SPA	IPCA a/a finale	gen	5.8	%	5.8	5.9	

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

Area euro. La **seconda stima** ha confermato che, nel 4° trimestre 2022, il **PIL** è cresciuto di 0,1% t/t (1,9% a/a). La crescita degli **occupati** ha accelerato di un decimo allo 0,4% t/t (a fine 2022 l'occupazione risultava superiore del 2,3% rispetto ai livelli pre-Covid): riteniamo che anche nell'anno in corso il mercato del lavoro possa continuare a mostrarsi resiliente.

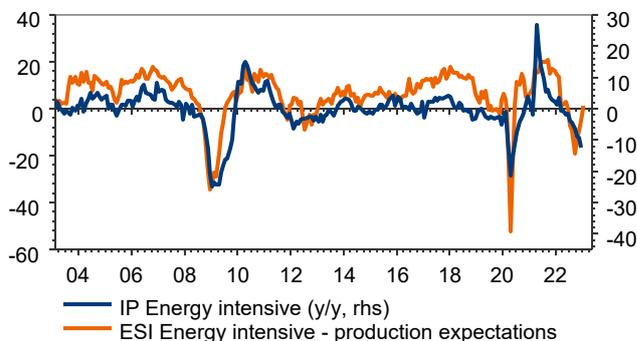
Area euro. La **produzione industriale** è calata di -1,1% m/m (-1,7% a/a) a dicembre, chiudendo il 4° trimestre in contrazione di -0,2% t/t. In media annua, la produzione è cresciuta dello 0,7% nel 2022, in rallentamento dall'8% registrato nel 2021 sull'onda del rimbalzo post-pandemico. La flessione congiunturale risulta diffusa a tutti i principali comparti a eccezione dell'energia: nel solo settore manifatturiero l'output risulta in calo di -1,4% m/m. Su base settoriale sono ancora i comparti a maggiore intensità di energia i più penalizzati: secondo le nostre stime, l'aggregato dei settori energivori registra una contrazione della produzione di -3,1% m/m (-12,6% a/a) concludendo il 4° trimestre in calo di oltre il 4% t/t. Il dato di fine 2022 lascia un'eredità statistica negativa sul trimestre in corso, ma lo scenario prospettico appare oggi più favorevole: il recente calo dei prezzi del gas dovrebbe alleviare le pressioni sui settori più energivori, mentre le minori strozzature all'offerta continueranno a offrire supporto agli altri comparti. Le indagini restano coerenti con un'attività ancora debole, ma iniziano a mostrare segnali di recupero.

Sono ancora i settori ad alta intensità di energia a frenare l'output manifatturiero...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

...ma il calo dei prezzi del gas sta favorendo un recupero delle attese di produzione anche nei settori più energivori



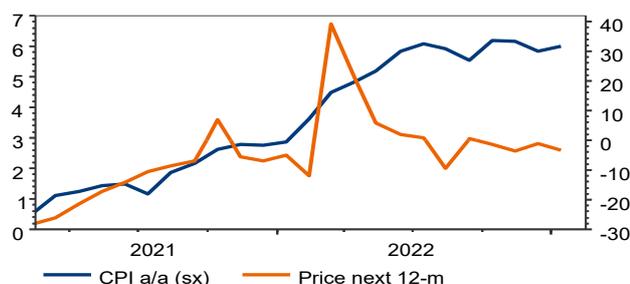
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission

Area euro. I dati sulla **bilancia commerciale** di dicembre hanno mostrato che le esportazioni sono calate più delle importazioni (-4,6% m/m contro -2,9%); il disavanzo commerciale destagionalizzato è quindi tornato ad allargarsi a -18,1 miliardi da -14,4 miliardi di novembre.

Germania. Il **PPI** è calato di -1% m/m a gennaio, in flessione per il quarto mese grazie principalmente ai minori costi energetici (-5% m/m). La variazione annua decelera dunque al 17,8% da 21,6% di dicembre, un livello ancora elevato ma sui minimi da settembre 2021; l'indice al netto dell'energia è sceso al 10,7% dal 12% precedente. I dati, che risentono dell'impatto del cosiddetto "price cap" (in vigore da marzo ma con effetti retroattivi anche sui due mesi precedenti), confermano la progressiva attenuazione delle pressioni a monte delle filiere produttive, coerentemente con un rallentamento dell'inflazione nel corso del 2023.

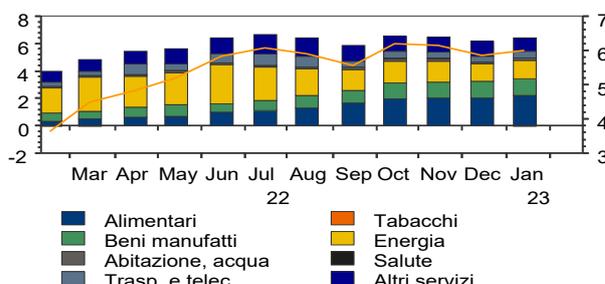
Francia. La **stima finale** conferma che a gennaio l'**inflazione** è salita dal 5,9% al 6% sull'indice nazionale e dal 6,7% al 7% sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento dello 0,4% m/m su entrambi gli indici. La spinta al rialzo è arrivata dai prezzi energetici (+3,9% m/m dopo -3,6% m/m) saliti per via dei prezzi sia dei prodotti petroliferi (+6,7% m/m), vista la fine degli sconti sui carburanti, sia del gas (+7,9% m/m), legati all'allentamento delle misure governative, che degli alimentari (+1,7% m/m); in senso opposto hanno agito invece i beni manufatti, calati di -1,1% m/m a causa dei saldi invernali. Sul rialzo tendenziale di gennaio pesano, quindi, ancora le componenti energia e alimentari, cresciute rispettivamente dal 15,1% al 16,3% e dal 12,1% al 13,3%. I beni industriali scendono al 4,5% dal 4,6% precedente, così come i servizi (al 2,6% a/a dal 2,9% di dicembre). L'inflazione core sul CPI è cresciuta al 5,6% dal 5,3% di dicembre. In conclusione, la crescita tendenziale dei prezzi dovrebbe moderare intorno al 2,5% (sull'indice armonizzato) a fine 2023.

Francia: inflazione attesa per i prossimi 12 mesi vs. CPI



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati INSEE

I maggiori contributi all'inflazione arrivano ancora da energia e alimentari



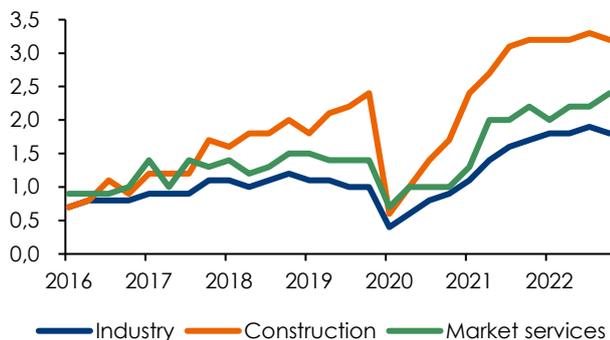
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati INSEE

Francia. Nel 4° trimestre 2022, il **tasso di disoccupazione** ha riportato un calo al 7,2%, dal 7,3% dei tre mesi precedenti (i disoccupati sono diminuiti di 45 mila unità nel trimestre): se si escludono i mesi del primo lockdown, si tratta di un minimo da quasi 15 anni. La disoccupazione giovanile è calata di un punto, al 6,9%, a fronte di una sostanziale stabilità nelle coorti centrale e superiore, rispettivamente al 6,5% e 5%. È rimasto invece stabile al 68,3% il tasso di occupazione, sui livelli più elevati dall'inizio delle rilevazioni, nel 1975. Nei prossimi mesi il tasso dei senza-lavoro potrebbe tornare a crescere, ma il mercato del lavoro, in Francia come nel resto dell'Eurozona, si sta dimostrando decisamente più resiliente del previsto.

Italia. I dati di dicembre sul **commercio internazionale** hanno registrato una flessione congiunturale per le esportazioni più ampia rispetto alle importazioni (-1,9% contro -1,1%). Il calo delle esportazioni è diffuso ai mercati UE (-1,2%) ed extra-UE (-2,6%) e riguarda tutti i principali raggruppamenti di industrie. La contrazione più importante si registra tra i beni strumentali (-2,8%) dopo che il dato del mese precedente (+14,1%) era stato condizionato da movimentazioni occasionali a elevato impatto nella cantieristica navale verso i Paesi extra-UE. Tra le importazioni scendono per il secondo mese quelle di energia (-2,1% da -7,4%), per effetto verosimilmente soprattutto del calo dei prezzi. Su base tendenziale la crescita dell'export rallenta a 13,5% da un precedente 18,3%, quella dell'import frena a 7,7% da 20,9% di novembre. Tra le esportazioni i settori più dinamici sono i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli (43,7% a/a), la raffinazione (32,7%) e la farmaceutica (26,9%), mentre tra i mercati di sbocco spicca la crescita delle vendite verso Turchia (38,4% a/a), Paesi Mercosur (33,8%), Svizzera (24,3%) e Stati Uniti (22,5%). Sono, infatti, gli USA a offrire il contributo principale alla crescita tendenziale delle vendite (+2,5% a/a). Si conferma, infine, la contrazione degli scambi con la Russia (-62,8% a/a per l'import, -27,7% per l'export). I dati sono espressi in valore, risentono quindi della crescita dei prezzi: il volume dell'export è, infatti, in diminuzione di -2,4% a/a, quello dell'import di un ben più marcato -11,4% a/a. Secondo il comunicato stampa rilasciato da Istat in occasione della pubblicazione dei dati di contabilità nazionale, il canale estero dovrebbe aver contribuito positivamente alla crescita del PIL nel 4° trimestre: i dati trimestrali in volume mostrano, infatti, una crescita dell'export a fronte di un calo dell'import per beni intermedi (2,3% contro -1,8% t/t) ed energia (3,8% contro -8,6% t/t); si registra un aumento delle esportazioni a ritmi superiori alle importazioni per i beni strumentali (13,8% contro 12,7% t/t); solo le importazioni di beni di consumo sono cresciute a ritmi superiori alle esportazioni (2,9% contro 1,2% t/t). Nel 2022 il deficit commerciale è stato pari a -31 miliardi di euro dopo un surplus di 40,3 miliardi registrato nel 2021. Il dato è influenzato dal disavanzo record nell'interscambio di energia (-111,3 miliardi), ma anche il bilancio al netto dei prodotti energetici mostra un minore surplus, a 80,3 miliardi da 88,7 del 2021.

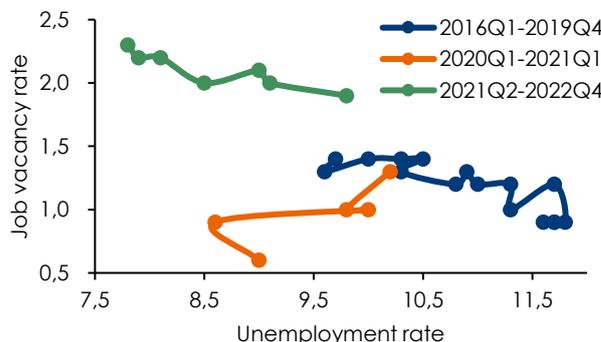
Italia. Nel 4° trimestre il **tasso di posizioni vacanti** è salito di un decimo al 2,3%, un nuovo massimo storico, mentre è rimasto stabile all'1,9% tra le imprese con più di 10 dipendenti. Su base settoriale calano le posizioni vacanti nell'industria (1,8% da 1,9%) e nelle costruzioni (3,2% da 3,3%) mentre aumentano nei servizi di mercato (2,4% da 2,2%) toccando un nuovo record. I dati confermano il contesto di eccesso di domanda nel settore terziario mentre il calo delle posizioni vacanti nell'industria, a fronte di un mercato del lavoro che continua a mostrare una certa tenuta, sembra suggerire che un equilibrio possa essere effettivamente raggiunto a un costo limitato in termini di occupati.

Tasso di posizioni vacanti per settore



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La curva di Beveridge si è spostata verso l'alto dopo la pandemia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Paesi Bassi. Nel 4° trimestre il **PIL** è cresciuto a sorpresa di 0,6% t/t, dopo la contrazione di -0,2% registrata durante l'estate. In termini tendenziali la crescita è accelerata al 3,3% a/a da un precedente 3,2% a/a. Il maggiore contributo viene ancora dalla domanda interna: i consumi privati sono saliti di 0,9% t/t da 0,6% precedente, mentre la spesa pubblica e gli investimenti fissi di 0,4% t/t e 0,5% t/t rispettivamente. Le esportazioni sono cresciute a un ritmo di poco superiore alle importazioni (2,4% t/t contro 2,2%), con il canale estero netto che ha quindi fornito anch'esso un apporto positivo al PIL. Negativo invece il contributo delle scorte. La crescita media annua è stata di 4,5% nel 2022 ed è attesa in deciso rallentamento, a 0,9%, nel 2023.

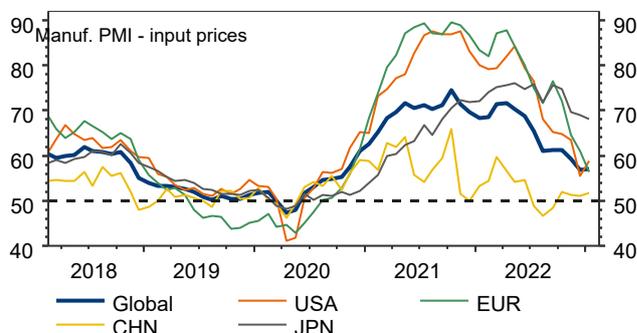
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



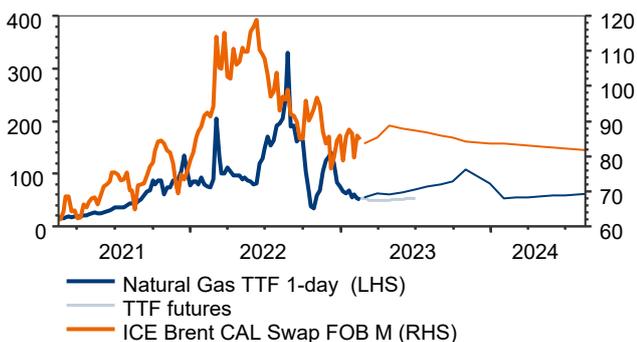
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



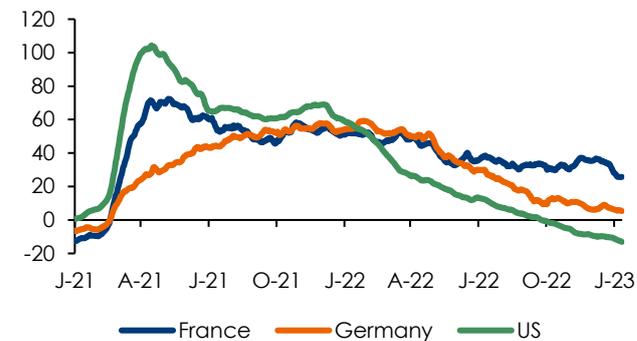
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



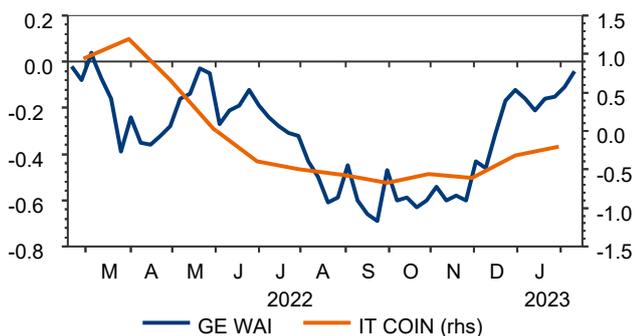
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % a/a)



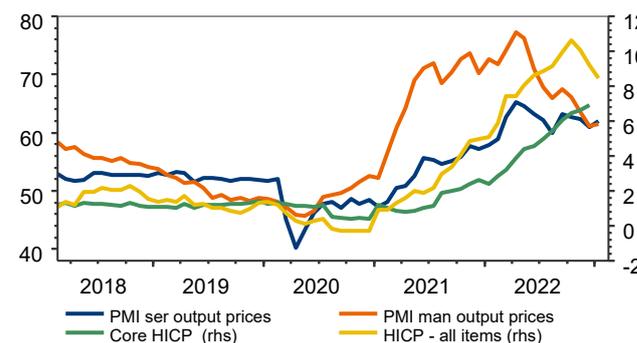
Fonte: Indeed Hiring Lab

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

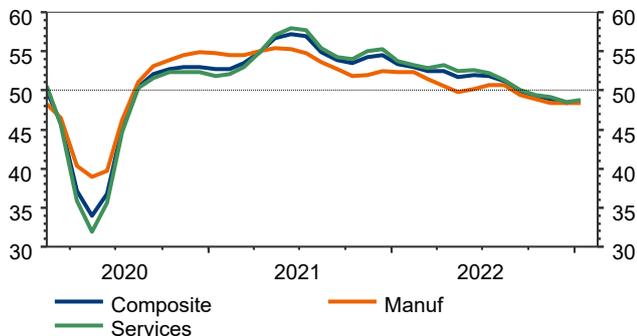
Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

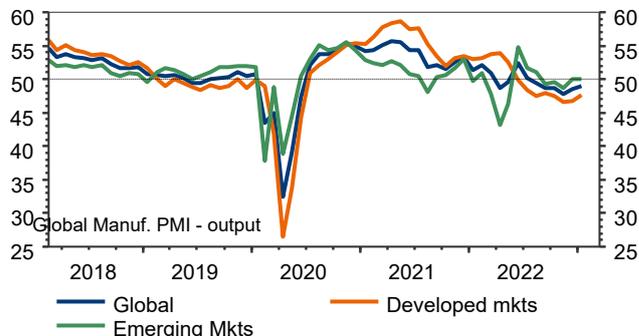
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



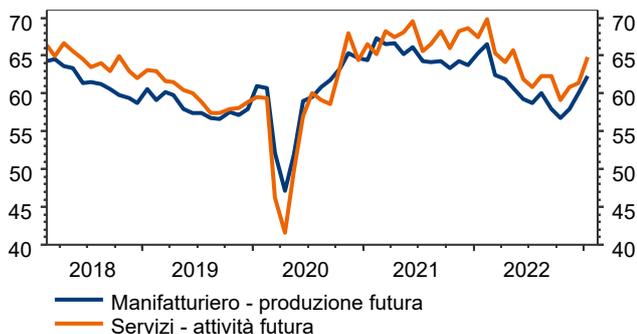
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



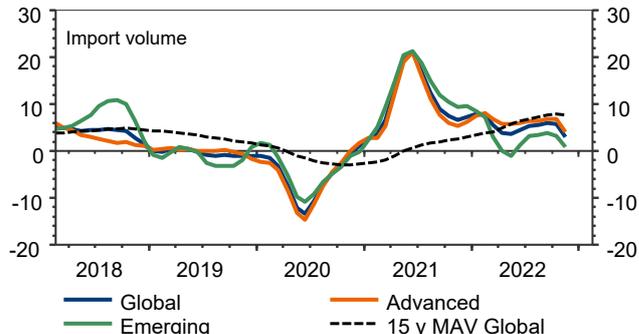
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



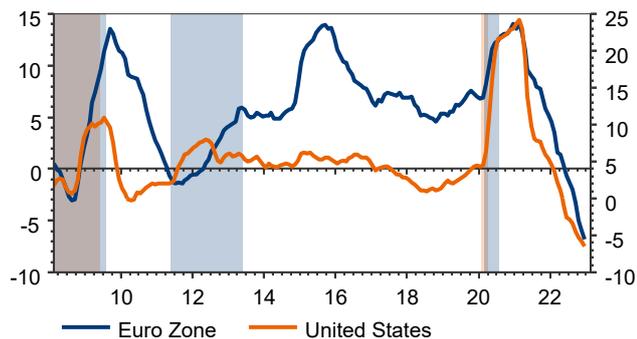
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



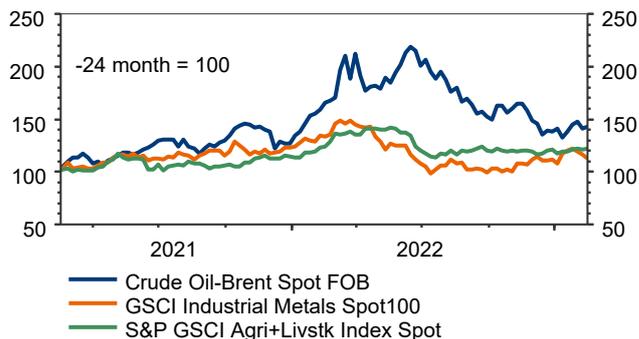
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

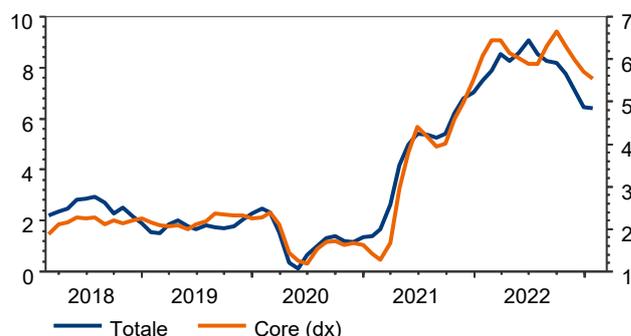
Stati Uniti

Indagini ISM



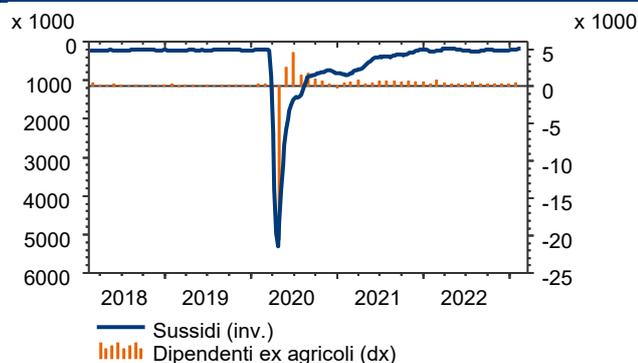
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



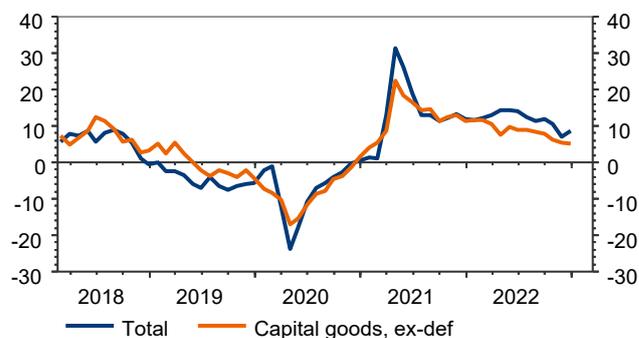
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

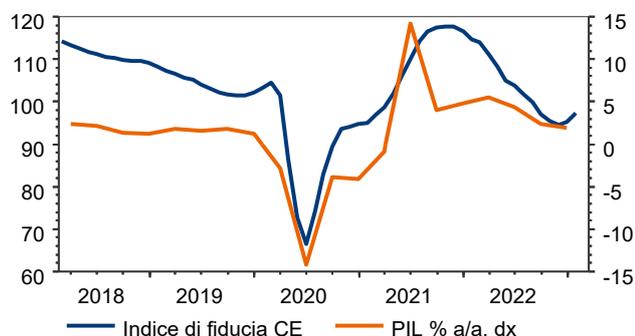
Previsioni

	2022	2023	2024	2022	2023				2023			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.0	1.3	3.7	1.8	1.9	1.0	1.6	1.7	0.7	0.0	
- trim./trim. annualizzato				-1.6	-0.6	3.2	2.9	0.8	-0.2	-0.7	0.1	
Consumi privati	2.8	1.4	1.1	1.3	2.0	2.3	2.1	2.5	0.5	-0.6	0.1	
IFL - privati non residenziali	3.6	1.7	2.1	7.9	0.1	6.2	0.7	4.2	-1.2	-0.2	0.5	
IFL - privati residenziali	-10.7	-16.4	0.8	-3.1	-17.8	-27.1	-26.7	-15.0	-8.2	-6.0	-3.0	
Consumi e inv. pubblici	-0.6	1.7	1.0	-2.3	-1.6	3.7	3.7	1.0	1.1	1.1	1.0	
Esportazioni	7.2	4.5	4.7	-4.6	13.8	14.6	-1.3	4.5	4.2	0.9	3.3	
Importazioni	8.1	-0.1	3.5	18.4	2.2	-7.3	-4.6	3.5	2.5	0.6	2.9	
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.3	0.1	0.3	-2.1	-1.4	1.8	-1.1	-0.4	-0.2	0.1	
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-3.5	-3.7									
Deficit Pubblico (% PIL)	-4.2	-5.0	-5.7									
Debito pubblico (% PIL)	145.4	146.4	147.1									
CPI (a/a)	8.0	3.9	2.5	8.0	8.6	8.3	7.1	5.8	3.8	3.1	2.8	
Produzione Industriale	3.8	-2.2	0.3	1.2	1.2	0.3	-0.6	-0.8	-1.3	-0.7	-0.2	
Disoccupazione (%)	3.7	3.9	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	4.0	4.3	

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

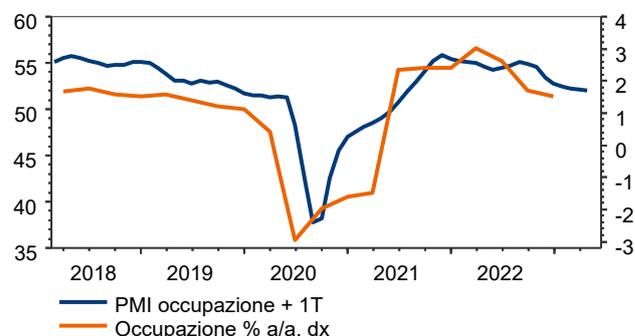
Area euro

PIL



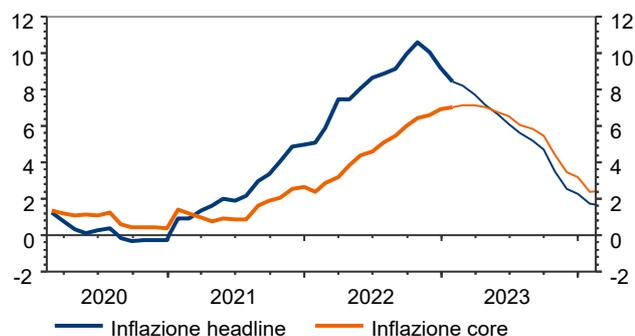
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2022	2023	2024
gennaio	5.1	8.5	1.7
febbraio	5.9	8.2	1.6
marzo	7.4	7.7	1.6
aprile	7.4	7.2	1.8
maggio	8.1	6.6	2.3
giugno	8.6	6.1	2.5
luglio	8.9	5.6	2.6
agosto	9.1	5.2	2.7
settembre	9.9	4.7	2.9
ottobre	10.6	3.5	3.0
novembre	10.1	2.5	3.1
dicembre	9.2	2.3	3.2

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2022	2023	2024	2022				2023			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.5	0.6	1.2	5.5	4.3	2.3	1.9	1.1	0.5	0.4	0.6
- t/t				0.6	0.9	0.3	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.3
Consumi privati	4.0	0.0	1.4	0.0	1.1	0.8	-0.9	-0.5	0.2	0.5	0.4
Investimenti fissi	4.4	1.6	1.7	-0.7	1.0	3.6	-0.1	-1.1	0.4	0.5	0.6
Consumi pubblici	1.3	1.2	0.8	0.1	-0.1	0.2	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	7.3	1.3	1.9	1.5	1.8	1.7	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.6
Importazioni	8.4	2.4	1.7	-0.7	2.2	4.2	-0.6	-0.1	0.1	0.3	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.5	-0.3	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.0	-0.2	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-0.6	0.4	1.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.0	-3.5	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	93.6	94.7	94.9								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.6	2.4	6.1	8.0	9.3	10.0	8.1	6.6	5.2	2.8
Produzione industriale (a/a)	0.9	0.7	1.5	-0.2	0.4	1.7	1.6	0.5	0.2	0.7	1.3
Disoccupazione (%)	6.7	6.7	6.6	6.8	6.7	6.7	6.6	6.6	6.7	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	0.34	3.32	3.44	-0.53	-0.36	0.48	1.77	2.61	3.42	3.66	3.59

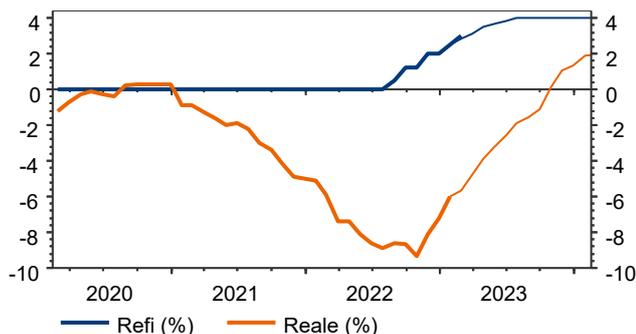
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	16/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	1.25	2.50	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00
Euribor 1m	-0.51	0.68	1.88	2.41	2.68	3.42	3.54	3.52
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	2.70	2.93	3.58	3.63	3.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

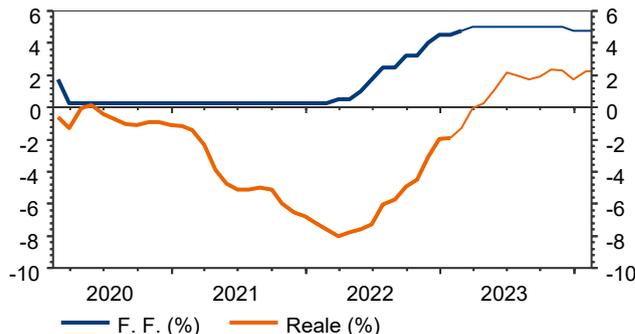


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	16/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	1.75	3.25	4.50	4.75	5.00	5.00	5.00	4.75
OIS 3m	2.18	3.66	4.61	4.84	4.87	4.85	4.83	4.63

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

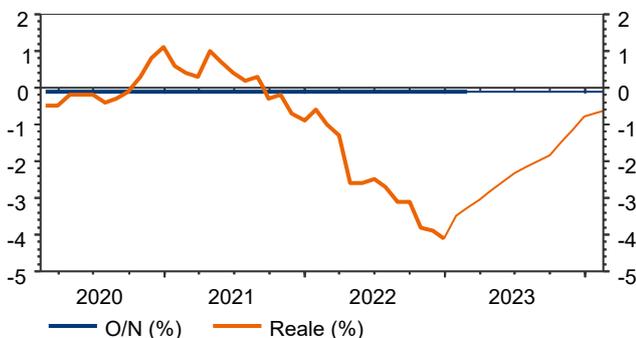


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	16/2	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

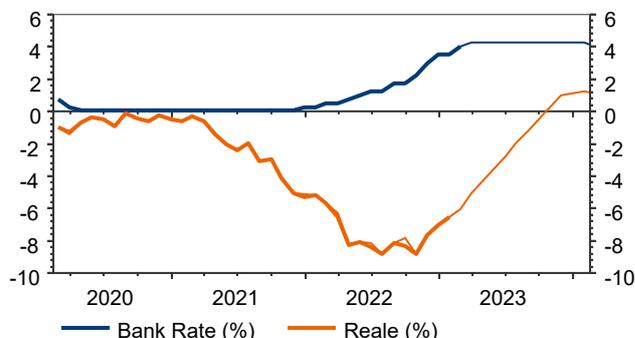


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	16/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	1.25	2.25	3.50	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25
Libor GBP 3m	1.67	3.34	3.87	4.20	4.30	4.25	4.20	4.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	17/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.14	1.02	1.03	1.08	1.0645	1.10	1.12	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	106	115	135	141	128	134.82	126	122	120	118	116
GBP/USD	1.39	1.36	1.20	1.18	1.23	1.1937	1.22	1.23	1.25	1.27	1.30
EUR/CHF	1.08	1.05	0.97	0.98	1.00	0.9915	1.01	1.02	1.03	1.05	1.06
EUR/JPY	128	131	137	145	140	143.56	139	137	136	136	134
EUR/GBP	0.87	0.83	0.84	0.87	0.89	0.8917	0.90	0.91	0.91	0.91	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 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 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