

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

I **dati preliminari di febbraio sull'inflazione nell'area euro** mostrano un calo dell'indice headline meno pronunciato delle attese, e un'intensificazione delle pressioni sulla dinamica sottostante. Ciò, assieme alla tenuta migliore del previsto del ciclo, configura rischi al rialzo sul sentiero atteso per i tassi BCE.

### I market mover della settimana

La settimana entrante in **area euro** vedrà la pubblicazione dei dati sull'attività industriale tedesca di gennaio che ci aspettiamo registrino un incremento sia per gli ordinativi che per la produzione, in linea con quanto emerso dalle indagini di fiducia. Le vendite al dettaglio dovrebbero mostrare un rimbalzo solo parziale nell'Eurozona a gennaio. In calendario anche le stime finali dell'inflazione tedesca di febbraio e del PIL area euro relativo al 4° trimestre, con la pubblicazione dello spaccato per componenti.

Negli **Stati Uniti** questa settimana l'agenda è quasi vuota, ma ha il market mover del mese. I dati del mercato del lavoro di febbraio saranno cruciali per lo scenario dell'economia e della politica monetaria del 1° semestre. La previsione è un aumento di 200 mila occupati non agricoli, con un modesto rialzo del tasso di disoccupazione a 3,5%, in linea con i livelli dell'autunno, ma senza segnali di significativo raffreddamento del mercato del lavoro. Il deficit commerciale di gennaio è atteso in ampliamento a -69 mld di dollari.

3 marzo 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

### International Research Network

**Silvia Guizzo**

Economista - Asia Ex Giappone

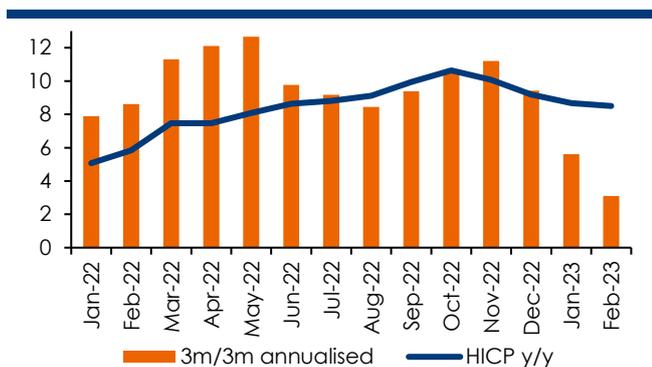
## Il punto

I **dati preliminari di febbraio sull'inflazione nell'area euro** mostrano un calo dell'indice headline meno pronunciato delle attese, e un'intensificazione delle pressioni sulla dinamica sottostante. Ciò, assieme alla tenuta migliore del previsto del ciclo, configura rischi al rialzo sul sentiero atteso per i tassi BCE.

- **Il calo dell'inflazione nell'area euro a febbraio, all'8,5% dall'8,6% di gennaio, è stato solo marginale e meno accentuato del previsto**, dopo la discesa più pronunciata vista nei due mesi precedenti. Inoltre, esso è **esclusivamente dovuto alla componente energia**, in rallentamento a 13,7% a/a dal 18,9% di gennaio (il picco è stato toccato a 41,5% lo scorso ottobre, in corrispondenza del massimo raggiunto dall'indice headline, a 10,6%). **La decelerazione dei prezzi energetici è attesa continuare nei prossimi mesi**, sia per via della stabilizzazione delle quotazioni delle materie prime, sia per i residui effetti delle misure introdotte dai governi nazionali (il cui impatto peraltro sarà via via meno decisivo nel corso del 2023, prima di cambiare di segno nel 2024).
- Soprattutto, i dati di febbraio segnalano che **le pressioni al rialzo sulla dinamica al netto dell'energia non mostrano ancora segnali di moderazione**. L'inflazione al netto dell'energia, e l'indice al netto di energetici e alimentari freschi, hanno toccato nuovi massimi storici, rispettivamente a 7,7% da 7,3% precedente, e a 7,4% da 7,1%. La variazione congiunturale dell'indice destagionalizzato al netto di energia e alimentari freschi è quasi sempre superiore al mezzo punto percentuale da circa un anno, e ha accelerato a 0,8% m/m in febbraio.
- In dettaglio, anzitutto **non accennano ad attenuarsi le tensioni sul food**, né sugli alimentari freschi (13,6% a/a da 11,3% di gennaio) né su quelli lavorati (15,5% a/a da 15% di gennaio). Nelle nostre stime, il ritardo di trasmissione dei prezzi energetici sulla filiera alimentare è piuttosto ridotto (2 mesi sugli alimentari freschi e 4 mesi sugli alimentari lavorati, la cui catena produttiva è particolarmente energivora). Poiché la domanda di beni alimentari è poco elastica, **un fattore di offerta importante come l'ampia variazione (al ribasso, negli ultimi mesi) dei costi energetici dovrebbe avere un impatto calmierante piuttosto ravvicinato sui prezzi alimentari** nei prossimi mesi.
- Per quanto riguarda i **beni industriali non energetici** (in accelerazione a 6,8% a/a a febbraio da 6,7% precedente), la principale novità degli ultimi mesi è rappresentata dall'**attenuazione dei colli di bottiglia nelle filiere produttive e dei trasporti a livello internazionale**, che ha preso avvio circa un anno fa e che è attesa trasmettersi sui listini dei beni manufatti con un ritardo che stimiamo in circa 3 trimestri. Pertanto, **anche per la dinamica dei beni industriali core ci aspettiamo che il punto di svolta sia piuttosto ravvicinato**, sebbene in questo caso possano avere maggiore rilevanza, rispetto ai beni alimentari, fattori di domanda (che potrebbero mantenere pressioni al rialzo, per i motivi che menzioneremo più avanti).
- **La componente che ci appare più lontana da un'inversione dai massimi è quella dei servizi**, in ampia accelerazione a febbraio (4,8% a/a da 4,4% precedente; +0,6% m/m sull'indice destagionalizzato, da un +0,4% m/m medio nei 12 mesi precedenti). **Sui servizi i fattori di offerta che hanno mostrato un'evoluzione favorevole negli ultimi mesi (calo dei prezzi del gas, attenuazione dei colli di bottiglia) avranno un impatto tutto sommato limitato, e conterà maggiormente l'evoluzione della domanda, che sta mostrando una tenuta migliore delle attese**. Infatti, grazie sia a prezzi del gas inferiori al previsto che all'effetto delle misure governative (che in molti Paesi sono state più generose e "generalizzate" di quanto dovuto, e di quanto suggerito dalla stessa Commissione UE), il calo del reddito disponibile reale delle famiglie è stato meno drammatico di quanto stimato qualche mese fa, anche sulla scia di un mercato del lavoro ancora robusto; inoltre i consumatori, almeno stando ai dati di qualche mese fa, sembravano poter disporre ancora di ampi bacini di risparmi, in gran parte in forma liquida, a cui attingere per far fronte alla contrazione del reddito. In tale contesto le aziende, al netto di dinamiche molto variegata per settore e per dimensione d'impresa, sembrano essere state in grado nella maggior parte dei casi di traslare a valle gli incrementi dei costi evitando una contrazione significativa dei margini. Non vi è al momento sufficiente evidenza che tale tendenza sia prossima a invertirsi, in particolare come detto nel settore dei servizi.

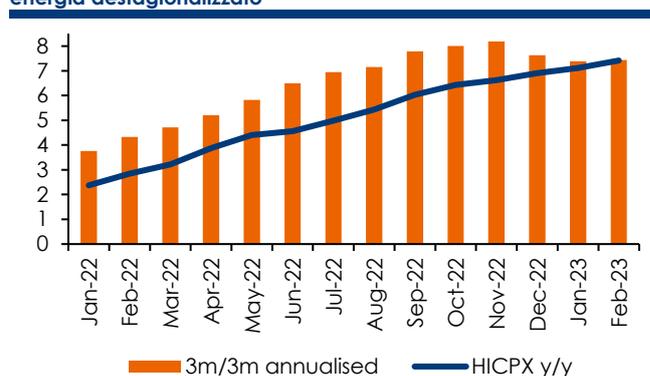
- **In sintesi, il rallentamento dell'inflazione headline è atteso proseguire nei prossimi mesi**, per via sia degli effetti base sull'energia, che di un probabile imminente punto di svolta per i beni alimentari. Nelle nostre stime, l'indice potrebbe attestarsi al 2,5% a fine anno, e scendere temporaneamente sotto il 2% tra 12 mesi; tuttavia, ci aspettiamo una risalita successiva (che porterebbe il tendenziale a fine 2024 a 3,5%) per effetto del venir meno dell'impatto delle misure calmieranti implementate dai governi nazionali. In media annua, l'inflazione è vista al 5,8% quest'anno e al 2,7% nel 2024.
- Viceversa, **gli ultimi dati ci inducono a spostare al rialzo, e in avanti, il punto di massimo atteso per la componente core** (vediamo ora un picco per l'indice al netto di energia e alimentari freschi ad aprile al 7,6%, con rischi al rialzo). Se, infatti, da un lato i beni industriali non energetici dovrebbero beneficiare in tempi piuttosto rapidi dell'attenuazione dei colli di bottiglia all'offerta, viceversa, per le ragioni sopra esposte, non vi è al momento sufficiente evidenza per vedere una significativa moderazione della dinamica dei prezzi nei servizi. Nel nostro profilo previsivo **vediamo un indice core BCE al 3,5% a fine 2023 e al 2,5% a fine 2024** (e in media d'anno pari a 6,1% quest'anno e 2,5% il prossimo).
- **I rischi sul nostro scenario previsivo restano al rialzo sulla componente core**: un modello di previsione basato su una PC aumentata con variabili che tengano conto dell'effetto di trasmissione dei rincari energetici indica un picco dell'inflazione al netto di energia e alimentari freschi a luglio poco sotto l'8% (anziché ad aprile al 7,6% come nello scenario base), seguito da un trend di discesa molto lenta che lascerebbe l'indice vicino al 7% a fine 2023; i modelli ARIMA (3,1,0), invece, segnalano un picco ad aprile (7,5% a/a) ma un'inflazione sottostante ancora sopra il 5% a dicembre 2023 (anziché a 3,5% come nel nostro baseline).
- In conclusione, i dati preliminari di febbraio sull'inflazione nell'area euro mostrano un calo dell'indice headline meno pronunciato delle attese e un'intensificazione delle pressioni sulla dinamica sottostante. Ciò, assieme alla tenuta migliore del previsto del ciclo, configura **rischi al rialzo sul sentiero da noi atteso per i tassi BCE** (+50pb alla riunione di marzo e altri +50pb entro giugno).

Fig. 1 – Dinamica dell'indice headline destagionalizzato



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fig. 2 – Dinamica dell'indice al netto di alimentari freschi ed energia destagionalizzato



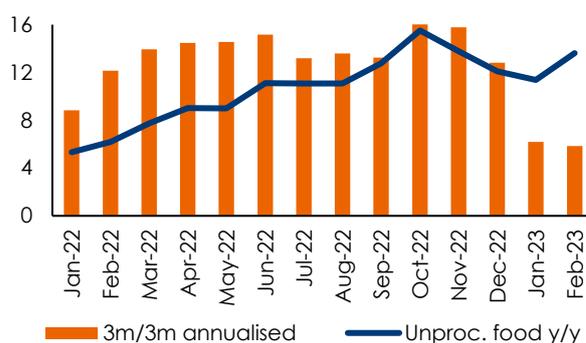
Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati BCE

**Fig. 3 – Dinamica dell'indice alimentari lavorati destagionalizzato**



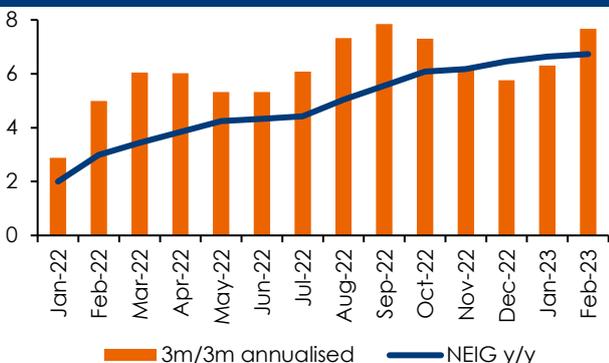
Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati BCE

**Fig. 4 – Dinamica dell'indice alimentari freschi destagionalizzato**



Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati BCE

**Fig. 5 – Dinamica dell'indice beni industriali non energetici destagionalizzato**



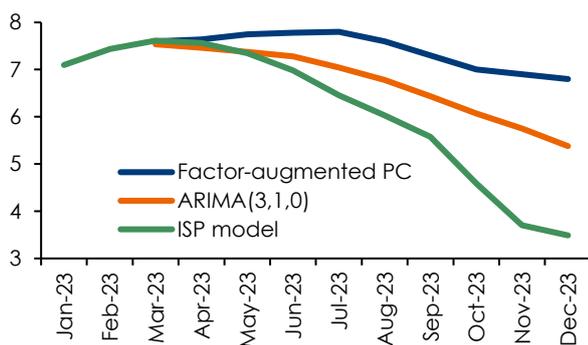
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati BCE

**Fig. 6 – Dinamica dell'indice servizi destagionalizzato**



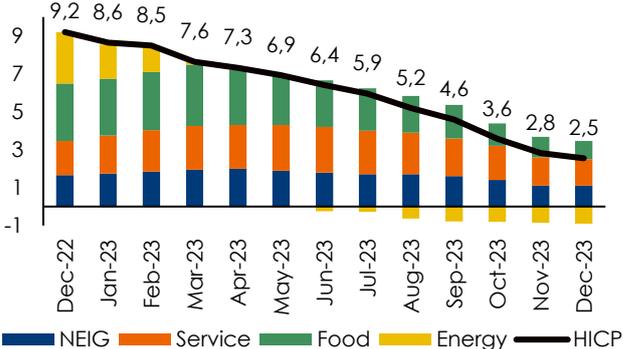
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati BCE

**Fig. 7 – Le stime di inflazione core ottenute da modelli previsionali alternativi evidenziano rischi verso l'alto nel breve periodo**



Nota: le nostre previsioni sono ottenute utilizzando il modello FA-PC con stagionalità moltiplicativa. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 8 – I servizi potrebbero essere l'ultima componente a registrare un'inversione di tendenza e forniranno il maggior contributo all'inflazione alla fine del 2023**



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

## I market mover della settimana

La settimana entrante in **area euro** vedrà la pubblicazione dei dati sull'attività industriale tedesca di gennaio che ci aspettiamo registrino un incremento sia per gli ordinativi che per la produzione, in linea con quanto emerso dalle indagini di fiducia. Le vendite al dettaglio dovrebbero mostrare un rimbalzo solo parziale nell'Eurozona a gennaio. In calendario anche le stime finali dell'inflazione tedesca di febbraio e del PIL area euro relativo al 4° trimestre, con la pubblicazione dello spaccato per componenti.

Negli **Stati Uniti** questa settimana l'agenda è quasi vuota, ma ha il market mover del mese. I dati del mercato del lavoro di febbraio saranno cruciali per lo scenario dell'economia e della politica monetaria del 1° semestre. La previsione è un aumento di 200 mila occupati non agricoli, con un modesto rialzo del tasso di disoccupazione a 3,5%, in linea con i livelli dell'autunno, ma senza segnali di significativo raffreddamento del mercato del lavoro. Il deficit commerciale di gennaio è atteso in ampliamento a -69 mld di dollari.

### Lunedì 6 marzo

#### Area euro

■ **Area euro.** Dopo la pesante flessione di dicembre le **vendite al dettaglio** dovrebbero risultare poco più che stagnanti a gennaio. Stimiamo un incremento di 0,6% m/m (-2,6% a/a) da un precedente -2,7% m/m. La fiducia di consumatori ed esercenti ha recentemente recuperato dai minimi dei mesi scorsi ma ci aspettiamo che le spese private rimangano deboli a inizio 2023, appesantite da pressioni inflattive ancora severe.

### Martedì 7 marzo

#### Area euro

■ **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi crescere marginalmente a gennaio (0,5% m/m) dopo il recupero del 3,2% m/m visto a dicembre. Le indagini IFO e PMI hanno del resto confermato una domanda debole nei primi mesi del 2023.

### Mercoledì 8 marzo

#### Area euro

■ **Area euro.** Dopo la revisione al ribasso dei dati tedesco e irlandese ci aspettiamo che la crescita del **PIL** nel 4° trimestre del 2022 venga limata di un decimo, a zero. Lo spaccato delle componenti dovrebbe registrare un calo della domanda interna, diffuso a consumi e investimenti, a fronte di un contributo positivo da parte di scorte e esportazioni nette. L'apporto del canale estero dovrebbe essere dovuto ad un ampio calo delle importazioni a fronte di un export sostanzialmente stagnante. Dal lato dell'offerta la tenuta dei servizi dovrebbe aver compensato il freno proveniente dall'industria.

■ **Germania.** La **produzione industriale** è attesa entrare nel 2023 con una crescita di almeno +1,5% m/m dopo il forte calo di dicembre (-3,1% m/m). Dovrebbe trattarsi di una normalizzazione più che di un'inversione di tendenza dal momento che l'indagine settoriale della Commissione UE e i PMI hanno mostrato una tenuta dell'attività industriale nei primi mesi del 2023. Se confermato, il dato di gennaio lascerebbe la produzione industriale in rotta per una marginale contrazione nel trimestre in corso, dopo il -0,7% di fine 2022.

#### Stati Uniti

■ La **bilancia commerciale** di gennaio dovrebbe registrare un deficit di -69 mld, dopo -67,4 mld di dicembre. La bilancia commerciale dei beni di gennaio (prel.) ha mostrato incrementi dell'export e dell'import di 4,2% m/m e 4,9% m/m rispettivamente.

**Venerdì 10 marzo****Area euro**

■ **Germania.** La **stima finale** dei **prezzi al consumo** dovrebbe confermare la crescita di +0,8% m/m sulla misura nazionale e di +1% su quella armonizzata. La tendenza annua dovrebbe essere confermata stabile all'8,7% a/a sul CPI ed in salita al 9,3% a/a dal 9,2% di gennaio sull'indice armonizzato UE. L'inflazione core BCE dovrebbe mostrare un aumento a febbraio dopo il calo di gennaio, data la crescita da servizi ed alimentari lavorati in occasione della prima lettura. Stimiamo un'inflazione tedesca poco sotto il 6% in media nel 2023 (sull'indice armonizzato), dall'8,7% del 2022.

**Stati Uniti**

■ L'employment report di febbraio sarà cruciale per lo scenario dell'economia e dei tassi dei prossimi trimestri, dopo le sorprese straordinariamente positive di gennaio. I **nonfarm payrolls** dovrebbero ritornare in linea con i livelli dell'autunno, e registrare una variazione di 200 mila posti. Il dato preliminare di gennaio dovrebbe essere rivisto verso il basso da 517 mila. Oltre ai nonfarm payrolls, altri dati generalmente meno seguiti andranno monitorati per convalidare o negare i segnali di riaccelerazione di inizio anno, in particolare le ore lavorate, gli occupati a tempo pieno e parziale. Il **tasso di disoccupazione** è previsto in rialzo modesto, a 3,5% da 3,4% di gennaio, con la partecipazione circa stabile. I **salari orari** dovrebbero essere in rialzo di 0,3% m/m. Le indicazioni dei dati di attività e inflazione hanno messo in dubbio i trend in calo visti in autunno e, con un inizio d'anno in riaccelerazione, saranno necessari diversi mesi di informazioni per convalidare le tendenze per i prossimi trimestri.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (6 – 11 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 6/3	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		gen	-2.7	%	1.3
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		gen	1.8	%	
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	gen	prel 0.7	%	
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	gen	prel -4.6	%	
Mar 7/3	04:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	feb	78.0	Mld \$	80.9
	04:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	feb	-9.9	%	-10.0
	04:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	feb	-7.5	%	-5.3
	09:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	gen	3.2	%	-0.2
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		gen	0.6	%	
Mer 8/3	00:00	CN	Riserve in valuta estera		feb	3.184	1000Mld \$	3.160
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	gen	-3.1	%	1.5
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	gen	-5.3	%	2.0
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		gen	-6.4	%	
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		gen	3.4	%	
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T4	prel 0.1	%	0.0
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		feb	106	x1000	168
	14:30	USA	Bilancia commerciale		gen	-67.4	Mld \$	-68.8
Gio 9/3	00:50	GIA	PIL t/t finale	*	T4	prel 0.2	%	0.2
	00:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T4	prel 0.6	%	0.8
	02:30	CN	CPI a/a	*	feb	2.1	%	
	02:30	CN	PPI a/a	*	feb	-0.8	%	
	02:30	CN	CPI m/m		feb	0.8	%	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	190	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.655	Mln	
	Ven 10/3	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	gen	-1.3	%
08:00		GER	IPCA m/m finale	*	feb	prel 1.0	%	1.0
08:00		GER	CPI m/m finale	*	feb	prel 0.8	%	0.8
08:00		GER	CPI a/a finale		feb	prel 8.7	%	8.7
08:00		GER	IPCA a/a finale		feb	prel 9.3	%	9.3
08:00		GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		gen	-19.3	Mld £	
08:00		GB	Produzione industriale m/m	*	gen	0.3	%	-0.1
08:00		GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		gen	-7.5	Mld £	
14:30		USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	feb	517	x1000	200
14:30		USA	Salari orari m/m		feb	0.3	%	0.3
14:30		USA	Tasso di disoccupazione	**	feb	3.4	%	3.5
Sab 11/3		00:00	CN	M2 a/a	*	feb	12.6	%
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	feb	5980	Mld ¥ CN	
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	feb	4900	Mld ¥ CN	

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 (6 – 10 marzo)

Data	Ora	Paese	*	Evento
Mar 7/3	16:00	USA	*	Powell (Fed) presenta al Senato il rapporto semestrale sulla politica monetaria
Mer 8/3	10:30	GB		Discorso di S. Dhingra (BoE)
	11:00	EUR	*	Discorso di Lagarde (BCE)
	16:00	USA	*	Audizione di Powell di fronte alla Commissione Affari Finanziari della Camera
Gio 9/3	16:00	USA		Discorso di Barr (Fed)
	18:30	EUR		Discorso di Vujcic (BCE)
Ven 10/3		BEL		Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano del Belgio
		POR		S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano del Portogallo
		GIA	*	Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	gen	5.1 (5.6)	%	-4.0	-4.5
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	gen	-0.4 (-0.2)	%	0.0	0.7
Bilancia commerciale prelim	gen	-89.67	Mld \$		-91.50
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	dic	6.8	%	5.8	4.6
Indice dei prezzi delle case m/m	dic	-0.1	%		-0.1
PMI (Chicago)	feb	44.3		45.0	43.6
Fiducia consumatori (CB)	feb	106.0 (107.1)		108.5	102.9
Markit PMI Manif. finale	feb	47.8			47.3
Spesa in costruzioni	gen	-0.7 (-0.4)	%	0.2	-0.1
Indice ISM manifatturiero	feb	47.4		48.0	47.7
Richieste di sussidio	settim	192	x1000	195	190
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.660 (1.654)	Mln	1.665	1.655
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T4	1.1	%	1.6	3.2
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T4	3.0	%	2.6	1.7
Markit PMI Composito finale	feb	50.2			
Markit PMI Servizi finale	feb	50.5			
Indice ISM non manifatturiero composito	feb	55.2		54.5	

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

L'**ISM manifatturiero** di febbraio ha registrato un incremento solo marginale, a 47,7, da 47,4 di gennaio, al di sotto delle aspettative di consenso e sempre sui minimi da maggio 2020. L'indagine mostra contrazione per la produzione e gli ordini, mentre l'indice dell'occupazione si mantiene modestamente sopra 50. I dettagli dell'ISM sono in contrasto con le indicazioni positive della produzione manifatturiera di gennaio e con l'aumento degli ordini di beni durevoli, e lasciano per ora irrisolta la divergenza fra le informazioni dei dati e quelle delle indagini.

Gli **ordini di beni durevoli** di gennaio hanno registrato una contrazione di -4,5% m/m, dopo +5,1% m/m di dicembre, sulla scia di un'elevata volatilità del comparto dell'aeronautica civile. Al netto dei trasporti, gli ordini e le consegne sono in rialzo di 0,7% m/m e 0,8% m/m, rispettivamente. Gli ordini e le consegne di beni capitali al netto di difesa e aerei rimbalzano di 0,8% m/m e 1,1% m/m, rispettivamente, dopo due mesi consecutivi di flessioni, con indicazioni di ripresa degli investimenti a inizio 2023.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a febbraio è calata per il secondo mese consecutivo, a 102,9 da 106 di gennaio, contro attese per un modesto recupero. L'indagine mostra un miglioramento delle condizioni correnti, a 152,8 da 151,1, mentre le aspettative sono in flessione a 69,7 da 76 di gennaio. L'indice delle aspettative è stato al di sotto di 80 per 11 degli ultimi 12 mesi: storicamente aspettative inferiori a 80 sono state associate a una recessione entro un anno. Il deterioramento della fiducia è concentrato nelle coorti comprese fra 35 e 54 anni e nelle fasce di reddito oltre la mediana. L'indagine rileva un ritracciamento delle aspettative di inflazione. La valutazione del mercato del lavoro corrente migliora, ma peggiora per il medio termine. Pertanto, l'indagine, complessivamente dà indicazioni miste per lo scenario economico e per il sentiero dei tassi.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	gen	3.8	%	4.0	6.3
Produzione industriale m/m prelim	gen	0.3	%	-2.6	-4.6
PMI manifatturiero finale	feb	47.4			47.7
Fiducia delle famiglie	feb	31.0			31.1
Job to applicant ratio	gen	1.36 (1.35)		1.36	1.35
Tasso di disoccupazione	gen	2.5	%	2.5	2.4

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

La **produzione industriale** a gennaio ha registrato una contrazione di -4,6% m/m dopo 0,2% m/m di dicembre, spinta da auto, macchinari ed elettronica. Le previsioni delle imprese per i prossimi mesi sono positive, con rimbalzi attesi di 8% m/m e 0,7% m/m rispettivamente per febbraio e marzo, mentre il METI stima una variazione di 1,3% m/m a febbraio. La debolezza dei dati di gennaio è in parte ascrivibile alla stagionalità del Capodanno cinese. Utilizzando le previsioni del METI per febbraio, la produzione industriale del 1° trimestre dovrebbe essere in calo su base trimestrale per la seconda volta consecutiva.

Le **vendite al dettaglio** di gennaio hanno sorpreso verso l'alto, con una variazione di 6,3% a/a e di 1,9% m/m in termini nominali, gonfiata da un significativo effetto prezzi, ma con indicazioni positive per i consumi a inizio anno.

#### Area euro

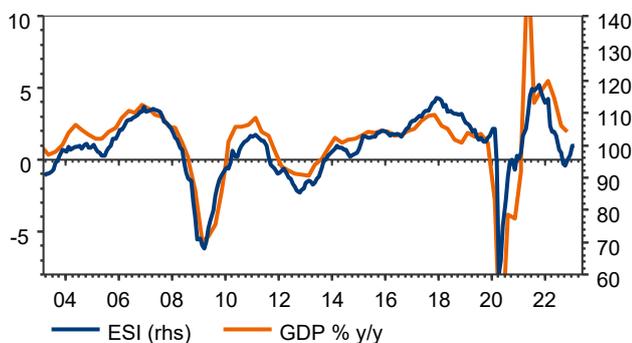
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
BEL	PIL t/t finale	T4	0.1	%		0.1	
EUR	M3 dest. a/a	gen	4.1	%	3.9	3.5	
EUR	Fiducia consumatori finale	feb	-19.0		-19.0	-19.0	
EUR	Fiducia servizi	feb	10.4	(10.7)	12.4	9.5	
EUR	Fiducia industria	feb	1.2	(1.3)	2.0	0.5	
EUR	Indice di fiducia economica	feb	99.8	(99.9)	101.0	99.7	
EUR	PMI manifatturiero finale	feb	48.5		48.5	48.5	
EUR	CPI a/a stima flash	feb	8.6	%	8.2	8.5	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	feb	7.1	%		7.4	
EUR	Tasso di disoccupazione	gen	6.7	(6.6)	%	6.6	
EUR	PMI servizi finale	feb	53.0		53.0	52.7	
EUR	PMI composito finale	feb	52.3		52.3	52.0	
EUR	PPI a/a	gen	24.6	%	17.7	15.0	
FRA	Spese per consumi m/m	gen	-1.6	(-1.3)	%	0.4	1.5
FRA	IPCA a/a prelim	feb	7.0		%	7.0	7.2
FRA	PMI manifatturiero finale	feb	47.9			47.9	47.4
FRA	Produzione industriale m/m	gen	1.5	(1.1)	%	0.1	-1.9
FRA	PMI servizi finale	feb	52.8			52.8	53.1
GER	Prezzi import a/a	gen	12.6		%	6.3	
GER	Tasso di disoccupazione	feb	5.5		%		5.5
GER	Variazione n° disoccupati	feb	-15	x1000			2
GER	PMI manifatturiero finale	feb	46.5			46.5	46.3
GER	IPCA m/m prelim	feb	0.5		%	0.7	1.0
GER	IPCA a/a prelim	feb	9.2		%	9.0	9.3
GER	CPI (Lander) a/a prelim	feb	8.7		%	8.5	8.7
GER	CPI (Lander) m/m prelim	feb	1.0		%	0.6	0.8
GER	Bilancia commerciale destag.	gen	10.0	Mld €		11.0	16.7
GER	PMI servizi finale	feb	51.3			51.3	50.9
ITA	Fiducia consumatori	feb	100.9				104.0
ITA	Indice di fiducia delle imprese	feb	102.8	(102.7)			102.8
ITA	Fatturato industriale a/a	dic	11.4	(11.5)	%		14.9
ITA	Fatturato industriale m/m	dic	0.9		%		0.7
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	gen	4.08	Mld €			-1.36
ITA	PMI manifatturiero	feb	50.4			51.0	52.0
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	gen	7.8		%	7.8	7.9
ITA	IPCA m/m prelim	feb	-1.5		%	-0.4	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	feb	10.0		%	8.8	9.2
ITA	IPCA a/a prelim	feb	10.7		%	9.4	9.9
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	feb	0.1		%		0.3
ITA	PMI servizi	feb	51.2			53.1	51.6
ITA	PIL a/a finale	T4	1.7		%	1.7	1.4
ITA	PIL t/t finale	T4	-0.1		%	-0.1	-0.1
SPA	IPCA a/a prelim	feb	5.9		%	5.5	6.1

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

**Area euro.** L'**inflazione** è calata marginalmente a febbraio, all'8,5% da 8,6% di gennaio; il dato è stato più alto delle attese di consenso (8,2%). Di contro, è cresciuta ancora l'inflazione core al netto di energetici e alimentari freschi, che ha toccato un nuovo massimo al 7,4% dal 7,1% precedente. Nel mese, i prezzi al consumo sono aumentati di 0,8% m/m mentre l'indice core è cresciuto di 0,9% m/m. L'aumento congiunturale di febbraio è trainato dai beni alimentari (+1,6% m/m), spinti al rialzo dagli alimentari freschi (+3,4% m/m). Sul mese crescono anche i beni industriali non energetici (+0,8% m/m) e i servizi (+0,9% m/m); in calo invece l'energia (-1,1% m/m). Sulla variazione tendenziale, gli alimentari incidono per circa un terzo all'inflazione complessiva; cresce il contributo di beni industriali (in accelerazione a 6,8% da 6,7%) e servizi (4,8% da 4,4%), mentre continua il rallentamento della componente energetica, passata al 13,7% dal 18,9% di gennaio. In sintesi, il rallentamento dell'inflazione dell'Eurozona a febbraio è stato meno accentuato del previsto, e gli indici core segnalano anzi un aumento delle pressioni sulla dinamica sottostante.

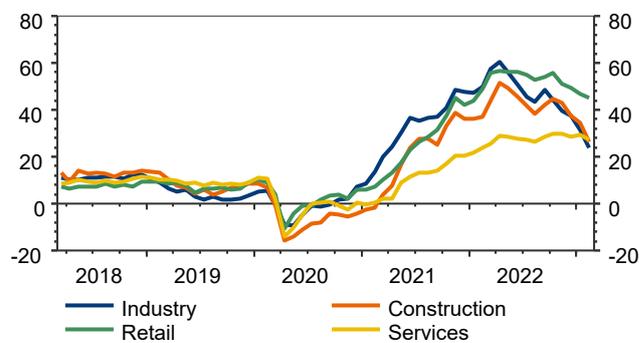
**Area euro.** Le indagini di fiducia della Commissione Europea hanno sorpreso al ribasso a febbraio, con l'indice composito **ESI** circa stabile a 99,7 da un precedente 99,8 (rivisto da 99,9) e flessioni diffuse a industria (0,5 da 1,2) e servizi (9,5 da 10,4). Tuttavia, nonostante la marginale correzione di febbraio, la fiducia resta su livelli superiori a quelli toccati in media nel 4° trimestre del 2022 suggerendo la presenza di rischi verso l'alto sulla nostra stima di lieve contrazione del PIL a inizio 2023. Le aspettative sui prezzi di vendita nella manifattura sono scese ai minimi da marzo 2021 e sono ora inferiori rispetto a quelle registrate nei servizi, dove la tendenza di calo appare meno pronunciata. I minori costi energetici e le minori tensioni lungo le filiere produttive sono coerenti con un rallentamento dell'inflazione dei beni industriali nei prossimi mesi mentre per quanto riguarda i servizi la tenuta della domanda e l'incertezza sulle negoziazioni salariali suggeriscono la presenza di rischi al rialzo.

#### Nonostante la marginale correzione di febbraio l'ESI resta superiore ai livelli medi del trimestre precedente



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

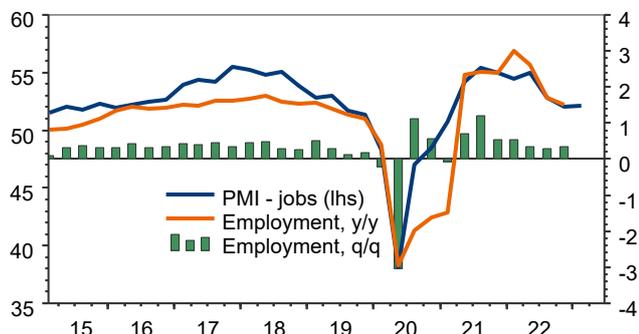
#### Le aspettative sui prezzi di vendita sono ora più elevate nei servizi rispetto all'industria



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

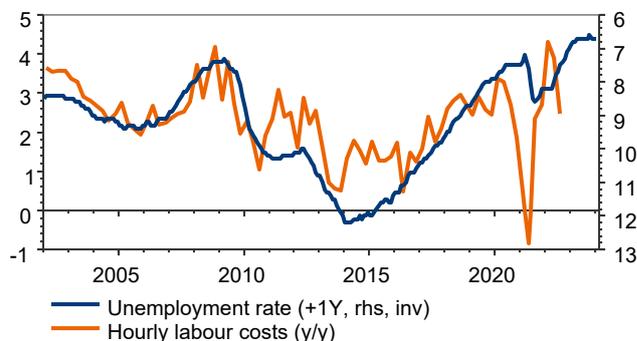
**Area euro.** A gennaio le persone in cerca di occupazione sono aumentate di 40 mila ma il **tasso di disoccupazione** è rimasto stabile al 6,7% dopo che i dati dei mesi precedenti sono stati rivisti al rialzo di un decimo. Il mercato del lavoro resta teso e le intenzioni di assunzione delle imprese restano espansive, inoltre la tenuta del ciclo migliore delle attese suggerisce che nei prossimi mesi non dovremmo assistere a significativi incrementi del tasso dei senza-lavoro. Le condizioni occupazionali dovrebbero perciò continuare ad esercitare pressioni al rialzo sulle retribuzioni anche se per il momento non vediamo ancora segnali di surriscaldamento.

**Le intenzioni di assunzione delle imprese restano espansive**



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

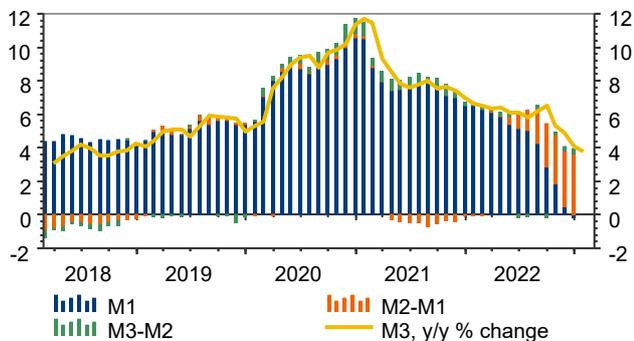
**Le condizioni occupazionali sono compatibili con un'accelerazione dei salari nel corso del 2023**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

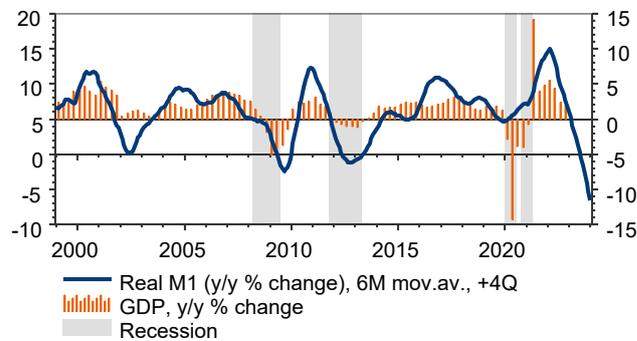
**Area euro.** A gennaio la crescita di **M3** ha rallentato più del previsto a 3,5% a/a da un precedente 4,1%. I dati suggeriscono che la restrizione monetaria sta iniziando a trasmettersi al credito, si registra infatti una decelerazione del credito diffuso a consumatori (3,6% da 3,8%) e imprese (6,1% da 6,3%). L'analisi delle componenti evidenzia come per la prima volta dall'inizio delle rilevazioni nel 1981, M1 sia scesa in territorio negativo a -0,7% a/a da 0,6% di dicembre a fronte di un'accelerazione per M2-M1 (15,1% da 14%) segnale di uno spostamento di fondi verso forme di attività meno liquide ma a maggior rendimento, verosimilmente in scia a tassi di interesse più elevati.

**Contributi alla crescita di M3**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

**La crescita di M1 è negativa sia in termini reali che nominali e segnala rischi al ribasso sulla crescita**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

**Area euro.** A gennaio il **PPI** è sceso più delle attese, di -2,8% m/m da un precedente 1,1% m/m ma la flessione è spiegata interamente dal calo dei prezzi dell'energia a fronte di una decisa riaccelerazione per i costi dei beni non energetici (l'indice al netto della componente energetica è salito di 1,1% m/m da 0% di dicembre, il ritmo più elevato da maggio dello scorso anno). Si registrano infatti robusti incrementi per tutte le componenti e non soltanto quella alimentare che aveva trainato i rincari nei mesi scorsi: i beni intermedi salgono di 0,8% da -0,5%, quelli strumentali di 1,2% da 0,3% mentre quelli di consumo durevoli e non durevoli crescono rispettivamente di 1,6% da 0,4% e 1,5% da 0,5%. La variazione annua rallenta al 15% da 24,5% (11,1% da 12,4% escludendo l'energia) grazie anche ad effetti base favorevoli ma i ritmi di crescita congiunturali suggeriscono che nonostante i minori costi energetici e la normalizzazione delle strozzature all'offerta le pressioni a monte delle filiere produttive restano severe e destinate a scaricarsi sui prezzi al consumo anche nei prossimi mesi.

**Germania.** A febbraio, **l'inflazione è risultata stabile all'8,7% a/a** sul CPI, mentre è salita **al 9,3% a/a** dal 9,2% di gennaio sull'indice armonizzato UE. Lo spaccato parziale dell'indice dei prezzi al consumo su base nazionale pubblicato da Destatis suggerisce come l'accelerazione di alimentari (a 21,8 da 20,2% precedente) e servizi (a 4,7% da 4,5% di gennaio) sia stata spazzata dal rallentamento della componente energia (a 19,1% a/a da 23,1%). Rimane stabile al 2% a/a l'inflazione degli affitti. L'inflazione core, che sarà rilasciata in occasione della seconda lettura, dovrebbe mostrare un aumento a febbraio, dopo il calo di gennaio. La variazione congiunturale è stata di +0,8% m/m sulla misura nazionale e di +1% su quella armonizzata, quest'ultima cresciuta sopra le attese. **La stima flash dai Länder indica che il rialzo viene soprattutto da alimentari e pacchetti vacanze**, saliti, ad esempio, del 2,8% m/m e del 9,6% m/m in Sassonia. Nel complesso, i servizi sembrano mostrare i primi effetti della trasmissione dei rincari di energia e alimentari e dei costi del personale. Da marzo l'inflazione sarà frenata dal pieno impatto delle misure calmieranti introdotte dal governo e da effetti base legati alla componente energia. L'incertezza è maggiore sull'indice core, dal momento che un wage *drift* positivo anche nel 2024 potrebbe innescare effetti di seconda battuta. **Ci aspettiamo che l'inflazione nazionale scenda al 6%, in media annua, nel 2023, dal 6,9% dell'anno precedente.**

**Germania.** **Il tasso di disoccupazione si è attestato al 5,5% a febbraio**, stabile da agosto 2022. Le indagini suggeriscono che la domanda di lavoro sta rallentando ma i dati sono ancora coerenti con una modesta crescita dell'occupazione: nel nostro scenario centrale l'aumento del tasso di disoccupazione nel corso del 2023 potrebbe risultare complessivamente contenuto (ci aspettiamo una salita intorno al 5,6% nei soli trimestri centrali dell'anno).

**Germania.** I dati destagionalizzati e corretti per gli effetti del calendario sul **commercio internazionale** di gennaio hanno mostrato un rimbalzo dell'export (+2,1% m/m da -6,3% precedente) ed un ulteriore calo per l'import (-3,4% m/m da -5,6% di dicembre). L'**avanzo commerciale** è risultato pari a 16,7 mld (in termini destagionalizzati) in gennaio, da 10 mld di dicembre.

**Francia.** La crescita dei **prezzi al consumo** ha accelerato all'1% m/m sull'indice armonizzato e a 0,9% m/m su quello nazionale, da 0,4% precedente su entrambe le misure. L'inflazione sull'IPCA è salita al 7,2% a/a dal 7%, un nuovo massimo da almeno il 1991, quella nazionale si è portata al 6,2% a/a dal 6% di gennaio, tornando sui precedenti picchi di ottobre e novembre. È la componente alimentare a trainare la crescita annua dei prezzi, mentre rallenta l'energia e accelerano anche beni industriali e servizi. In media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare al 5,6% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dopo aver chiuso il 2022 al 5,9%.

In **Francia** la **spesa per consumi** è tornata a crescere a gennaio, di 1,5% m/m dopo la flessione di -1,6% (rivista da -1,3%) registrata nel mese precedente. Il rimbalzo è diffuso a tutte le principali componenti di spesa ma trainato soprattutto dalla componente energetica: l'aumento si spiega esclusivamente con la riduzione della quota di spesa energetica a carico delle autorità pubbliche in relazione al calendario di pagamento del buono energia, che ha fatto aumentare di conseguenza la quota a carico delle famiglie (il consumo effettivo di elettricità e gas da parte delle famiglie è diminuito a gennaio).

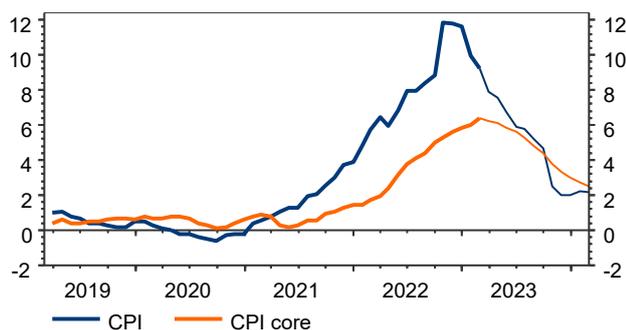
**Francia.** La lettura finale ha confermato una crescita del **PIL** nel quarto trimestre pari a 0,1% t/t (2,6% a/a). Come per altre economie europee, il dato è spiegato dal contributo del canale estero (+0,3% t/t), grazie a una diminuzione dell'export più contenuta rispetto a quella delle importazioni. La domanda interna ha dato un contributo negativo (-0,4% t/t). La crescita dell'economia transalpina è attesa rimanere poco più che stagnante anche a inizio 2023.

**Francia.** La **produzione industriale** a gennaio ha riportato a sorpresa un calo di ben -1,9% m/m da +1,5% del mese precedente (rivisto al rialzo da +1,1%). Pressoché identica la contrazione registrata nel solo settore manifatturiero (-1,8% m/m). Lo spaccato evidenzia come il dato

aggregato sia condizionato dalle ampie variazioni registrate in specifici settori: la produzione è crollata soprattutto per mezzi di trasporto e farmaceutico. In calo anche il settore estrattivo (-3% m/m dopo il +9,7% di dicembre, un dato viziato dalla fine degli scioperi nelle fabbriche), a fronte di un ulteriore miglioramento nella raffinazione (+3,6% m/m da +8,2%) e nella meccanica (+1,0% m/m da -3,0%).

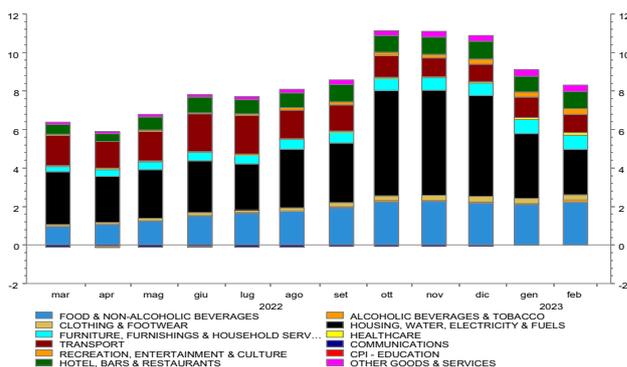
**Italia. L'inflazione calcolata sull'indice nazionale è scesa al 9,2% dal 10% di gennaio, mentre l'inflazione armonizzata è calata al 9,9% dal 10,7% precedente.** Nel mese i prezzi sono cresciuti di +0,3% m/m sul NIC e di +0,2% m/m sull'IPCA. Il rallentamento tendenziale è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 42,5% a 28,2% a/a; -4,4% m/m), spinta al ribasso dalla flessione della componente regolamentata (da -12% a -16,7% a/a) e dalla decelerazione di quella non regolamentata (da 59,3% a 40,8% a/a). Sono cresciuti ancora, invece, i prezzi degli alimentari (da 12,2% a 13,2% a/a; +1,7% m/m), quelli dei tabacchi (per effetto dell'aumento delle accise) e i listini nei servizi (da 4,2% a 4,4% a/a; +0,4% m/m), questi ultimi spinti al rialzo dai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona. L'inflazione al netto di energia e alimentari freschi ha accelerato dal 6% di gennaio al 6,4% a febbraio, sorprendendo al rialzo come negli altri principali Paesi dell'Eurozona. Riteniamo che la discesa graduale dell'inflazione italiana sarà guidata principalmente dall'energia, vista la recente evoluzione dei prezzi del gas naturale; **ci aspettiamo una media annua al 6,3% nel 2023 e al 2,1% nel 2024 sull'IPCA**; sul NIC, la media si attesterebbe al 5,7% nell'anno in corso e al 2% nel prossimo anno.

#### L'inflazione italiana è su un trend di calo ma la discesa sarà lenta



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Italia: contributi all'inflazione



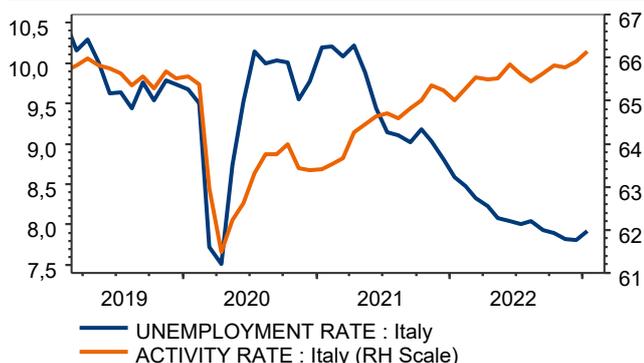
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Italia.** La seconda stima ha confermato che nel 4° trimestre il **PII** è calato di -0,1% t/t mentre è stata rivista a 1,4% da 1,7% la variazione tendenziale. Sono stati soprattutto consumi privati e scorte a frenare la crescita (-0,9% e -1,1% t/t rispettivamente i contributi alla crescita congiunturale) mentre investimenti ed esportazioni nette hanno fornito un apporto positivo (+0,4% e +1,4% t/t rispettivamente). In particolare, si registra una marcata contrazione delle spese delle famiglie (-1,6% t/t) mentre gli investimenti fissi lordi sono cresciuti del 2% t/t con progressi diffusi ma trainati soprattutto dai mezzi di trasporto (4,2% t/t) e dai fabbricati non residenziali (3% t/t). Il contributo positivo del canale estero deriva invece, a differenza degli altri principali paesi dell'Eurozona, non solo da un ampio calo dell'import (-1,7% t/t) ma anche da una robusta ripresa dell'export (+2,6% t/t).

**Italia.** Il **tasso di disoccupazione** è salito di un decimo al 7,9% a gennaio. L'incremento è spiegato da un calo degli inattivi (-83 mila unità) (con il tasso di partecipazione che ha toccato un nuovo massimo da almeno il 2004 al 66,1%) a fronte di una crescita solo modesta degli occupati (+35 mila, 0,2% m/m). Le persone in cerca di lavoro sono cresciute di 33 mila unità (+1,7%), e l'incremento riguarda esclusivamente le donne (per le quali il tasso di disoccupazione è salito di tre decimi al 9,5%, a fronte di un calo marginale per gli uomini). Crescono i dipendenti

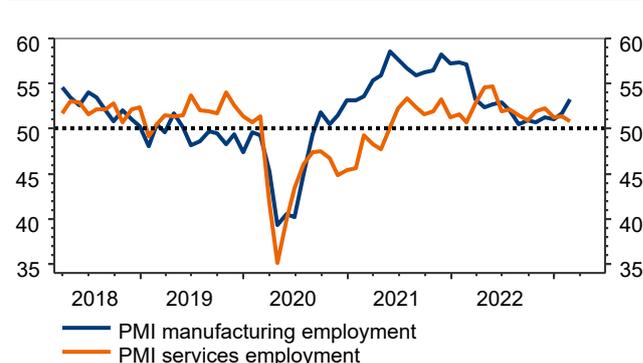
permanenti (+64 mila unità) mentre calano per il secondo mese quelli a termine (-12 mila). Tornano infine a diminuire dopo due mesi di crescita gli autonomi (-17 mila). L'aumento della partecipazione è un segnale positivo, e le intenzioni di assunzione delle imprese restano in territorio espansivo. Non vediamo un significativo incremento del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi.

#### L'aumento del tasso di disoccupazione è spiegato da un aumento della partecipazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

#### Le intenzioni di assunzione delle imprese non mostrano significativi segnali d'inversione



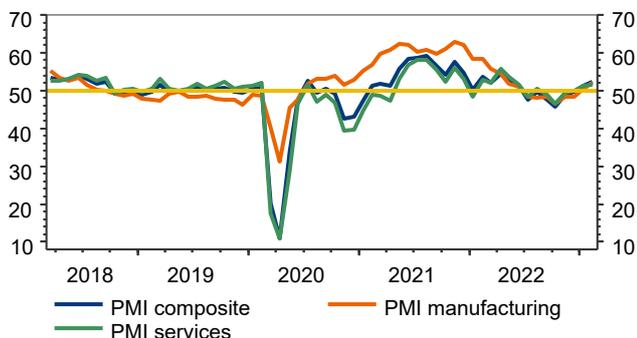
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Italia.** Il **fatturato industriale** è cresciuto di 0,7% m/m (14,9% a/a) a dicembre, chiudendo il 4° trimestre in espansione di 0,8% t/t. Anche il dato espresso in volume relativo al solo settore manifatturiero ha registrato un incremento di 0,9% m/m (4,4% a/a). Nel 2022, il fatturato manifatturiero è aumentato di 17,7% in valore e di 3,8% in volume. Nel 4° trimestre il **fatturato dei servizi** è cresciuto di 1,8% t/t e 8,5% a/a, con incrementi per tutti i principali settori di attività; nel 2022, il fatturato dei servizi è aumentato del 13,5%, trainato soprattutto dai servizi di alloggio e ristorazione (+45,8%), che hanno superato in maniera marcata i livelli del 2019; viceversa, per trasporto aereo e agenzie di viaggio, il fatturato resta molto al di sotto dei livelli pre-pandemici.

**Italia.** A gennaio gli **scambi commerciali con i paesi extra-UE** hanno registrato un contenuto aumento delle esportazioni (0,7% m/m, 20,3% a/a) a fronte di un ampio calo per le importazioni (-9,7% m/m, -1% a/a: prima flessione tendenziale da quasi due anni). La contrazione dell'import è diffusa a tutti i principali comparti ma trainata dagli acquisti di energia (-19,4% m/m) per via del calo sia dei prezzi che dei volumi importati. A gennaio il saldo verso i Paesi extra-UE è risultato pari a -1,4 miliardi di euro (-5,3 miliardi un anno prima); al netto dell'energia si registra un avanzo di 6,1 miliardi (2,3 miliardi a gennaio 2022).

**Italia.** L'indice **PMI manifatturiero** è salito a 52 a febbraio da 50,4 precedente, sui massimi dallo scorso aprile e per il secondo mese al di sopra della soglia d'invarianza: la crescita della produzione ha accelerato al ritmo più veloce da febbraio 2022, e sono tornati sopra la soglia di invarianza gli ordinativi. Si registra anche il primo calo dei prezzi degli input in oltre due anni, e i prezzi di vendita hanno rallentato al tasso più lento da inizio 2021. In questa fase, gli indici PMI potrebbero sovrastimare l'entità della ripresa per via proprio della "normalizzazione" delle filiere produttive; tuttavia, confermano che la stabilizzazione dei prezzi dell'energia sta favorendo un recupero dell'attività nel settore industriale. In miglioramento anche il **PMI servizi**, a 51,6 da 51,2, in territorio espansivo per il secondo mese e al livello più elevato da giugno 2022. Anche lo spaccato dell'indagine è incoraggiante, in quanto registra un'accelerazione delle commesse, ai ritmi più veloci dalla scorsa primavera, e un deciso progresso delle aspettative. Rallenta invece la crescita occupazionale, ora su ritmi solo modestamente positivi. I prezzi pagati decelerano in misura nettamente più contenuta rispetto all'industria, a fronte di una sostanziale stabilità per i prezzi ricevuti. L'indice **PMI composito** è salito di un punto a 52,2, un massimo da maggio 2022 e su livelli coerenti con una crescita del PIL a inizio 2023.

### Le indagini PMI suggeriscono che l'attività è tornata a crescere sia nella manifattura che nei servizi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

### Nella manifattura tornano a crescere, sia pur modestamente, gli ordinativi



Nota: indici standardizzati Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global, Istat

### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Caixin Composite PMI	Feb	52,9		56,4
NBS Manufacturing PMI	Feb	50,1	50,5	52,6
NBS Non-Manufacturing PMI	Feb	54,4		56,3
Caixin Manufacturing PMI Final	Feb	49,2	50,2	51,6
Caixin Services PMI	Feb	52,9		55,0

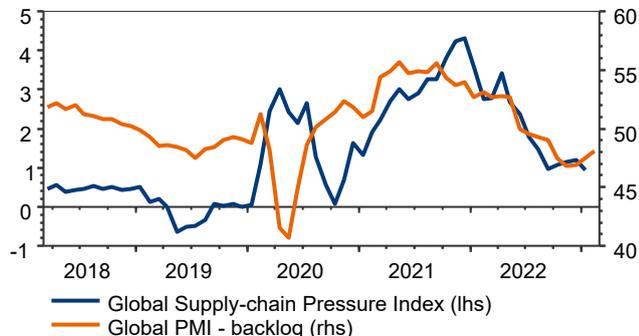
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

**Gli indici PMI hanno segnalato un'ulteriore accelerazione dell'attività nel settore dei servizi e il ritorno all'espansione anche del settore manifatturiero.** Il miglioramento è stato generalizzato a tutte le tipologie di imprese e guidato soprattutto dall'aumento della produzione e degli ordini in linea con la ripresa della domanda, e dalla normalizzazione delle operazioni logistiche in seguito alle riaperture.

L'indice **PMI manifatturiero** rilevato da **Caixin** è salito da 49,2 in gennaio a 51,6 in febbraio, oltre le aspettative di consenso (50,7), registrando un aumento esteso a tutte le componenti ad eccezione dei prezzi di acquisto, e tornando in territorio espansivo dopo sei mesi di contrazione. Gli incrementi più rilevanti si sono registrati per le componenti della produzione (da 49,0 a 52,9) e degli ordini, sia esteri sia totali. Per la prima volta dopo 10 mesi la componente occupazione è salita sopra 50, a 50,6, così come quella degli acquisti. Le imprese hanno altresì segnalato un netto miglioramento dei tempi di consegna, e le aspettative a un anno sono salite ai massimi degli ultimi 23 mesi. Indicazioni simili sono giunte dal **PMI manifatturiero** rilevato dal **NBS**, che è salito da 50,1 in gennaio a 52,6 in febbraio, anch'esso oltre le aspettative (consenso Bloomberg: 50,6), con aumenti diffusi a tutte le componenti e un ritorno in territorio espansivo per tutte le tipologie di imprese. Il balzo più significativo ha riguardato le componenti della produzione (da 49,8 in gennaio a 56,7 in febbraio) e degli ordini esteri (da 46,1 in gennaio a 52,4 in febbraio). Indicazioni di miglioramento dell'attività manifatturiera sono giunte anche dall'indice PMI di Standard Chartered sulle piccole e medie imprese e dall'indice di clima del Cheung Kong GSB. L'indice **PMI non manifatturiero**, dopo il balzo di oltre 12 punti registrato in gennaio, guidato dai servizi, ha messo a segno un ulteriore aumento, da 54,4 in gennaio a 56,3 in febbraio, anche se inferiore alle attese (consenso Bloomberg: 54,9). L'aumento è spiegato soprattutto dal miglioramento del **PMI del settore costruzioni** (da 56,4 in gennaio a 60,2 in febbraio), tornato sui livelli di settembre 2022 grazie ad un netto incremento dei nuovi ordini e dell'occupazione, sia pur registrando un calo delle aspettative. L'aumento del **PMI dei servizi** è stato invece più contenuto, da 54 in gennaio a 55,6 in febbraio, trainato dagli ordini e dai prezzi di vendita, mentre la componente occupazione, pur in miglioramento, è rimasta sotto 50. In tutti i settori si è registrato un moderato rallentamento dei prezzi di acquisto. L'aumento degli indici ha spinto verso l'alto l'indice composito, passato da 52,9 in gennaio a 56,4 in febbraio.

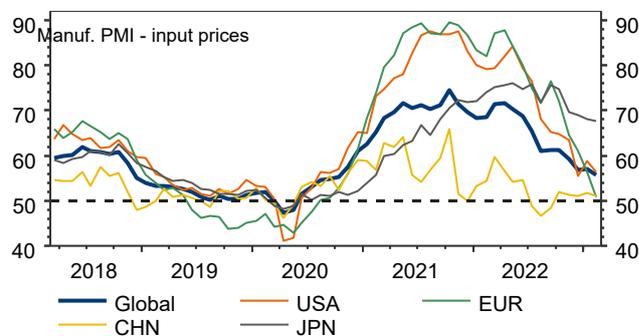
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



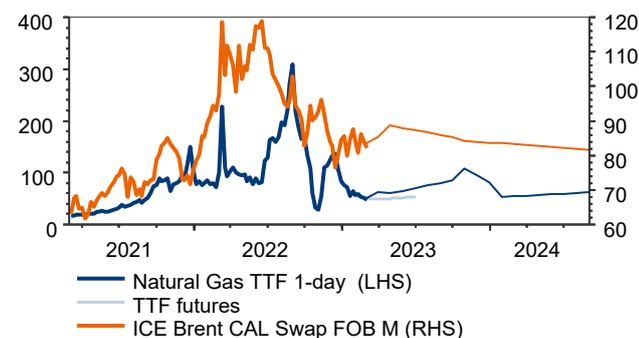
Fonte: New York Fed, IHS Markit

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



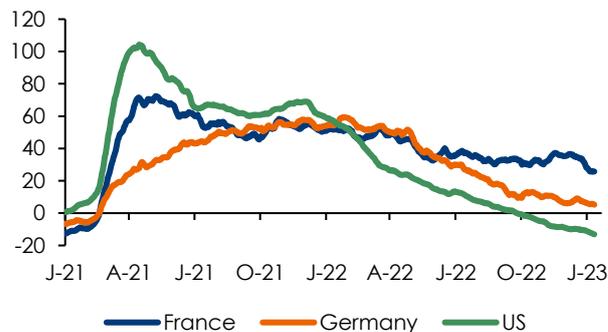
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



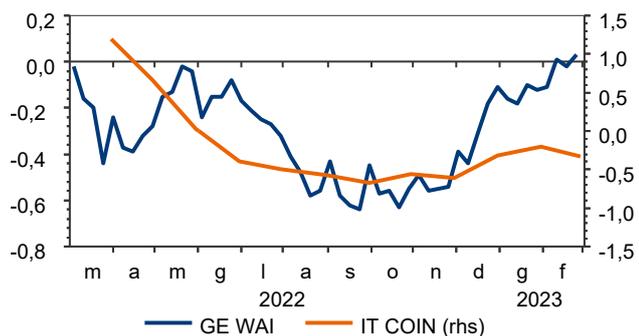
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

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



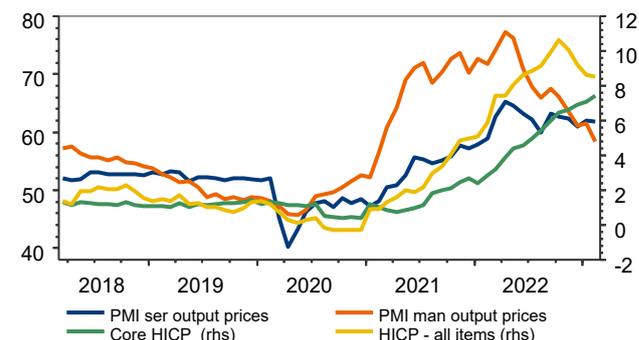
Fonte: Indeed Hiring Lab

### 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

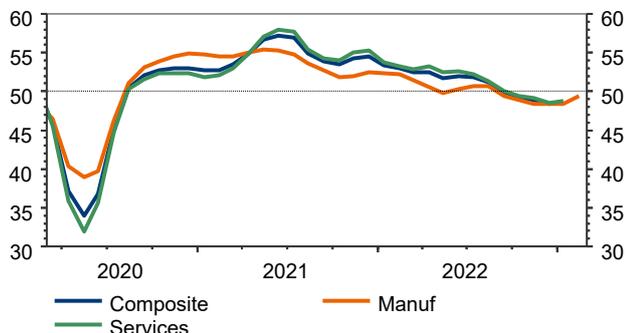
### Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

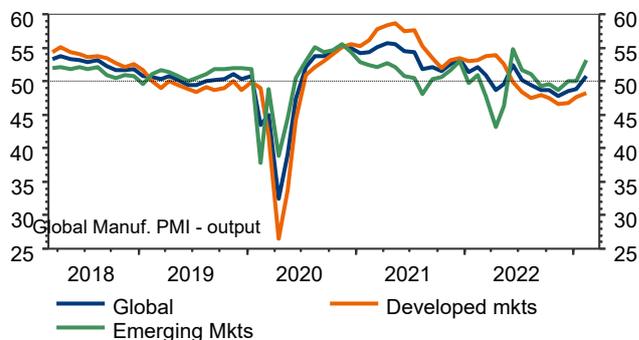
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



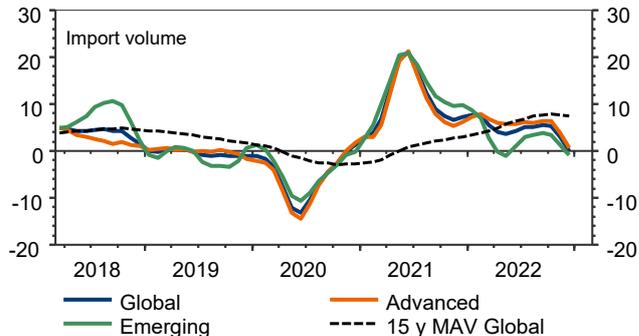
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



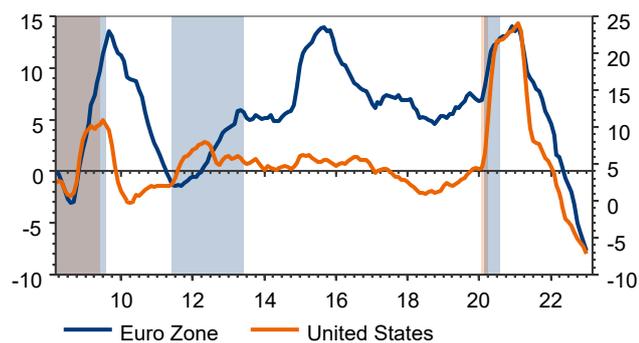
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



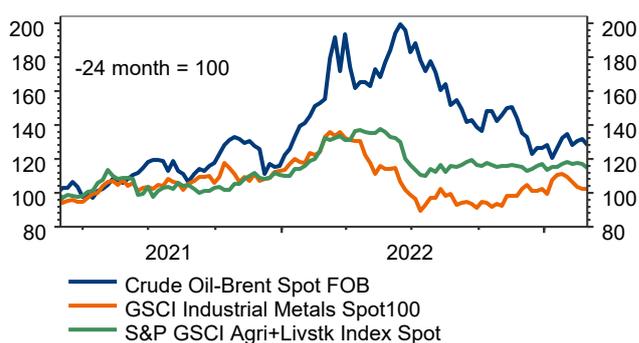
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### 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

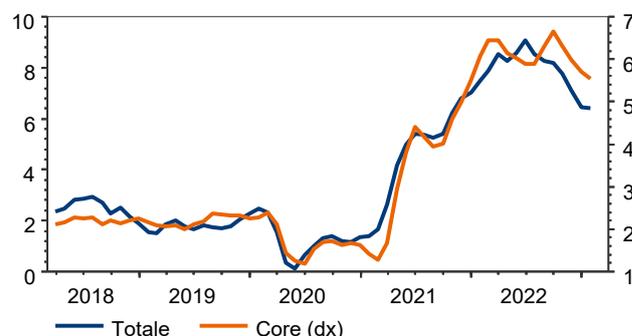
## Stati Uniti

### Indagini ISM



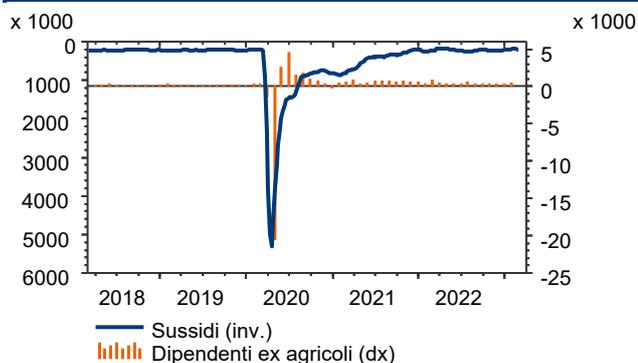
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

### CPI – Var. % a/a



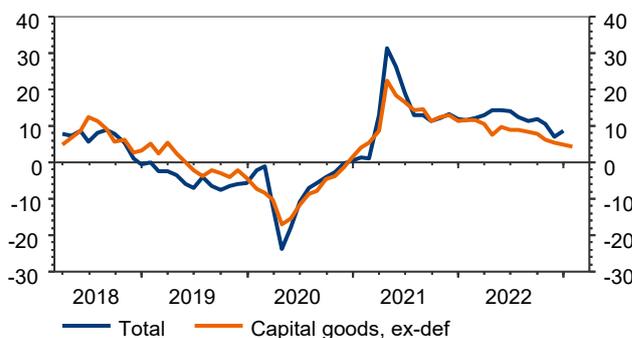
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

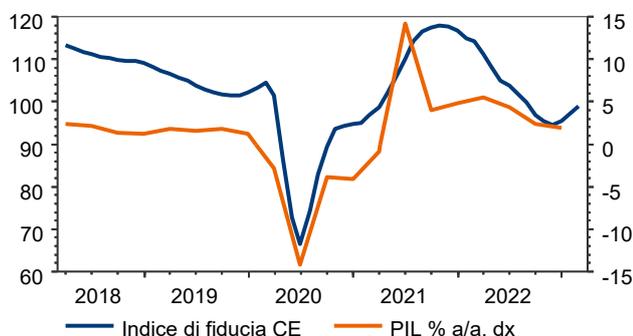
### Previsioni

	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	4.4	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	2.2	-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

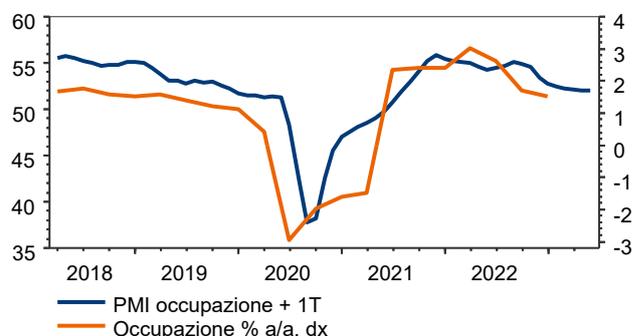
## Area euro

## 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	8.5	1.7
marzo	7.4	7.6	1.7
aprile	7.4	7.3	2.3
maggio	8.1	6.9	2.8
giugno	8.6	6.4	2.7
luglio	8.9	5.9	2.8
agosto	9.1	5.2	2.9
settembre	9.9	4.6	2.9
ottobre	10.6	3.6	3.1
novembre	10.1	2.8	3.2
dicembre	9.2	2.5	3.4

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	5.8	2.7	6.1	8.0	9.3	10.0	8.3	6.9	5.2	3.0
Produzione industriale (a/a)	0.9	0.8	1.6	-0.2	0.4	1.7	1.6	0.3	0.4	0.9	1.5
Disoccupazione (%)	6.7	6.8	6.6	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	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

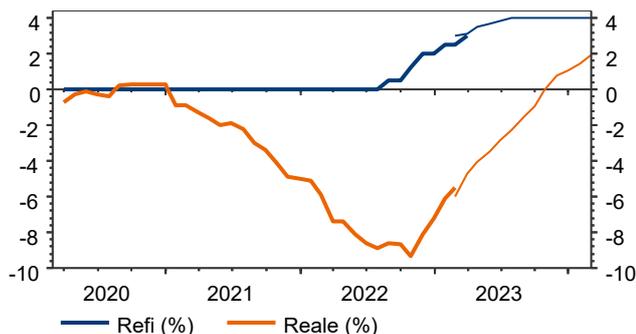
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	giu	set	dic	2/3	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>2.55</b>	2.68	3.42	3.54	3.52
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	<b>2.85</b>	2.93	3.58	3.63	3.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

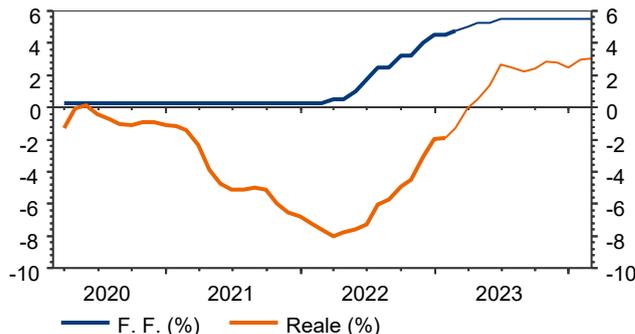


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	2/3	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>4.96</b>	4.95	5.37	5.41	5.41

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

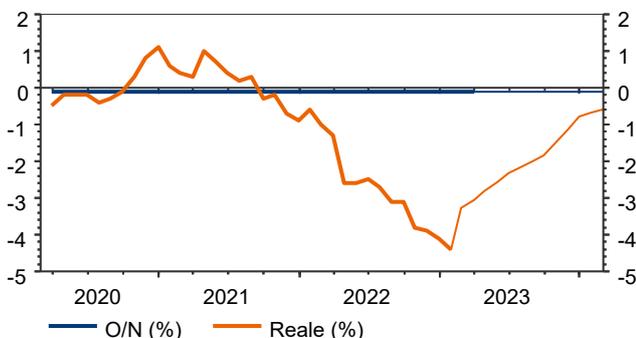


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	giu	set	dic	2/3	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

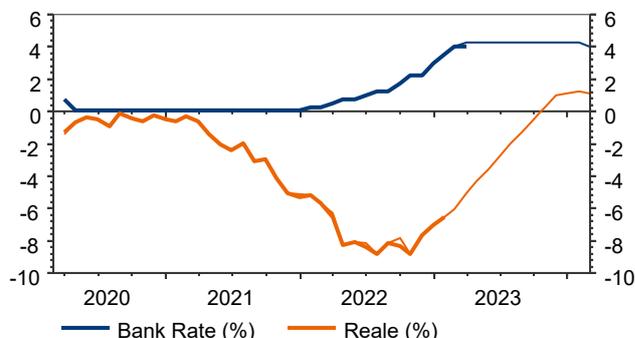


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	2/3	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>4.33</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	3/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.20	1.11	1.00	1.05	1.09	<b>1.0614</b>	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	107	116	140	135	131	<b>136.25</b>	137	132	125	121	118
GBP/USD	1.40	1.33	1.16	1.22	1.21	<b>1.1996</b>	1.19	1.21	1.22	1.25	1.27
EUR/CHF	1.11	1.02	0.98	0.98	1.00	<b>0.9960</b>	0.99	1.01	1.02	1.04	1.05
EUR/JPY	129	128	140	141	140	<b>144.66</b>	144	142	138	136	135
EUR/GBP	0.86	0.83	0.86	0.86	0.89	<b>0.8848</b>	0.88	0.89	0.90	0.90	0.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 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