

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Stati Uniti** - Le sorprese positive dai dati di gennaio hanno messo in discussione i trend di rallentamento del 2° semestre 2022 e le previsioni di ulteriore indebolimento congiunturale a inizio 2023. La difficoltà di destagionalizzazione dei dati a cavallo d'anno rende particolarmente incerta l'effettiva resilienza del ciclo USA. Tuttavia, per ora il quadro per i prossimi mesi è di **interruzione del sentiero di indebolimento dell'attività**. La Fed ha segnalato con i **verbali della riunione di febbraio** che, in un'ottica di gestione del rischio, è preferibile una restrizione eccessiva piuttosto che insufficiente. Pertanto, **rivediamo verso l'alto il punto di arrivo dei fed funds, a 5,5% a giugno e spostiamo il primo taglio previsto al 1° trimestre 2024**.

**Italia** - Ci sono voci credibili che **i dati sul deficit pubblico dell'Italia per il 2021 e il 2022 potranno essere rivisti bruscamente al rialzo**, rispetto alle cifre precedentemente rese note dal governo. Tuttavia, ciò sarà totalmente compensato da un andamento più contenuto in seguito: si tratta di una mera convenzione contabile, che non influisce sui saldi di cassa. Piuttosto, il colpo di freno sul Superbonus restituisce al governo un maggiore controllo sui conti pubblici, che è positivo.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il focus sarà sulle stime preliminari di inflazione di febbraio, attese in ulteriore calo nell'Eurozona, in Germania e in Italia (mentre in Francia ci aspettiamo stabilità). Le indagini di fiducia della Commissione Europea, nonché gli indici Istat in Italia, dovrebbero confermare anche a febbraio il trend di recupero del morale di famiglie e imprese. La disoccupazione è attesa stabile su livelli molto bassi sia in Germania e Italia, sia nel complesso dell'Eurozona. In Francia è possibile una moderata crescita a gennaio sia per la spesa per consumi che per la produzione industriale. Non escludiamo una possibile lieve revisione al rialzo dei dati sul PIL del 4° trimestre in Francia e Italia. Infine, i dati sul deficit pubblico italiano nel 2021-22 dovrebbero risultare molto più alti del previsto per via di una diversa contabilizzazione dei crediti fiscali.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana verranno pubblicati gli indici ISM del manifatturiero e dei servizi di febbraio. Per il manifatturiero, i segnali dovrebbero mantenersi deboli, in linea con una flessione dell'attività, mentre nei servizi l'indagine dovrebbe indicare un rallentamento. La fiducia dei consumatori di febbraio dovrebbe essere in modesto miglioramento. Gli ordini di beni durevoli di gennaio sono attesi in calo, dopo il rialzo di gennaio guidato dal settore trasporti.

24 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

**Stati Uniti** - Le sorprese positive dai dati di gennaio hanno messo in discussione i trend di rallentamento del 2° semestre 2022 e le previsioni di ulteriore indebolimento congiunturale a inizio 2023. La difficoltà di destagionalizzazione dei dati a cavallo d'anno rende particolarmente incerta l'effettiva resilienza del ciclo USA. Tuttavia, per ora il quadro per i prossimi mesi è di **interruzione del sentiero di indebolimento dell'attività**. La Fed ha segnalato con i **verbali della riunione di febbraio** che, in un'ottica di gestione del rischio, è preferibile una restrizione eccessiva piuttosto che insufficiente. Pertanto, **rivediamo verso l'alto il punto di arrivo dei fed funds, a 5,5% a giugno e spostiamo il primo taglio previsto al 1° trimestre 2024**.

- Lo scenario economico descritto dai **verbali della riunione del FOMC** di febbraio non include le sorprese positive di gennaio (occupazione, vendite al dettaglio, produzione industriale), ed è caratterizzato da previsioni di rallentamento della crescita. Il messaggio dei verbali, nonostante ciò, è comunque hawkish, sia per ciò che viene detto sia per ciò che viene omesso.
- **Messaggi hawkish espliciti.** Le previsioni dello staff e dei partecipanti vedono generale debolezza della crescita, con rischi verso il basso, mercato del lavoro ancora sotto pressione e inflazione in calo ma sempre "inaccettabilmente elevata", con rischi verso l'alto. Tuttavia, in generale le considerazioni dei partecipanti sono prevalentemente orientate a preferire troppa restrizione piuttosto che troppo poca.
  - Nonostante l'aspettativa di persistente rallentamento e di crescita sotto il potenziale per diversi trimestri, con rischi di recessione evidenziati da alcuni, "tutti i partecipanti continuavano a prevedere che **continui aumenti dell'intervallo obiettivo** dei tassi dei fed funds sarebbero stati appropriati per raggiungere l'obiettivo del Comitato". "I partecipanti" hanno osservato che sarà appropriato mantenere una stance di policy **restrittiva fino a quando i dati non soddisferanno la richiesta che l'inflazione sia su un sentiero orientato stabilmente verso il 2%**, senza specificare operativamente questa condizione.
  - "Un numero di partecipanti" riteneva che **una stance di policy insufficientemente restrittiva potrebbe fermare il recente progresso verso una moderazione delle pressioni inflazionistiche**, contribuendo a mantenere l'inflazione sopra l'obiettivo per un periodo più prolungato.
  - In un contesto di inflazione sempre ampiamente sopra l'obiettivo, nonostante la debolezza dell'attività, "i partecipanti generalmente ritenevano che (...) mantenere un atteggiamento di politica monetaria restrittiva fino a quando l'inflazione non sia chiaramente su un sentiero verso il 2% sia appropriato da un punto di vista di **gestione del rischio**".
  - I partecipanti hanno notato che a febbraio le **condizioni finanziarie** erano più restrittive rispetto a inizio 2022. Tuttavia, "diversi partecipanti" hanno osservato che "alcune misure di condizioni finanziarie erano diventate più espansive nei mesi recenti". In generale, "i partecipanti" ritenevano importante che le condizioni finanziarie fossero in linea con il grado di restrizione attuato dal Comitato. Secondo "alcuni", ulteriori allentamenti generati dal mercato potrebbero richiedere tassi su livelli più elevati o più alti più a lungo.
- **Messaggio hawkish "implicito".** Un'omissione nei verbali è almeno importante quanto le affermazioni esplicitamente hawkish. Nella conferenza stampa, Powell aveva indicato che durante la riunione c'era stata una discussione approfondita sulle condizioni per una pausa dei tassi, i cui dettagli sarebbero stati comunicati nei verbali. Nel documento invece non c'è traccia del dibattito sul sentiero e sul punto di arrivo dei tassi, a parte la comunicazione relativa alla scelta di rialzi da 25pb. Riteniamo probabile che nella stesura dei verbali il Comitato abbia scelto di omettere il contenuto di tale discussione, basata su uno scenario di crescita più debole di quello aggiornato con le sorprese delle ultime settimane (mercato del lavoro, produzione industriale, vendite al dettaglio) e di inflazione più contenuta, per evitare di dare adito a interpretazioni dovish non appropriate nel contesto attuale.

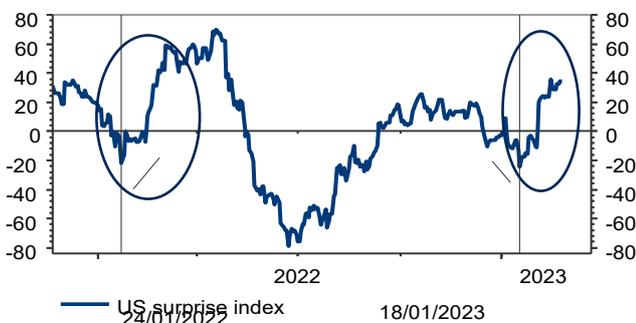
■ **Messaggio neutrale.** “Quasi tutti” i partecipanti concordavano sul fatto che fosse appropriato alzare l’intervallo obiettivo di 25pb per valutare meglio il progresso dell’economia verso gli obiettivi del Comitato. “Alcuni” avrebbero preferito un rialzo di 50pb per arrivare più velocemente a un livello dei tassi sufficientemente restrittivo. La presenza di una frangia di partecipanti favorevoli a un intervento di 50pb non è una novità, dato che Bullard e Mester pochi giorni fa avevano affermato questa posizione. Evidentemente, ci deve essere almeno un altro partecipante favorevole a una mossa di 50pb, dato che i verbali si riferiscono ad “alcuni” e non a “un paio”. Il consenso generale, anche se non unanime, per rialzi moderati indica disponibilità del Comitato a reagire tempestivamente a possibili cambiamenti di scenario, sia verso l’alto sia verso il basso.

■ In conclusione, i verbali non sorprendono particolarmente (omissione a parte) e mantengono lo scenario dei tassi totalmente dipendente dai dati ed estremamente incerto. **Le sorprese positive sulla crescita** viste nell’ultimo mese potrebbero essere il frutto di difficoltà di destagionalizzazione (v. Surprise Index qui sotto), potenzialmente transitorie come nel 2022.

Tuttavia, anche se il rallentamento della crescita fosse soltanto rinviato e non eliminato, lo **scenario probabilmente non si chiarirà prima della primavera avanzata, avendo alle spalle un 1° trimestre molto più solido delle attese in termini di attività.** In questo contesto, con rischi verso l’alto sull’inflazione, timori di allentamento delle condizioni finanziarie e incertezza sul quadro congiunturale, sappiamo che, **in base a considerazioni di gestione ottimale del rischio, il Comitato preferirà eccedere nella restrizione.**

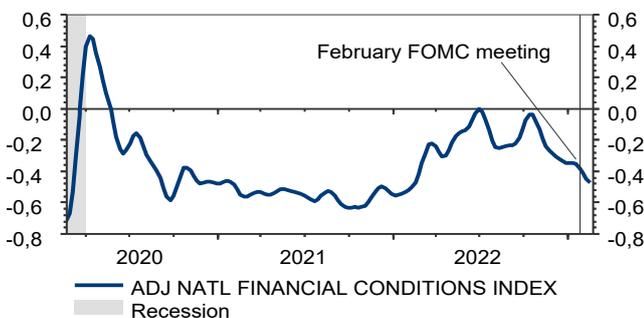
Pertanto, **modifichiamo la nostra previsione per il punto di arrivo dei fed funds a 5,5%**, aggiungendo un rialzo a maggio e uno a giugno, dopo quello “scontato” di marzo. Di conseguenza, rinviamo il primo taglio dei tassi al 1° trimestre 2024.

**Per il secondo anno consecutivo, da metà gennaio una serie di sorprese verso l’alto dai dati economici cambia lo scenario: svolta o problemi di destagionalizzazione?**



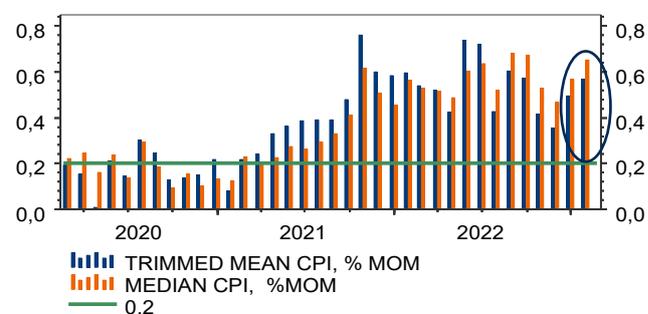
Fonte: Citi

**Condizioni finanziarie più espansive dall’autunno 2022, nonostante i rialzi dei fed funds**



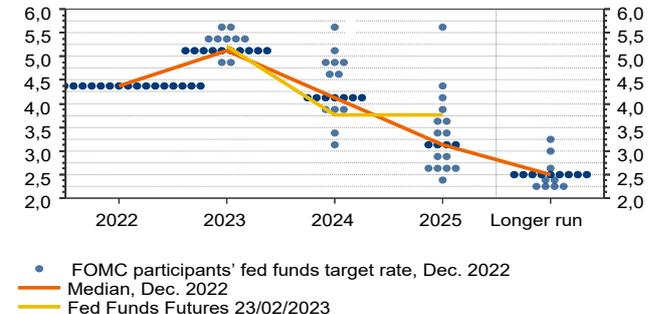
Fonte: Chicago Fed

**L’inflazione ha smesso di rallentare: in attesa della svolta della componente abitazione, la Fed non intende rischiare**



Fonte: Cleveland Fed

**Aspettando l’aggiornamento di marzo delle proiezioni macroeconomiche, le aspettative sui tassi salgono**



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

**Italia** - Ci sono voci credibili che **i dati sul deficit pubblico dell'Italia per il 2021 e il 2022 potranno essere rivisti bruscamente al rialzo**, rispetto alle cifre precedentemente rese note dal governo. Tuttavia, ciò sarà totalmente compensato da un andamento più contenuto in seguito: si tratta di una mera convenzione contabile, che non influisce sui saldi di cassa. Piuttosto, il colpo di freno sul Superbonus restituisce al governo un maggiore controllo sui conti pubblici, che è positivo.

- Secondo alcune voci diffuse, **i dati italiani sull'indebitamento netto per il 2021 e il 2022 potrebbero essere rivisti bruscamente al rialzo, quando l'Istat pubblicherà i nuovi dati per il 2022, il prossimo 1° marzo**. Come vedremo, tali voci sembrano fondate. Allo stesso tempo non c'è motivo di preoccuparsi. Vediamo perché.
- Nel 2020, il governo lanciò un ambizioso programma di incentivi fiscali per promuovere la riqualificazione energetica degli immobili residenziali. Il cosiddetto Superecobonus 110% prevedeva un credito d'imposta pari al 110% dell'investimento, consentendo anche il trasferimento del credito d'imposta ad altri soggetti (opzione che il Decreto Rilancio del maggio 2020 estendeva anche ad altri schemi pre-esistenti). Infatti, il Superecobonus non era il primo programma governativo che prevedeva incentivi per migliorare l'efficienza energetica degli edifici; tuttavia, gli schemi precedenti erano più convenzionali: il credito d'imposta copriva solo una percentuale della spesa e i contribuenti non potevano trasferire il credito d'imposta all'impresa costruttrice o ad altri soggetti (ad esempio, le banche). Inutile dire che uno schema così generoso si è rivelato molto popolare: **i dati ufficiali raccolti dall'ENEA fissano la spesa relativa allo schema a 65,2 miliardi di euro fino al 31 gennaio 2023**, di cui il 76% per progetti già completati e il 24% per progetti in corso.
- L'impatto dei crediti d'imposta sul saldo di cassa del governo non è immediato: è distribuito su più anni (5 o 10) e il Tesoro italiano avrebbe dovuto tenerne conto nella stima del percorso futuro delle entrate e delle spese. Tuttavia, **le regole contabili di Eurostat trattano i crediti d'imposta in modo diverso nei conti non finanziari**, che forniscono i numeri ufficiali per il rapporto deficit/PIL:
  - Se il credito d'imposta è limitato dalla responsabilità fiscale del contribuente nel periodo di vigenza, potrebbe essere (parzialmente) perso; in questo caso, viene classificato come **"non rimborsabile"** (non payable, nella terminologia di Eurostat<sup>1</sup>), e viene dedotto dalle entrate fiscali degli anni in cui le imposte vengono pagate.
  - Se il credito d'imposta non è limitato in questo modo, o può essere trasferito ad altri contribuenti, viene classificato come **"rimborsabile"** (payable) e viene classificato come una voce di spesa pubblica. In tal caso, è legato alla spesa che lo ha originato e viene contabilizzato nello stesso anno (non quando viene detratto dalle tasse).
- Poiché il Superecobonus ha generato crediti d'imposta trasferibili, il governo italiano dovrà rivedere i propri conti per il 2021 e il 2022 al fine di registrare l'intero importo della passività relativa ai crediti d'imposta. I crediti d'imposta generati dal Superecobonus 110% fino al 31 dicembre 2021 sono stati pari a 17,8 miliardi di euro (1% del PIL), mentre nel 2022 la passività aggiuntiva è stata di 50,9 miliardi di euro (2,7% del PIL), a cui vanno aggiunti i crediti d'imposta concessi in base agli altri schemi (Ecobonus, Bonus Facciate), che potrebbero portare il totale a più di 100 miliardi di euro: di conseguenza **la revisione del rapporto deficit/PIL** (in precedenza stimato al 7,2% nel 2021, e atteso dal governo al 5,6% nel 2022) **potrebbe essere molto ampia**. Anche i dati del 2023 saranno influenzati, ma in misura inferiore: **dal 17 febbraio è esclusa la possibilità di trasferire il credito di imposta** se i lavori non sono già iniziati, e ciò sembra aver già eliminato una parte della domanda di interventi di ristrutturazione<sup>2</sup>.
- Detto questo, a nostro avviso non c'è nulla di cui preoccuparsi:

<sup>1</sup> Eurostat, [Manual on Government Deficit and Debt – Implementation of ESA 2010, 2022 edition](#)

<sup>2</sup> V. G. Labour e G. Mancini, "Caos cessioni, infissi e caldaie perdono un contratto su tre", *Il Sole 24 ore*, 24 febbraio 2023, p. 6.

1. **Coeteris paribus, l'aumento del deficit nel 2021 e 2022 sarà compensato da revisioni al ribasso dei dati futuri;** una volta pagati tutti i crediti d'imposta, il punto finale sarà esattamente lo stesso di prima, e **il disavanzo pubblico cumulato non cambia.**
  2. **Il saldo di cassa non è influenzato dalla riclassificazione.** Il governo non dovrà contrarre ulteriori prestiti a causa della revisione del dato sul deficit. L'eventuale aumento del fabbisogno di cassa (e del debito pubblico totale) può esserci se il governo ha sottostimato nei suoi documenti previsionali l'entità della spesa legata alle ristrutturazioni, ma non per effetto della riclassificazione.
- Ciò che è più importante, da un punto di vista fondamentale, è che **il Superecobonus viene drasticamente ridimensionato.** Ciò a nostro avviso è positivo, perché i dati dimostrano che (1) è stato meno efficiente in termini di costi rispetto ai programmi precedenti nel conseguire miglioramenti delle prestazioni energetiche degli edifici<sup>3</sup>, e (2) stava consumando troppo spazio fiscale. **Il colpo di freno dovrebbe migliorare il controllo del governo centrale sul bilancio nei prossimi anni.** L'Italia dovrà ancora migliorare le prestazioni energetiche del suo patrimonio immobiliare, ma ciò dovrebbe avvenire in modo sostenibile ed equo, oltre che mantenendo gli incentivi per i proprietari di casa a contrattare con i fornitori per ottenere prezzi ragionevoli.

---

<sup>3</sup> La relazione di ENEA *Rapporto Annuale – Detrazioni Fiscali 2022* fornisce dati analitici che consentono di comparare il costo della riduzione dei consumi energetici per alcuni interventi analoghi effettuati nel 2021 con Ecobonus e Superecobonus 110%. Per l'installazione di caldaie a condensazione si ottengono 0,15€/kWh con l'Ecobonus e 0,34€/kWh con il Superecobonus. I costi sono da 1,5 a 3 volte maggiori con la seconda misura anche per altre tipologie di intervento (impianti a biomassa, pompe di calore, sostituzione infissi, interventi su pareti verticali e interventi su pareti orizzontali).

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, il focus sarà sulle stime preliminari di inflazione di febbraio, attese in ulteriore calo nell'Eurozona, in Germania e in Italia (mentre in Francia ci aspettiamo stabilità). Le indagini di fiducia della Commissione Europea, nonché gli indici Istat in Italia, dovrebbero confermare anche a febbraio il trend di recupero del morale di famiglie e imprese. La disoccupazione è attesa stabile su livelli molto bassi sia in Germania e Italia, sia per il complesso dell'Eurozona. In Francia è possibile una moderata crescita a gennaio sia per la spesa per consumi che per la produzione industriale. Non escludiamo una possibile lieve revisione al rialzo dei dati sul PIL del 4° trimestre in Francia e Italia. Infine, i dati sul deficit pubblico italiano nel 2021-22 dovrebbero risultare molto più alti del previsto per via di una diversa contabilizzazione dei crediti fiscali.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana verranno pubblicati gli indici ISM di febbraio. Per il manifatturiero, l'indice dovrebbe restare in linea con una flessione dell'attività, mentre nei servizi l'indagine dovrebbe indicare espansione a un ritmo più contenuto. La fiducia dei consumatori di febbraio dovrebbe essere in modesto miglioramento. Gli ordini di beni durevoli di gennaio sono attesi in calo, dopo il rialzo di gennaio guidato dal settore trasporti.

### Lunedì 27 febbraio

#### Area euro

- **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** è attesa in miglioramento a febbraio. Il morale delle famiglie, dopo la correzione a 100,9 a gennaio, potrebbe tornare ad aumentare, a 101,5, per effetto di un mercato del lavoro ancora solido. La fiducia delle imprese manifatturiere è vista in ulteriore recupero a 103,5 da 102,7 di gennaio, grazie ai minori rischi sul fronte energia; il progresso per l'indice composito di morale delle aziende dovrebbe essere più contenuto, a 109,5 da 109,1, per effetto di una correzione nelle costruzioni (anche se l'effetto della stretta sugli incentivi fiscali si vedrà maggiormente sull'indagine di marzo).
- **Area euro.** Le **indagini di fiducia della Commissione Europea** di febbraio dovrebbero offrire ulteriori indicazioni di miglioramento del ciclo in linea con quanto emerso da PMI e indagini nazionali. L'indice composito ESI è atteso tornare al di sopra della media di lungo periodo per la prima volta dallo scorso giugno, a 100,5 da un precedente 99,9. In aggiunta al già pubblicato dato sul morale dei consumatori, i progressi dovrebbero riguardare sia l'industria (2,5 da 1,3) che i servizi (12 da 10,7).

#### Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a gennaio sono previsti in calo di -2,3% m/m, dopo 5,6% m/m, con un ridimensionamento degli ordini per i trasporti, che avevano registrato un balzo probabilmente gonfiato da difficoltà di destagionalizzazione, a dicembre. Anche a inizio 2023, le indagini continuano a riportare ordini in contrazione, in linea con il trend dell'autunno.

### Martedì 28 febbraio

#### Area euro

- **Francia.** La **spesa per consumi** delle famiglie potrebbe mostrare un parziale rimbalzo a gennaio (0,5% m/m) dopo la flessione di -1,3% vista a dicembre. È possibile in particolare un recupero per i beni durevoli dopo l'ampia flessione di fine 2022. Il reddito disponibile reale delle famiglie resta in territorio negativo, ma i rischi sulla tenuta dei consumi sono oggi di entità meno ampia di quanto stimato qualche mese fa.
- **Francia.** La lettura finale dovrebbe confermare che nel 4° trimestre il **PIL** è cresciuto di 0,1% t/t (2,6% a/a). Anzi l'incremento della produzione industriale a dicembre segnala qualche rischio di lieve revisione al rialzo. La crescita di fine 2022 nasconde comunque una significativa flessione della domanda interna. La crescita dovrebbe rimanere molto debole nel trimestre in corso, prima di un graduale miglioramento nei prossimi trimestri.

- **Francia.** L'**inflazione** è attesa stabile in febbraio, a 6% sul CPI e a 7% a/a sull'armonizzato. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero mostrare una crescita di +0,7% m/m sull'indice domestico e di +0,8% m/m sull'IPCA. L'inflazione potrebbe iniziare a calare da marzo; in media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare intorno al 5% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dal 5,9% dello scorso anno.

#### Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a febbraio è attesa in modesto aumento a 109,8 da 107,1 di gennaio. Le altre indagini di fiducia delle famiglie (Michigan, Ipsos, Tipp) hanno segnato miglioramenti a febbraio, con moderati rialzi delle condizioni correnti e ritracciamento delle aspettative. Nell'indagine del Conference Board, il mercato del lavoro è particolarmente rilevante, pertanto la valutazione delle condizioni per l'occupazione darà indicazioni importanti per lo scenario dei tassi.

### Mercoledì 1° marzo

#### Area euro

- **Germania.** A febbraio i **prezzi al consumo** dovrebbero mostrare una crescita di +0,8% m/m sull'indice nazionale e di mezzo punto sull'armonizzato UE. Lo scarto tra le due misure è dovuto principalmente a differenze nella revisione dei pesi del paniere dei prezzi, che quest'anno sono state insolitamente significative. La tendenza annua è attesa stabile all'8,7% sul CPI e in calo all'8,7% dal 9,2% di gennaio sull'IPCA. Stimiamo una crescita dei prezzi al 5,4% in media nel 2023 sull'indice armonizzato e al 5,9% sul nazionale.
- **Germania.** A febbraio, il tasso di **disoccupazione** dovrebbe mantenersi invariato al 5,5%. Le componenti relative all'occupazione delle indagini di fiducia restano su livelli espansivi. Nonostante il rallentamento ciclico il mercato del lavoro rimane teso, con imprese che continuano a segnalare difficoltà nel reperire manodopera.
- **Italia.** Istat comunica i **dati relativi al 2022 su PIL e indebitamento della PA**. Stimiamo una crescita del PIL nell'anno di 6,1% in termini nominali e 3,9% a prezzi costanti (da 7,3% e 6,7% rispettivamente nel 2021). Il dato sul deficit 2021 sarà rivisto significativamente al rialzo (dal 7,2% precedente), e il disavanzo 2022 dovrebbe risultare molto più alto del 5,6% atteso dal governo nella NADEF, per effetto di una diversa contabilizzazione dei crediti fiscali sui bonus edilizi.

#### Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a febbraio dovrebbe registrare un modesto aumento a 48, da 47,4 di gennaio, restando ancora in territorio recessivo. L'indagine sarà importante per mettere in prospettiva i dati molto positivi visti con l'employment report (occupati e ore lavorate) e la produzione manifatturiera di gennaio (+1% m/m), in contrasto con la debolezza dei trend dell'autunno e con i segnali delle altre indagini.

### Giovedì 2 marzo

#### Area euro

- **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere rimasto invariato al 6,6% a gennaio. I dati nazionali già disponibili non offrono evidenza di un aumento delle persone in cerca di occupazione, inoltre le intenzioni di assunzione delle imprese restano espansive e non mostrano ancora segnali di svolta. Non ci aspettiamo un significativo incremento del tasso di disoccupazione nel corso del 2023. In **Italia**, il tasso dei senza-lavoro è visto anch'esso stabile, al 7,8%.
- **Area euro.** L'**inflazione** è attesa calare in febbraio, stimiamo a 8,3% dall'8,6% di gennaio; di contro, l'indice core (al netto di energia e alimentari freschi) dovrebbe crescere a 7,1% da 7% precedente. Nel mese, i prezzi sono visti aumentare dello 0,6% m/m. 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 sopra il 2%, con una media annua al 5,5%.

- **Italia.** L'**inflazione** potrebbe scendere ancora a febbraio, a 8,1% a/a da 10% sull'indice nazionale e a 8,8% da 10,7% sull'armonizzato. Anche la componente "di fondo" (al netto di energetici e alimentari freschi) è attesa correggere, ma solo marginalmente (a 5,9% da 6% di gennaio, sul NIC). Nel mese i prezzi al consumo avrebbero registrato una flessione di -0,8% m/m sull'indice domestico e un calo di -0,9% m/m sull'IPCA. Il ribasso dovrebbe essere guidato ancora soprattutto dall'energia. L'inflazione è attesa moderare nel corso del 2023, sino ad attestarsi appena sopra il 2% a dicembre. Ci aspettiamo una crescita media pari al 5,7% nel 2023 e intorno al 2% nel 2024 sull'IPCA.

## Venerdì 3 marzo

### Area euro

- **Italia.** Istat diffonde la **seconda stima del dato sul PIL** nel 4° trimestre 2022. La prima lettura aveva visto una marginale flessione congiunturale (-0,1% t/t, 1,7% a/a). In relazione al recupero evidenziato dalla produzione industriale a dicembre, non si può escludere una lieve revisione al rialzo. Lo spaccato dovrebbe mostrare una contrazione della domanda interna, soprattutto dal lato dei consumi, a fronte di un contributo positivo dell'export netto (derivante da una probabile flessione dell'import). Il valore aggiunto dovrebbe essersi contratto nell'industria in senso stretto (e nel settore primario), a fronte di un progresso nei servizi e nelle costruzioni.
- **Francia.** A gennaio, la **produzione industriale** dovrebbe riportare il terzo progresso mensile consecutivo, sia pure di entità inferiore a quella dei due mesi precedenti (0,3% m/m), coerentemente con il recupero di morale evidenziato dagli indici di fiducia. L'output dovrebbe beneficiare del netto miglioramento delle condizioni lungo le filiere di approvvigionamento, oltre che del calo dei prezzi dell'energia.

### Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a febbraio dovrebbe correggere a 54,5 da 55,2 di gennaio, pur mantenendosi in area espansiva, al contrario di quanto indicato dalle altre indagini del settore non manifatturiero. In questa fase, gli indicatori ciclici stanno dando segnali non omogenei, con i dati resi poco informativi da difficoltà di destagionalizzazione. Il mese scorso, l'indice di occupazione dell'ISM dei servizi, per esempio, era vicino a 50, in contrasto con il boom di occupati nei servizi privati visto nell'employment report.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (27 febbraio – 3 marzo)...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 27/2	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	feb	102.7		103.5
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		feb	100.9		101.5
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	gen	4.1	% 4.0	4.0
	11:00	EUR	Fiducia servizi		feb	10.7		12.0
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		feb	prel -19.0		-19.0
	11:00	EUR	Fiducia industria		feb	1.3		2.5
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	feb	99.9	101.0	100.5
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	gen	5.6	% -2.1	-2.3
14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	gen	-0.2	%		
Mar 28/2	00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		gen	3.8	% 4.0	
	00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		gen	0.3	% -2.6	
	08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	gen	-1.3	%	0.3
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	feb	7.0	%	7.0
	08:45	FRA	PIL t/t finale	*	T4	prel 0.1	%	
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		feb	5.9	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		dic	0.9	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		dic	11.5	%	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (non EU)		gen	4.1	Mld €	
	11:00	BEL	PIL t/t finale		T4	prel 0.1	%	0.1
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		gen	-90.3	Mld \$	
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		dic	6.8	%	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		dic	-0.1	%	
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	feb	44.3		
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	feb	107.1		109.5 109.8
Mer 1/3	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		feb	prel 47.4		
	02:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	feb	50.1		
	02:30	CN	PMI composito - Caixin		feb	52.9		
	02:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		feb	54.4		
	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	feb	49.2		
	09:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	gen	3.2	%	
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	feb	50.4		50.6
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		feb	prel 47.9		47.9
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	feb	prel 46.5	46.5	46.5
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	feb	prel 48.5	48.5	48.5
	10:30	GB	Credito al consumo		gen	0.493	Mld £	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	feb	49.2	49.2	49.2
	13:00	GER	IPCA a/a prelim	*	feb	9.2	%	8.7
	13:00	GER	IPCA m/m prelim	**	feb	0.5	%	0.5
	13:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	feb	8.7	%	8.7
	13:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	feb	1.0	%	0.8
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		feb	47.8		
16:00	USA	Spesa in costruzioni		gen	-0.4	%		
16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	feb	47.4	47.9	48.0	
Gio 2/3	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		feb	31.0		
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	gen	7.8	%	7.8
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	feb	7.1	%	7.1
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	feb	8.6	% 8.1	8.3
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	gen	6.6	% 6.6	6.6
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	feb	0.1	%	-0.8
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	feb	10.7	%	8.8
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	feb	-1.5	%	-0.9
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	feb	10.0	%	8.1
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	*	T4	prel 1.1	%	
	14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale		T4	prel 3.0	%	

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

## Calendario dei dati macroeconomici (27 febbraio – 3 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Ven	3/3	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		gen	2.5	%	2.5	
		00:30	GIA	Job to applicant ratio		gen	1.4		1.4	
			02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	feb	52.9		
			08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		gen	10.0	Mld €	
			08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	gen	1.1	%	0.3
			09:00	ITA	PIL a/a finale		T4	prel 1.7	%	
			09:00	ITA	PIL t/t finale	*	T4	prel -0.1	%	-0.1
			09:45	ITA	PMI servizi	*	feb	51.2		51.5
			09:50	FRA	PMI servizi finale		feb	prel 52.8		52.8
			09:55	GER	PMI servizi finale	*	feb	prel 51.3		51.3
			10:00	EUR	PMI composito finale	*	feb	prel 52.3		52.3
			10:00	EUR	PMI servizi finale	*	feb	prel 53.0		53.0
			10:30	GB	PMI servizi finale	*	feb	53.3		53.3
			11:00	EUR	PPI a/a		gen	24.6	%	
			15:45	USA	Markit PMI Composito finale		feb	50.2		
			15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		feb	50.5		
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	feb	55.2		54.2	

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 degli eventi (27 febbraio – 3 marzo)

Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun	27/2	10:00	GB	Discorso di Broadbent (BoE)
		16:30	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		16:45	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		18:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
Mar	28/2	13:15	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		13:30	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
		13:30	GB	Discorso di Mann (BoE)
		20:30	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
Mer	1/3	09:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		11:00	GER	Discorso di Nagel (Bundesbank)
		11:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		16:00	EUR	Discorso di Visco (Banca d'Italia)
Gio	2/3	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di febbraio
		16:00	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		20:00	USA	Discorso di Waller (Fed)
Ven	3/3	09:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Vasle (BCE)
		17:00	GB	Discorso di Bailey (BoE)
		17:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
		18:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		21:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Markit PMI Composito prelim.	feb	46.8	47.5	50.2	
Markit PMI Manif. prelim.	feb	46.9	47.1	47.8	
Markit PMI Servizi prelim.	feb	46.8	47.2	50.5	
Vendite di case esistenti (mln ann.)	gen	4.03 <del>(4.02)</del>	Mln	4.10	4.00
Richieste di sussidio	settim	195 <del>(194)</del>	x1000	200	192
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.691 <del>(1.696)</del>	Mln	1.700	1.654
Deflatore consumi core t/t prelim	T4	3.9	%	3.9	4.3
PIL t/t ann. prelim	T4	2.9	%	2.9	2.7
PIL, deflatore t/t ann. prelim.	T4	3.5	%	3.5	3.9
Deflatore consumi (core) a/a	gen	4.4	%	4.3	
Deflatore consumi a/a	gen	5.0	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	gen	-0.2	%	1.3	
Redditi delle famiglie m/m	gen	0.2	%	1.0	
Deflatore consumi (core) m/m	gen	0.3	%	0.4	
Vendite di nuove case (mln ann.)	gen	0.616	Mln	0.620	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	feb	66.4		66.4	

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

La **seconda stima del PIL del 4° trimestre** ha registrato una variazione di 2,7% t/t ann., da 2,9% t/t ann. della stima advance, spinta ancora da un ampio contributo delle scorte (1,5pp), dai consumi di servizi che hanno più che controbilanciato la contrazione nel comparto dei beni, dalla spesa pubblica e dagli investimenti non residenziali. La revisione verso il basso è da attribuire a minori consumi (in rialzo di 1,4% t/t ann.) ed esportazioni, parzialmente compensati da revisioni verso l'alto degli investimenti. Nel 2022, il PIL è cresciuto di 2,1%.

Le richieste di **sussidi di disoccupazione** al 18 febbraio sono scesi ulteriormente a 192 mila, restando al di sotto della media pre-pandemica di 220 mila.

Il **PMI manifatturiero flash** di febbraio ha registrato un modesto miglioramento, a 47,8 da 46,9, con ordini e produzione ancora in territorio recessivo, a 44,7 e 48,4, rispettivamente, mentre l'occupazione ha dato un segnale espansivo, salendo a 52,6. Il **PMI dei servizi** ha dato indicazioni più favorevoli, con un incremento a 50,5, al di sopra della soglia di 50 per la prima volta da metà 2022, spinto da un miglioramento della nuova attività, a 49,4, e da una ripresa dell'occupazione a 51,5. Nell'insieme, i PMI segnalano che il 1° trimestre dovrebbe vedere una crescita moderata, grazie alla tenuta dei servizi, con una domanda di lavoro ancora solida.

Le **vendite di case esistenti** di gennaio, contrariamente alle aspettative, hanno proseguito sul sentiero di contrazioni per il dodicesimo mese consecutivo, con una correzione di -0,7% m/m (-36,9% a/a), scendendo a 4 mln da 4,02 mln di dicembre. I contratti di compravendita avevano dato un segnale espansivo e, insieme al ritracciamento dei tassi sui mutui visto a fine 2022, avevano alimentato la previsione di una svolta delle vendite.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
PMI manifatturiero prelim	feb	48.9		47.4	
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	gen	4.0	%	4.2	+4.2
CPI (naz.) a/a	gen	4.0	%		+4.3

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

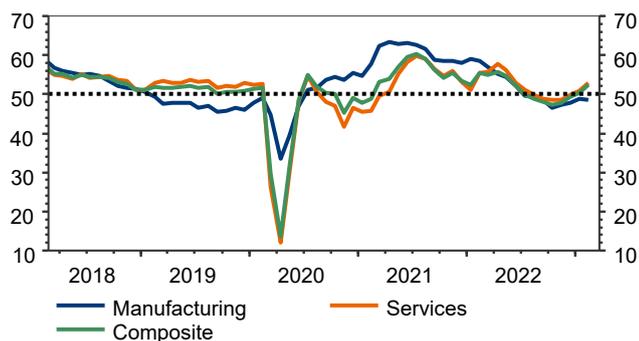
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	feb	-13.5		-12.8
EUR	Fiducia consumatori flash	feb	-20.7 (-20.9)	-19.0	-19.0
EUR	PMI servizi prelim	feb	50.8	51.0	53.0
EUR	PMI manifatturiero prelim	feb	48.8	49.3	48.5
EUR	PMI composito prelim	feb	50.3	50.6	52.3
FRA	PMI servizi prelim	feb	49.4	49.9	52.8
FRA	PMI manifatturiero prelim	feb	50.5	50.8	47.9
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	feb	103	103	104
FRA	Fiducia consumatori	feb	83 (80)	80	82
GER	PMI servizi prelim	feb	50.7	51.0	51.3
GER	PMI manifatturiero prelim	feb	47.3	48.0	46.5
GER	ZEW (Sit. corrente)	feb	-58.6	-50.5	-45.1
GER	ZEW (Sentiment econ.)	feb	16.9	22.0	28.1
GER	IFO	feb	90.1 (90.2)	91.2	91.1
GER	IFO (sit. corrente)	feb	94.1	95.0	93.9
GER	IFO (attese)	feb	86.4	88.4	88.5
GER	Fiducia consumatori	mar	-33.8 (-33.9)	-30.4	-30.5
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T4	1.1	%	1.1
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T4	-0.2	%	-0.2
ITA	PPI a/a	gen	31.7	%	
ITA	PPI m/m	gen	2.9	%	

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

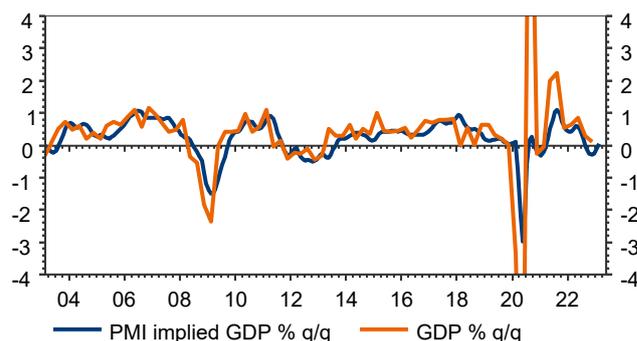
**Area euro.** Segnali incoraggianti arrivano dalle stime flash dei PMI di febbraio in area euro. **L'indice composito è cresciuto sopra le attese, a 52,3 da un precedente 50,3, portandosi sui massimi dallo scorso maggio;** si conferma la tenuta del mercato del lavoro con gli indici relativi all'occupazione su livelli ancora espansivi, mentre gli indici dei prezzi continuano a segnalare una moderazione pur restando su valori elevati. La media del PMI composito appare coerente con una crescita del PIL di 0,3% t/t a inizio 2023, anche se verosimilmente, in questa fase, i PMI, rispetto alle indagini nazionali, sovrastimano la crescita effettiva dell'Eurozona.

## I progressi di febbraio riguardano soprattutto i servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

## Le indagini sono coerenti con una tenuta del PIL a inizio 2023



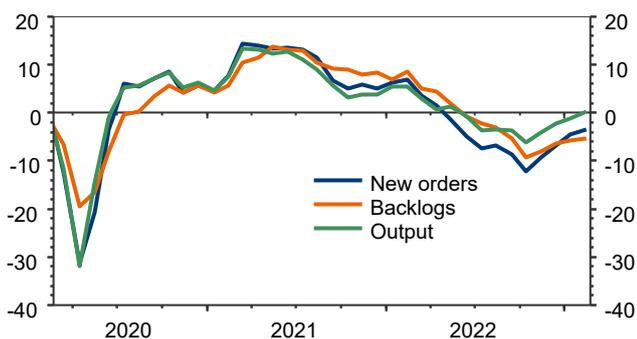
Fonte: Intesa Sanpaolo

**I servizi registrano un aumento a 53 da 50,8 (massimo da giugno 2022) per via delle migliori condizioni di domanda** visto l'aumento registrato per i nuovi ordini. Di contro, **la crescita dell'indice della produzione manifatturiera (50,4 da 48,9 di gennaio),** che ha superato dopo 9 mesi la soglia di invarianza, **semberebbe spiegata da un migliore contesto di offerta,** con l'indice dei tempi di consegna salito a 55,3 da 49,8 punti, cui si contrappone un indebolimento della domanda, data la fiacchezza degli ordini dall'estero (43,2 da 44,7 precedente). **Le indicazioni sui prezzi mostrano un rallentamento soprattutto nel settore manifatturiero, anche se i livelli**

**restano elevati.** Le maggiori pressioni sui prezzi pagati riguardano ora i servizi. Nonostante un parziale rientro negli ultimi 4 mesi, l'indice dei prezzi pagati è cresciuto nuovamente a febbraio a fronte di un calo dell'indice dei prezzi praticati.

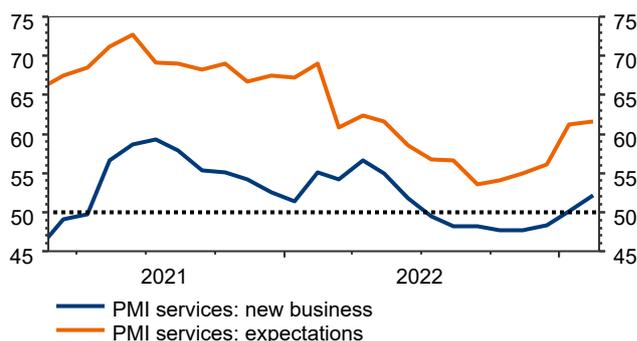
Nel complesso, i PMI di febbraio sembrano confermare una tenuta migliore del previsto dell'economia europea, grazie al calo dei prezzi del gas, a minori incertezze sulle forniture e alle misure fiscali espansive. In sintesi, **sono in aumento i rischi al rialzo sulla nostra previsione di lieve contrazione del PIL a inizio 2023 (-0,1% t/t).**

#### La domanda resta debole nella manifattura...



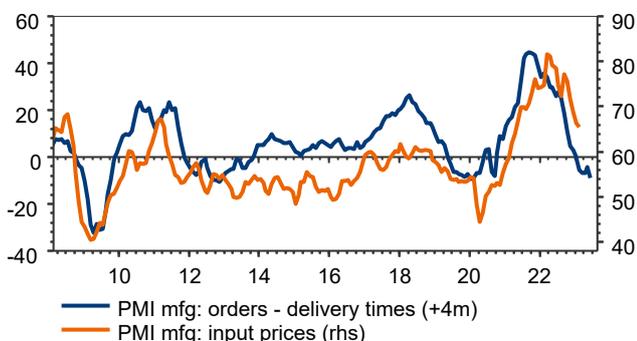
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### ...mentre guida la ripresa nei servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### La minore domanda e l'attenuamento delle strozzature si riflettono in una moderazione della crescita dei prezzi degli input



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

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



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

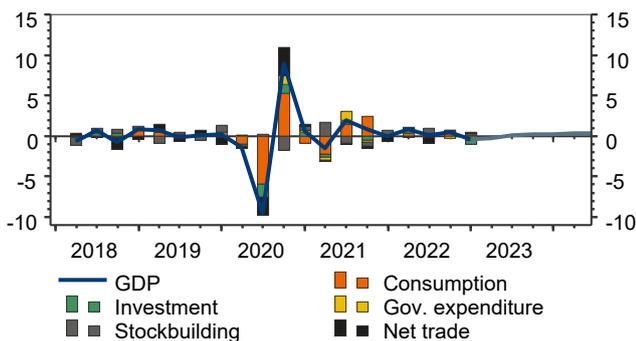
**Area euro.** La **seconda lettura** ha rivisto al rialzo l'**inflazione** di gennaio, all'8,6% da 8,5% della stima flash, comunque in calo rispetto al mese precedente (9,2%). Anche l'indice al netto di energia alimentari freschi è stato rivisto al rialzo di un decimo, al 7,1% (in salita da 6,9% di dicembre). I prezzi al consumo hanno segnato una flessione di -0,2% m/m sull'indice generale e di -0,4% m/m sul core, su valori ancora superiori all'usuale profilo stagionale. La contrazione congiunturale è dovuta alle componenti dei beni industriali non energetici (-1,9% m/m) e dell'energia (-0,6% m/m); nel mese calano lievemente anche i prezzi dei servizi (-0,1%), mentre crescono gli alimentari (+1,4% m/m). Sulla variazione tendenziale, l'energia (in flessione a 18,9% da 25,5% precedente) spiega oramai solo il 20% dell'inflazione complessiva; rimane stabile al 4,4% il contributo dei servizi, mentre cresce l'apporto di beni industriali (6,7% da 6,4% di dicembre) ed alimentari (14,1% da 13,8%).

**Nel corso del 2023 l'inflazione è attesa continuare a calare** per via di effetti base favorevoli sulla componente energia e delle misure anti-rincarì varate da numerosi governi nazionali, che

saranno in vigore nella maggior parte dei maggiori paesi fino a fine 2023 (in Germania il cosiddetto "price cap" sarà effettivo da marzo 2023 ad aprile 2024). **A fine 2023, l'inflazione è vista ora solo di poco superiore al 2%.** Un ritorno stabile sotto la soglia BCE potrebbe registrarsi solo nella seconda metà del 2025. L'indice core BCE potrebbe essere vicino al picco (atteso a marzo, al 7,2%), ma potrebbe vedere un rientro più lento verso il 2% (solo verso la fine del 2025). In media annua, l'inflazione è attesa al 5,5% quest'anno dopo aver toccato l'8,4% nel 2022, mentre l'inflazione core dovrebbe accelerare al 5,9% dal 4,8% dello scorso anno.

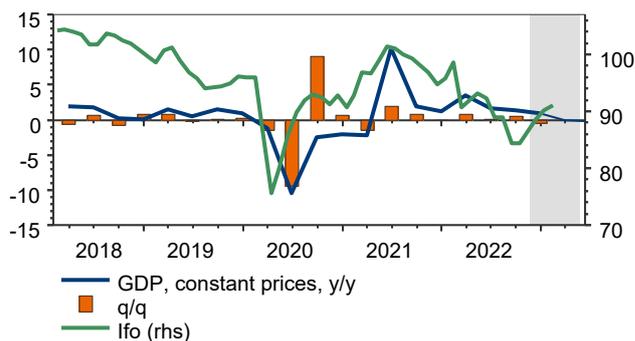
**Germania.** Il calo del PIL nel 4° trimestre del 2022 è stato rivisto al ribasso di due decimi a -0,4% t/t (0,9% a/a). La revisione suggerisce che l'economia ha perso ulteriore spinta a fine trimestre, come suggerito dai più recenti dati di produzione industriale, e lascia un'eredità statistica sfavorevole sull'inizio del 2023. È stata la domanda interna per consumi (-1% t/t) e investimenti (-2,5% t/t) a frenare la crescita, mentre le scorte e il canale estero hanno contribuito positivamente. L'apporto del commercio internazionale è sintesi di un calo delle importazioni superiore a quello delle esportazioni (-1,3% contro -1% t/t). L'economia tedesca chiude il 2022 in crescita dell'1,9% e dopo la contrazione del 4° trimestre una recessione tecnica a cavallo d'anno resta probabile, nonostante il recente recupero degli indici di fiducia. Vediamo una sostanziale stagnazione del PIL nell'anno in corso.

#### Nel 4° trimestre è stata la domanda interna a frenare la crescita, positivo l'apporto di scorte e esportazioni nette



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

#### Nonostante il recupero delle indagini di fiducia, un calo del PIL anche a inizio 2023 resta probabile



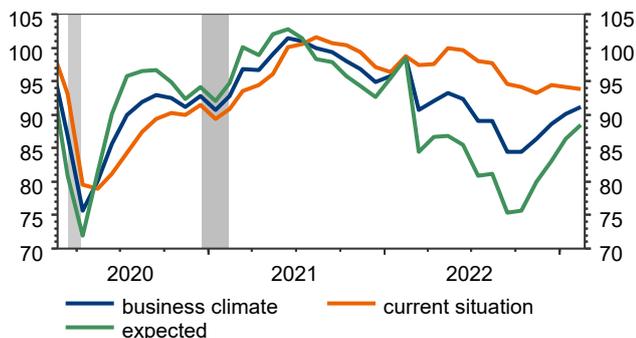
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, IFO

**Germania.** La **seconda lettura** ha confermato che a gennaio l'**inflazione** è salita all'8,7% dall'8,1% (rivisto al ribasso da 8,6%) di dicembre sul CPI, e calata al 9,2% dal 9,6% di dicembre sull'IPCA. I prezzi hanno registrato una crescita di un punto sull'indice nazionale e di 0,5% m/m sull'armonizzato UE. Come riportato da Destatis, il dato di gennaio introduce il passaggio all'anno base 2020 dal 2015. Inoltre, parte del calo visto sull'indice armonizzato è probabilmente il risultato di differenze nella revisione dei pesi per le due misure, che quest'anno sono state insolitamente significative. In particolare, il peso di "abitazione, acqua, elettricità e manutenzione ordinaria della casa", che è una delle componenti che ha registrato la maggiore crescita, è sceso dal 25% al 16,5% sull'IPCA. Lo spaccato sull'indice nazionale indica che le pressioni al rialzo sono arrivate principalmente dall'energia (a 23,1% da 20,3% precedente), data la crescita del 51,7% (+46,1% m/m) del gas naturale e del 26% (+63,9% m/m) per il teleriscaldamento; i prezzi dei prodotti alimentari sono aumentati del 20,2% rispetto all'anno precedente. Al netto di alimentari ed energia, l'indice registra una crescita tendenziale del 5,6%. L'indice generale seguirà un trend decrescente nel corso del 2023 ma la variabilità delle stime tedesche è amplificata dalla poca chiarezza sulle statistiche sui prezzi. Al momento stimiamo una crescita al 5,4% in media nel 2023 sull'indice armonizzato e al 5,9% sulla misura nazionale.

**Germania.** L'indice di fiducia delle imprese **IFO** ha fatto segnare il quinto rialzo consecutivo in febbraio, a 91,1 da 90,1 precedente. Il miglioramento è trainato ancora una volta dalla componente delle aspettative, cresciuta a 88,5 da 86,4 di gennaio, a fronte di un'ulteriore lieve

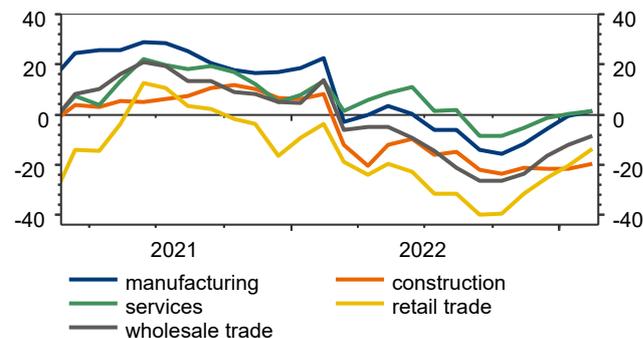
flessione della valutazione sulla situazione corrente (a 93,9 da 94,1). Sia l'indice sintetico che gli indicatori su situazione corrente e attese, benché al di sopra dei livelli medi di fine 2022, sono ancora in territorio recessivo. Difficilmente l'economia tedesca eviterà una recessione 'tecnica', ma la contrazione del PIL a inizio 2023 potrebbe risultare più lieve rispetto al -0,4% t/t di fine 2022.

### L'IFO cresce per il quinto mese in febbraio grazie al miglioramento delle aspettative



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

### Recupero di fiducia in tutti i settori, ma più lento per le costruzioni

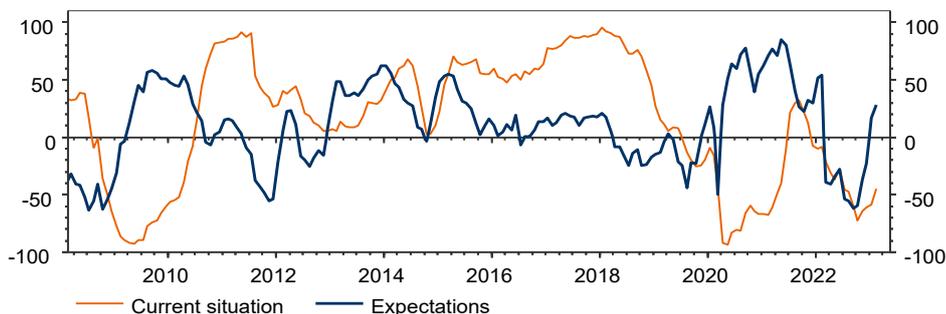


Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

**La fiducia è cresciuta per il quarto mese consecutivo nell'industria** (tornando su valori positivi, a 1,5 da -0,7), **ma anche nei servizi ha registrato un progresso** (a 1,3 da 0,2), che ha riportato l'indice al livello più alto da agosto. Nel commercio al dettaglio, il morale è tornato ai massimi da febbraio 2022 (-13,7 da -20,6), mentre **il sentiment nelle costruzioni** (a -19,6 da -21,7) mostra un recupero lento dopo l'ampio calo accumulato nei mesi scorsi. **La dinamica settoriale non sorprende** in quanto l'edilizia è tra i settori più sensibili alla restrizione monetaria, mentre industria, servizi e commercio dovrebbero aver beneficiato del calo dei prezzi energetici e delle misure fiscali di sostegno alla domanda interna.

**Germania.** L'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia, è migliorato per il quinto mese consecutivo a febbraio, a 28,1 da 16,9 precedente. Si tratta di un massimo dallo scoppio della guerra in Ucraina. L'aumento è dovuto soprattutto a migliori aspettative di profitto nel settore energetico e attese di aumento dei tassi di interesse. L'indice sulla situazione corrente, che storicamente si è rivelato un affidabile indicatore coincidente sui punti di svolta del ciclo, è salito a -45,1 da -58,6.

### ZEW: nuovo balzo delle aspettative a febbraio



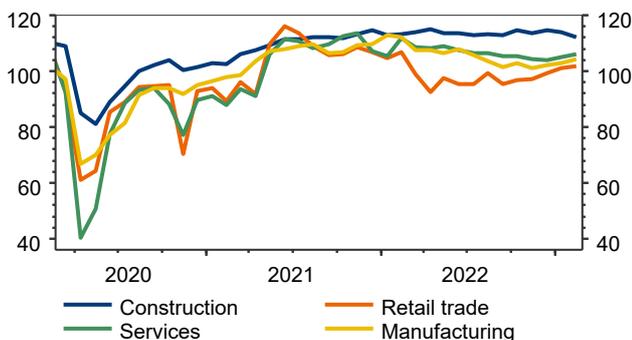
Fonte: ZEW

**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, da -3,6% m/m precedente) – spinti al rialzo dai prodotti petroliferi (+6,7% m/m), vista

la fine degli sconti sui carburanti, e dal gas (+7,9% m/m), a causa dell'allentamento delle misure governative – e dagli alimentari (+1,7% m/m); in senso opposto hanno agito invece i beni industriali non energetici, calati di -1,1% m/m a causa dei saldi invernali. Sul rialzo tendenziale di gennaio pesano ancora le componenti energia ed 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, come anche 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. La crescita tendenziale dei prezzi dovrebbe moderare intorno al 2,5% (sull'indice armonizzato) a fine 2023.

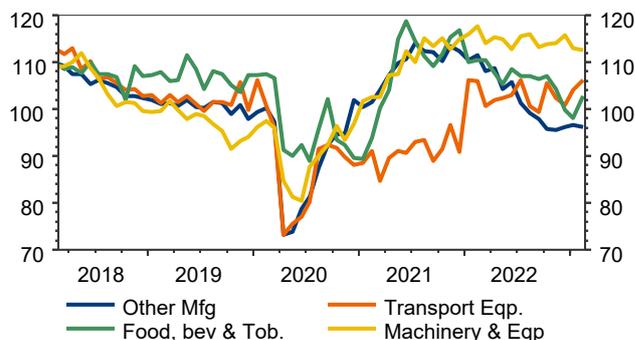
**Francia.** L'indice INSEE di **fiducia delle imprese manifatturiere**, a febbraio, ha riportato il terzo aumento mensile consecutivo, a 104 da 103, tornando al di sopra della media di lungo periodo e beneficiando del miglioramento dello scenario sia sul fronte dei prezzi dell'energia che delle difficoltà di approvvigionamento. Il morale è stato trainato nuovamente dal saldo delle opinioni circa la produzione passata, salito a 16 a febbraio da 11 il mese precedente (e da 8 a dicembre e zero a novembre) nonché da quello sugli ordinativi totali, che resta in negativo ma migliora a -14 da -16. Analogo progresso è stato riportato anche dai soli ordinativi esteri (a -10 da -12). E' migliorato, tornando a zero da -7 a gennaio, il saldo delle aspettative circa la produzione generale, mentre sono rimasti stabili, su valori ampiamente positivi (14), le aspettative sull'output a livello di singola impresa. L'indice composito di fiducia delle imprese ha riportato anch'esso un moderato progresso, a 103 da 102 di gennaio. L'indagine INSEE di febbraio ha dunque confermato il miglioramento delle prospettive sia per l'industria che per i servizi, mentre meno roseo è apparso l'outlook per le costruzioni, il settore maggiormente interest-sensitive. Il miglioramento è dovuto sia a fattori comuni al resto dell'Eurozona (il calo dei prezzi energetici e le minori difficoltà di approvvigionamento), sia al rientro di freni specifici per l'economia transalpina che avevano pesato soprattutto sul settore industriale nei mesi scorsi (chiusura degli impianti nucleari, scioperi nelle raffinerie). Sono in aumento i rischi al rialzo sulla nostra attuale previsione di crescita del PIL francese di 0,6% per quest'anno.

#### Il morale delle imprese è in ripresa in tutti i macro-settori con la sola eccezione delle costruzioni



Fonte: INSEE

#### Il recupero nel manifatturiero è trainato da alimentare e automotive



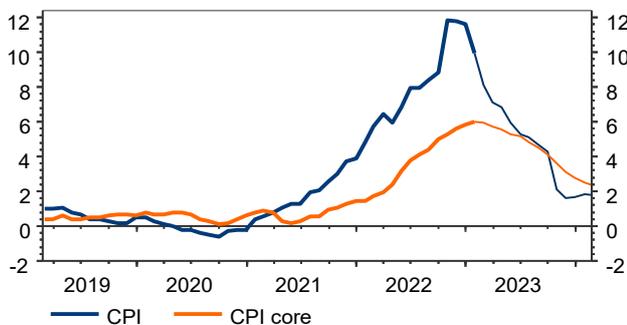
Fonte: INSEE

**Francia.** La **fiducia dei consumatori**, a febbraio, ha riportato un moderato calo a 82 da 83 del mese precedente (rivisto verso l'alto da 80). Il morale delle famiglie, su livelli storicamente depressi, ha riflesso un deterioramento dei giudizi circa la situazione finanziaria passata e futura, cui è corrisposto un miglioramento delle indicazioni sul risparmio (a 37 da 30). L'inflazione percepita negli ultimi 12 mesi tocca un nuovo massimo, mentre cala quella attesa. Infine, sono rimaste stabili a 83, per il terzo mese consecutivo, le opinioni relative ai timori di disoccupazione.

**Italia.** Istat ha **rivisto al ribasso la stima di inflazione di gennaio**, a 10% da 10,1% preliminare sul NIC (da 11,6% a dicembre) e a 10,7% da 10,9% sull'IPCA (da 12,3% del mese precedente). L'inflazione "di fondo" (al netto di energia e alimentari freschi) è stata confermata in

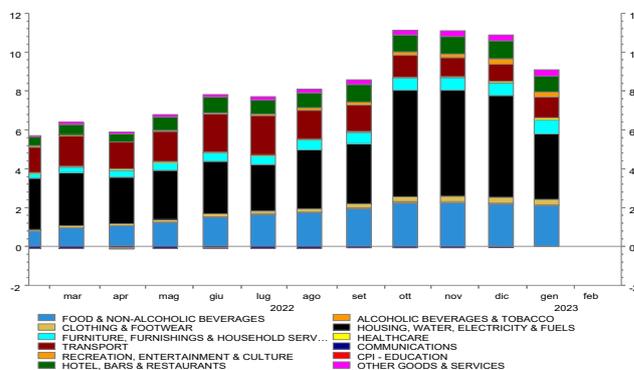
accelerazione a 6% da 5,8% sull'indice domestico, e rivista al ribasso a 6,6% da 6,8% sulla misura armonizzata (comunque in salita dal 6,5% di dicembre). Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 64,7% di giugno a 42,5%; -4,2% la variazione congiunturale) e, in particolare, a quella regolamentata, crollata a -12% a/a (-25,7% m/m) da 70,2% di dicembre, per effetto del calo nel mercato tutelato di energia elettrica (da 91,5% a 6,1%; -18,1% m/m) e gas di città e gas naturale (da 44,7% a -33,4%; -36% m/m); il rallentamento dei beni energetici è decisamente inferiore nel mercato libero (da 63,3% a 59,3% a/a; +0,5% m/m). I prezzi degli alimentari rallentano da 12,8% a 12,2% (+1% m/m), trainati dagli alimentari freschi (da 9,5% a 8% a/a; +0,6% m/m); restano stabili gli alimentari lavorati (14,9% a/a e 1,3% su base mensile). In gennaio registrano un aumento solo marginale i prezzi dei servizi (da 4,1% a 4,2%; +0,4% su base congiunturale). Il rallentamento dell'inflazione dovrebbe continuare nei prossimi mesi, guidato principalmente dall'energia. Ci aspettiamo un'inflazione pari in media annua al 5,7% nel 2023 e all'1,9% nel 2024 sull'IPCA; sul NIC, la media si attesterebbe al 5,1% nell'anno in corso e all'1,8% nel prossimo anno.

**L'inflazione italiana è su un trend decrescente, ma la discesa sarà lenta**



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Italia: l'energia spiega ora circa il 40% dell'inflazione**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Cina**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	feb	3.65	%	3.65
Tasso prime rate a 5 anni	feb	4.30	%	4.30

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

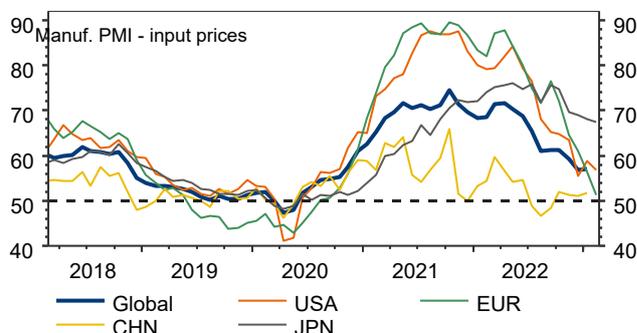
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



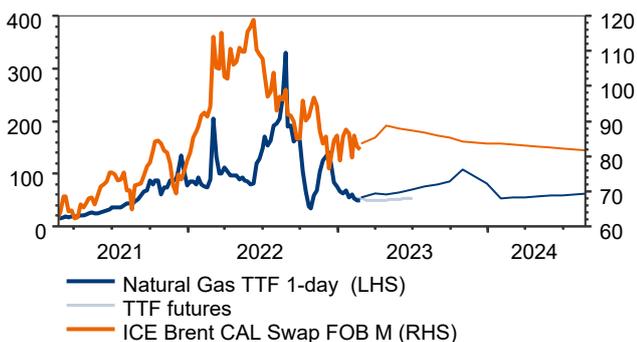
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



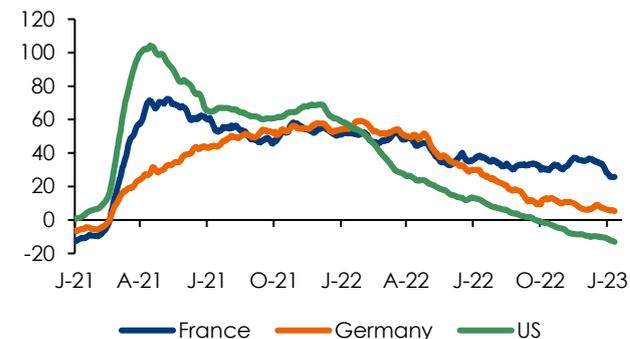
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



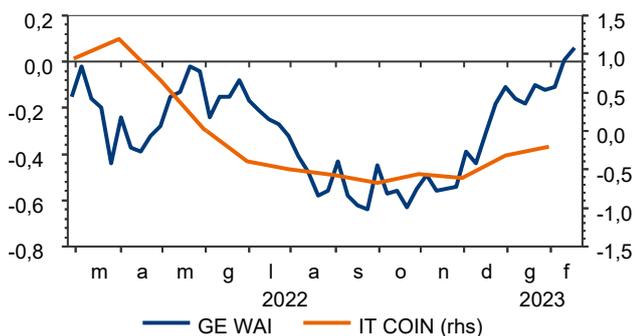
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

### Offerte di lavoro (variazione % a/a)



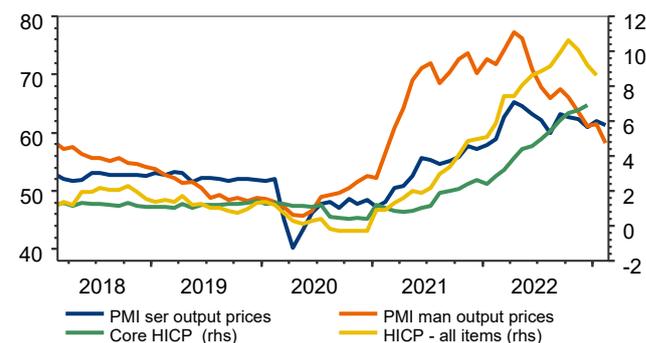
Fonte: Indeed Hiring Lab

### 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

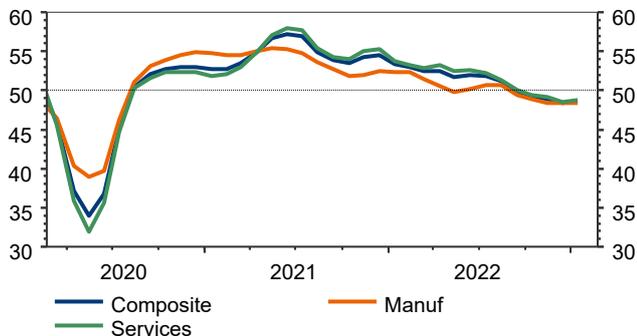
### Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

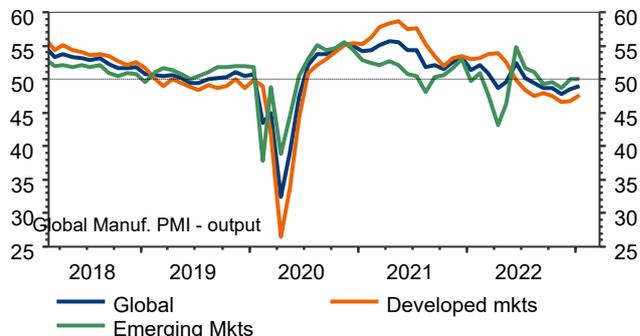
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



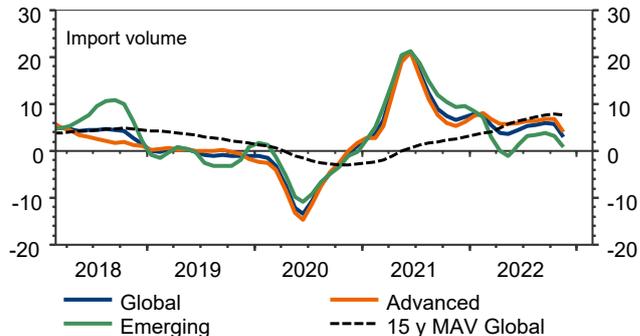
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



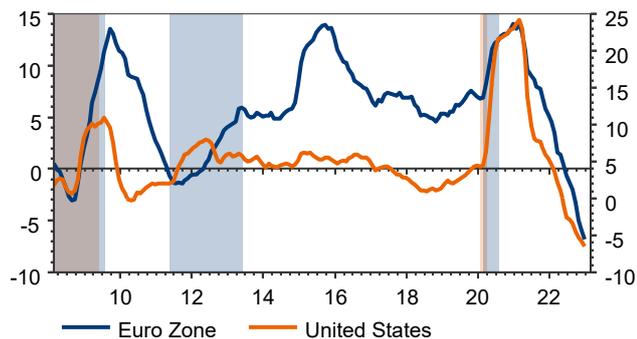
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



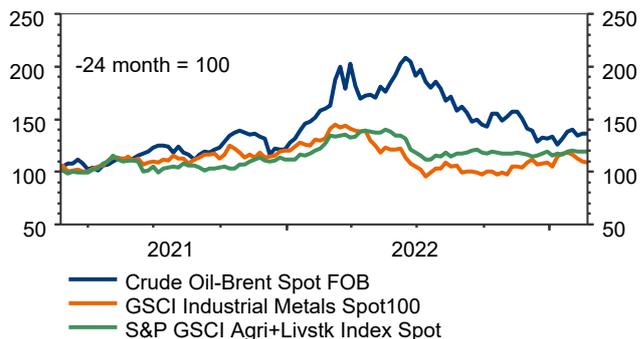
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

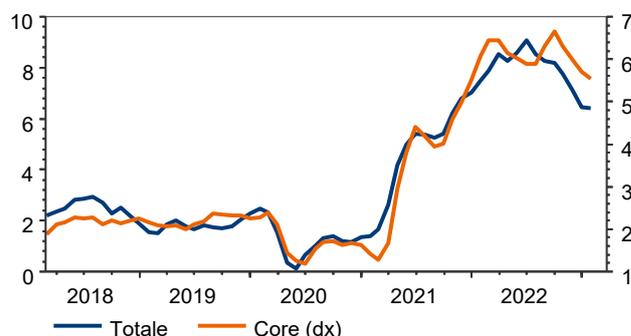
## Stati Uniti

### Indagini ISM



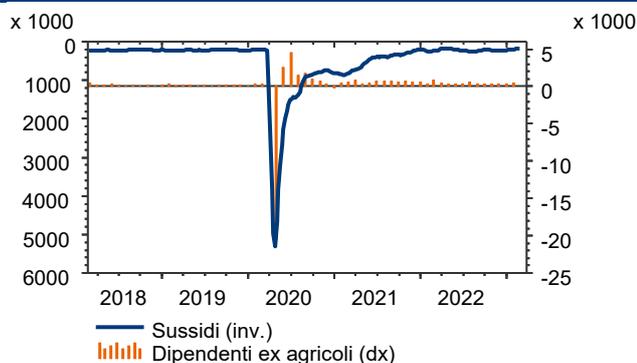
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

### CPI – Var. % a/a



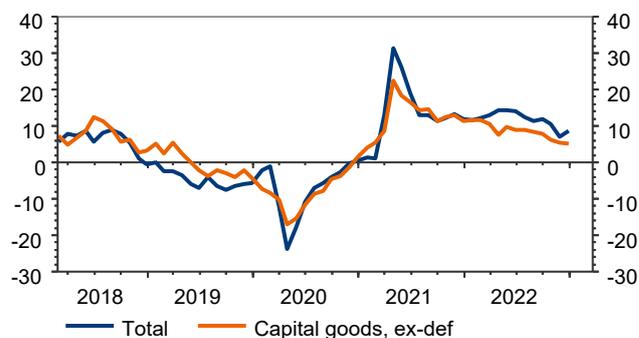
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

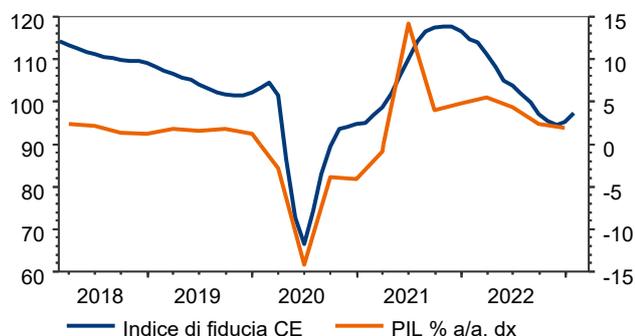
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022				2023			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.0	1.2	3.7	1.8	1.9	0.9	1.5	1.7	0.9	0.0
- trim./trim. annualizzato				-1.6	-0.6	3.2	2.7	0.6	0.2	0.0	-0.8
Consumi privati	2.8	1.5	1.3	1.3	2.0	2.3	1.4	2.5	0.8	0.4	0.1
IFL - privati non residenziali	3.8	2.2	2.1	7.9	0.1	6.2	3.3	4.2	-1.2	-0.2	0.5
IFL - privati residenziali	-10.7	-16.2	0.8	-3.1	-17.8	-27.1	-25.9	-15.0	-8.2	-6.0	-3.0
Consumi e inv. pubblici	-0.6	1.7	1.0	-2.3	-1.6	3.7	3.6	1.0	1.1	1.1	1.0
Esportazioni	7.2	4.5	4.7	-4.6	13.8	14.6	-1.6	4.5	4.2	0.9	3.3
Importazioni	8.2	0.0	3.5	18.4	2.3	-7.3	-4.2	3.5	2.5	0.6	2.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.4	-0.1	0.3	-2.1	-1.4	1.9	-1.3	-0.2	-0.3	-0.8
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-3.5	-3.7								
Deficit Pubblico (% PIL)	-4.5	-5.5	-6.2								
Debito pubblico (% PIL)	145.6	148.0	149.2								
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	-2.0	0.4	1.2	1.2	0.3	-0.6	-0.8	-1.1	-0.7	-0.2
Disoccupazione (%)	3.7	3.7	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.3	3.6	3.8	4.3

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

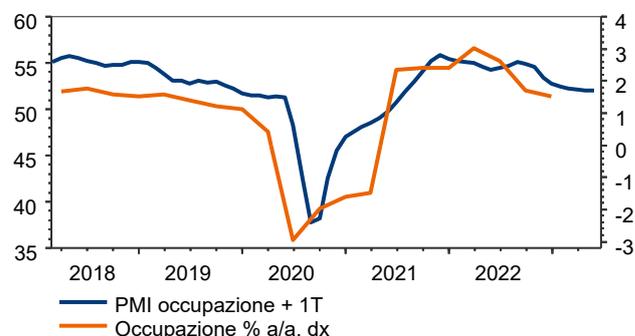
## Area euro

## PIL



Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2022	2023	2024
gennaio	5.1	8.6	2.1
febbraio	5.9	8.3	2.0
marzo	7.4	7.5	2.1
aprile	7.4	7.0	2.5
maggio	8.1	6.5	2.6
giugno	8.6	6.0	2.7
luglio	8.9	5.4	2.6
agosto	9.1	5.0	2.4
settembre	9.9	4.4	2.6
ottobre	10.6	3.3	2.5
novembre	10.1	2.4	2.6
dicembre	9.2	2.1	2.6

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	1.2	0.5	0.3	0.5
- t/t				0.6	0.9	0.3	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.3
Consumi privati	3.9	-0.1	1.4	0.0	1.1	0.8	-1.0	-0.5	0.2	0.5	0.4
Investimenti fissi	4.4	1.6	1.7	-0.7	1.0	3.6	0.0	-1.1	0.4	0.5	0.6
Consumi pubblici	1.3	1.1	0.8	0.1	-0.1	0.2	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2
Esportazioni	7.3	1.2	1.9	1.5	1.8	1.7	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.6
Importazioni	8.2	2.0	1.7	-0.7	2.2	4.2	-1.0	-0.1	0.1	0.3	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.4	0.4	-0.2	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	0.0	-0.3	-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	5.5	2.4	6.1	8.0	9.3	10.0	8.1	6.5	4.9	2.6
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

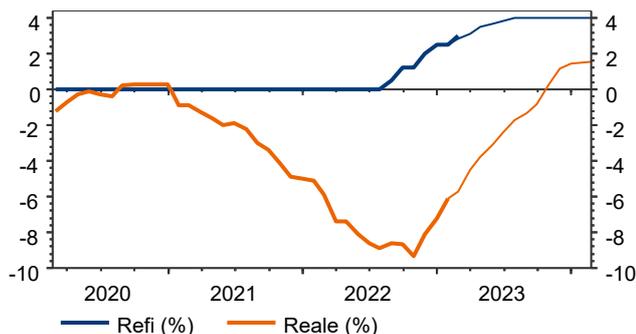
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	giu	set	dic	23/2	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	1.25	2.50	<b>3.00</b>	3.50	4.00	4.00	4.00
Euribor 1m	-0.51	0.68	1.88	<b>2.43</b>	2.68	3.42	3.54	3.52
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	<b>2.70</b>	2.93	3.58	3.63	3.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

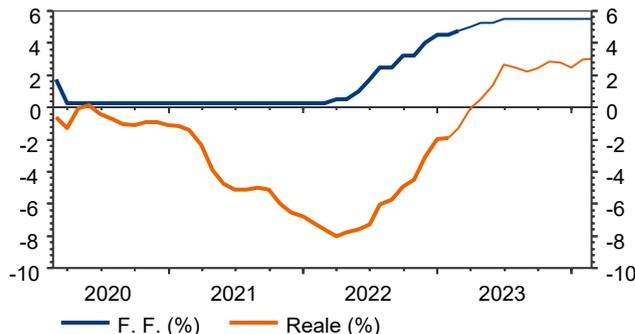


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	23/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	1.75	3.25	4.50	<b>4.75</b>	5.00	5.50	5.50	5.50
OIS 3m	2.18	3.66	4.61	<b>4.92</b>	4.95	5.37	5.41	5.41

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

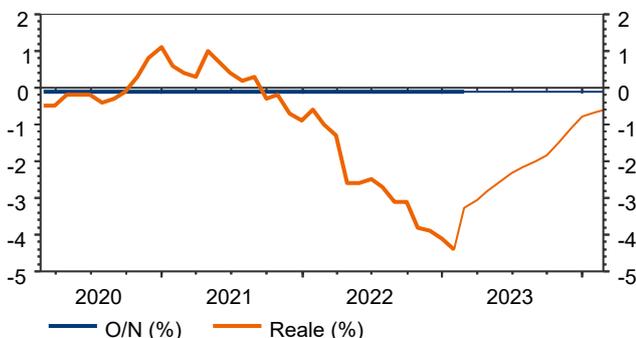


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	giu	set	dic	23/2	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.04	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

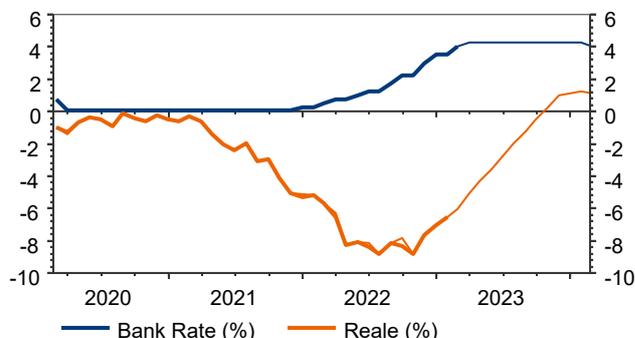


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	23/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	1.25	2.25	3.50	<b>4.00</b>	4.25	4.25	4.25	4.25
Libor GBP 3m	1.67	3.34	3.87	<b>4.25</b>	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	24/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.12	0.99	1.04	1.09	<b>1.0592</b>	1.08	1.10	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	106	116	137	138	130	<b>135.15</b>	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.41	1.33	1.18	1.21	1.23	<b>1.2016</b>	1.21	1.22	1.23	1.26	1.28
EUR/CHF	1.10	1.03	0.96	0.98	1.01	<b>0.9899</b>	0.99	1.01	1.02	1.04	1.05
EUR/JPY	129	128	136	144	141	<b>143.18</b>	143	140	139	137	136
EUR/GBP	0.86	0.83	0.84	0.86	0.88	<b>0.8815</b>	0.89	0.90	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