

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il Consiglio Direttivo **BCE** appare diviso sulla corretta velocità della restrizione monetaria dopo il 16 marzo, quando i tassi ufficiali saranno alzati ancora di 50pb. I mercati sono oggi più inclini a credere ai "falchi", che ormai puntano a tassi oltre il 4%. L'esito dipenderà dall'intensità della trasmissione all'economia, dalle politiche fiscali e dall'andamento dei salari: comunque, sembra probabile che il punto di arrivo sarà alla fine più alto del 3,5% che avevamo ipotizzato.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, oltre all'importante riunione del Consiglio Direttivo della BCE, la settimana entrante vedrà la pubblicazione dei dati sulla produzione industriale di gennaio nell'intera Eurozona (attesa in espansione) e in Italia (vista tornare a calare dopo il balzo a sorpresa di dicembre). In calendario anche i dati sul costo del lavoro nel 4° trimestre e le stime finali di inflazione di febbraio, attese confermare il rallentamento dell'indice generale ma una intensificazione delle pressioni sulla componente "di fondo".

Questa settimana negli **Stati Uniti** si concluderà la tornata di dati di febbraio rilevanti per la riunione del FOMC del 22 marzo. Il focus sarà sul CPI di febbraio, atteso in rialzo di 0,4% m/m sia per l'indice core sia per quello headline, che dovrebbe confermare un trend ancora forte per i servizi core ex-abitazione, mantenendo elevate le preoccupazioni per il sentiero dell'inflazione. Per quanto riguarda i dati di attività di febbraio, la previsione è di rallentamento delle vendite al dettaglio dopo il boom di gennaio, espansione moderata della produzione manifatturiera e stabilità per i cantieri residenziali. Le prime indagini di marzo dovrebbero registrare un miglioramento per la fiducia dei consumatori e modesti rialzi per gli indici regionali del settore manifatturiero, sempre in territorio recessivo.

10 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

Il Consiglio Direttivo **BCE** appare diviso sulla corretta velocità della restrizione monetaria dopo il 16 marzo, quando i tassi ufficiali saranno alzati ancora di 50pb. I mercati sono oggi più inclini a credere ai "falchi", che ormai puntano a tassi oltre il 4%. L'esito dipenderà dall'intensità della trasmissione all'economia, dalle politiche fiscali e dall'andamento dei salari: comunque, sembra probabile che il punto di arrivo sarà alla fine più alto del 3,5% che avevamo ipotizzato.

- La riunione BCE di politica monetaria del 16 marzo si concluderà con un **nuovo rialzo dei tassi ufficiali di 50 punti base**, che porterà il tasso sui depositi al 3,00%. Ci sono pochi dubbi al riguardo: nessuno ha messo in dubbio l'indicazione emersa dalla riunione del 2 febbraio, e il consenso degli analisti è unanime nell'attendere una mossa di mezzo punto. In aggiunta, non ci attendiamo novità né sulle operazioni di rifinanziamento a lungo termine, né sui reinvestimenti APP/PEPP. Dovrebbero essere poi confermate le modalità dei reinvestimenti PEPP (previsti in toto fino al dicembre 2024, e con la possibilità che siano gestiti in modo flessibile). L'annuncio riguardo l'obiettivo di riduzione del portafoglio APP nel 3° trimestre dovrebbe avvenire a giugno, mentre quello per il trimestre corrente resterà a 15 miliardi mensili.
- Uno dei due principali motivi di interesse della riunione sarà costituito dalla **revisione delle previsioni**. Il netto calo del prezzo del gas e l'andamento migliore delle attese dell'attività economica negli ultimi mesi dovrebbero indurre lo staff della BCE a rivedere al rialzo la crescita e al ribasso l'inflazione previste nel 2023. Prezzi a termine del gas inferiori e un maggior rialzo dei tassi implicito nelle curve dovrebbero abbassare marginalmente le proiezioni di crescita e inflazione core 2024-25. Tuttavia, la BCE continuerà a prevedere un'inflazione core superiore al 2% nel 2025.
- Mentre la decisione di marzo non è in discussione, il Consiglio Direttivo pare diviso sull'entità e sulla velocità della restrizione monetaria necessaria nei prossimi mesi. La spaccatura riflette opinioni diverse sugli effetti del calo dei prezzi energetici sull'inflazione core e sulla natura occasionale o ricorrente degli aumenti dei prezzi osservati nel terziario. Diverse appaiono anche le valutazioni dei governatori e dei membri del Comitato esecutivo sul livello di restrittività della politica monetaria. **Probabilmente, il Consiglio non sarà in grado di fornire un indirizzo preciso sull'entità del prossimo rialzo**: a nostro giudizio, si limiterà a fornire un'**indicazione direzionale**, sottolineando che la dimensione dei rialzi dipenderà dai dati e dall'evoluzione delle politiche fiscali.
- Se fino a un mese fa le nostre previsioni erano più aggressive rispetto a quanto la curva OIS scontava, ora non è più così: nei prezzi è entrata ormai l'opzione di un rialzo fino a 4,25%, ben 75pb sopra la nostra proiezione. Il punto effettivo di arrivo dipenderà dall'intensità della trasmissione della politica monetaria (che richiede tempo per svilupparsi integralmente), dai programmi fiscali annunciati dai governi in aprile e dagli sviluppi sul fronte delle negoziazioni salariali. Tuttavia, la resilienza dell'attività economica e le pressioni superiori alle attese sull'inflazione sottostante rendono probabile un punto di arrivo più alto di quello che fino a oggi abbiamo previsto.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, oltre all'importante riunione del Consiglio Direttivo della BCE, la settimana entrante vedrà la pubblicazione dei dati sulla produzione industriale di gennaio nell'intera Eurozona (attesa in espansione) e in Italia (vista tornare a calare dopo il balzo a sorpresa di dicembre). In calendario anche i dati sul costo del lavoro nel 4° trimestre e le stime finali di inflazione di febbraio, attese confermare il rallentamento dell'indice generale ma una intensificazione delle pressioni sulla componente "di fondo".

Questa settimana negli **Stati Uniti** si concluderà la tornata di dati di febbraio rilevanti per la riunione del FOMC del 22 marzo. Il focus sarà sul CPI di febbraio, atteso in rialzo di 0,4% m/m sia per l'indice core sia per quello headline, che dovrebbe confermare un trend ancora forte per i servizi core ex-abitazione, mantenendo elevate le preoccupazioni per il sentiero dell'inflazione. Per quanto riguarda i dati di attività di febbraio, la previsione è di rallentamento delle vendite al dettaglio dopo il boom di gennaio, espansione moderata della produzione manifatturiera e stabilità per i cantieri residenziali. Le prime indagini di marzo dovrebbero registrare un miglioramento per la fiducia dei consumatori e modesti rialzi per gli indici regionali del settore manifatturiero, sempre in territorio recessivo.

Martedì 14 marzo

Area euro

■ **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe tornare a calare a gennaio, stimiamo di -1,4% m/m, dopo il balzo a sorpresa (1,6% m/m) visto a dicembre, che probabilmente risentiva di effetti di calendario e problemi nei processi di destagionalizzazione dei dati. L'output sarebbe in rotta per un ulteriore calo nel 1° trimestre 2023, sia pure pari a meno della metà del -1% t/t visto a fine 2022. Come in Germania, i dati di gennaio potrebbero evidenziare i primi effetti della moderazione dei prezzi del gas naturale sulla produzione nei settori energivori.

Stati Uniti

■ Il **CPI** di febbraio è previsto in aumento di 0,4% m/m sia per l'indice headline sia per quello core. Su base tendenziale, l'inflazione dovrebbe essere in modesto calo, a 6,2% a/a e 5,5% a/a per il CPI headline e quello core, rispettivamente. L'indice core dovrebbe essere spinto da aumenti delle auto usate, in base alle indicazioni del Manheim Used Vehicle Value Index, che ha registrato prezzi in rialzo e scorte in calo nelle prime due settimane di febbraio. Per l'abitazione, si potrebbe vedere una stabilizzazione dei rialzi, a 0,7% m/m, in attesa di una correzione del trend da marzo in poi. Il focus sarà sempre sui prezzi dei servizi core ex-abitazione, che difficilmente daranno segnali di rallentamento. Un elemento importante dello scenario dell'inflazione nel 2023 sarà il probabile trend del deflatore core, previsto al di sopra di quello del CPI per via della diversa composizione dei due indici, con pesi e definizione delle principali voci differenti. Nel 2023, la regolarità storica di inflazione misurata con il CPI al di sopra di quella misurata con il deflatore si invertirà, rendendo ancora più difficile la comunicazione della Fed.

Mercoledì 15 marzo

Area euro

■ **Area euro.** A gennaio la **produzione industriale** dovrebbe tornare a crescere dopo la flessione di fine 2022: stimiamo un rimbalzo di 0,5% m/m (0,2% a/a). Il calo dei prezzi energetici e il recente miglioramento del morale delle imprese lasciano supporre un modesto recupero per l'attività industriale nei prossimi mesi.

■ **Italia.** I dati sul **mercato del lavoro nel 4° trimestre 2022** dovrebbero mostrare un tasso di disoccupazione in calo al 7,8% dall'8% dei tre mesi precedenti, per effetto di una crescita degli occupati di mezzo punto percentuale su base congiunturale, a fronte di un aumento

delle forze di lavoro di quattro decimi. Il trimestre finale dell'anno scorso potrebbe rappresentare il punto di minimo per il tasso dei senza-lavoro, che è già risalito, sia pur marginalmente, al 7,9% a gennaio.

- **Francia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che in febbraio i **prezzi al consumo** sono avanzati dell'1% m/m sull'indice armonizzato e dello 0,9% m/m su quello nazionale, da 0,4% precedente su entrambe le misure. L'inflazione sull'IPCA dovrebbe essere confermata in salita al 7,2% a/a dal 7% (un nuovo massimo da almeno il 1991), quella nazionale al 6,2% a/a dal 6% di gennaio (tornando sui precedenti picchi di ottobre e novembre). In media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe moderare al 5,4% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dopo aver chiuso il 2022 al 5,9%.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di febbraio dovrebbero rallentare dopo il boom di gennaio, rimanendo circa stabili (0,1% m/m dopo 3% m/m), sulla scia della debolezza delle auto e del calo del prezzo della benzina. Al netto delle auto, le vendite sono previste in rialzo di 0,3% m/m. I dati segnalerebbero una modesta contrazione del consumo di beni in termini reali, e un andamento sempre positivo dei servizi della ristorazione. Grazie all'ampia variazione di gennaio, i consumi dovrebbero comunque essere in accelerazione nel 1° trimestre rispetto al 2° semestre 2022, caratterizzato da un trend di indebolimento diffuso.
- L'indice **Empire della NY Fed** a marzo è previsto a -5,5 da -5,8 di febbraio. Il settore manifatturiero dovrebbe mantenersi in fase marginalmente recessiva, alla luce delle indicazioni modestamente negative dei mesi precedenti, con recupero di ordini e fatturato, e del miglioramento delle aspettative a 6 mesi.

Giovedì 16 marzo

Area euro

- **Italia.** La **stima definitiva dei prezzi al consumo di febbraio** dovrebbe confermare la lettura preliminare, con un'inflazione annua in calo al 9,2% dal 10% di gennaio sull'indice nazionale e al 9,9% dal 10,7% sull'IPCA (i listini sarebbero confermati in crescita di +0,3% m/m sul NIC e di +0,2% m/m sull'armonizzato). L'inflazione al netto di energia e alimentari freschi dovrebbe essere confermata in salita, al 6,4% dal 6% di gennaio sull'indice domestico e al 7,1% dal 6,6% sull'IPCA. Come altrove nell'eurozona, si stanno riducendo i rischi sull'indice generale ma intensificando quelli sulla componente "di fondo".

Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** a marzo è previsto ancora in area recessiva, ma in rialzo a -12 da -24,3 di febbraio, con miglioramenti per ordini e fatturato, e occupazione marginalmente positiva. Gli indici a sei mesi recentemente hanno recuperato, con indicazioni di stabilizzazione dell'attività nel settore.
- I nuovi **cantieri residenziali** di gennaio sono previsti circa stabili a 1,310 mln, in base alle informazioni del mercato del lavoro relative al settore costruzioni. Le licenze dovrebbero proseguire sul trend in calo, ma con un ritmo più contenuto, flettendo a 1,32 mln. Gli investimenti residenziali dovrebbero ancora contribuire negativamente alla crescita nel 1° semestre.

Venerdì 17 marzo

Area euro

- **Area euro.** I dati sul costo del lavoro nel 4° trimestre verranno monitorati con un'attenzione superiore alla norma perché offriranno maggiori spunti circa le prospettive per l'inflazione core nei prossimi mesi. La crescita delle retribuzioni negoziali si è stabilizzata al 2,9% a/a, ma i dati ad alta frequenza sulle offerte di lavoro suggeriscono la presenza di pressioni al rialzo leggermente più robuste. Ci aspettiamo un'accelerazione dei **salari orari** intorno al 3,5% a/a

da un precedente 2,1%. Le indicazioni che emergono dagli ultimi rinnovi dei contratti collettivi, in un contesto di mercato del lavoro ancora teso, sono compatibili con una crescita più robusta delle retribuzioni nel corso del 2023.

- **Area euro.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che l'**inflazione** è calata marginalmente a febbraio, all'8,5% da 8,6%; di contro, l'indice core (al netto di energia e alimentari freschi) dovrebbe confermare l'accelerazione a 7,4% (massimo da quando esiste la serie, ovvero dal 1997). Nel mese, i prezzi al consumo sarebbero aumentati di 0,8% m/m, l'indice core BCE di 0,9% m/m. Nelle nostre stime, l'inflazione potrebbe attestarsi, a fine anno, al 2% sull'indice headline e al 3,5% sul core, e scendere temporaneamente sotto il 2% nella prima parte del 2024. I rischi sul nostro scenario previsivo restano al rialzo sulla componente "di fondo".

Stati Uniti

- La **produzione industriale** a febbraio è prevista in rialzo di 0,4% m/m, dopo la stabilità di gennaio dovuta a un'ampia contrazione delle utility che aveva controbilanciato la solida ripresa di manifatturiero ed estrattivo. A febbraio le utility dovrebbero recuperare in linea con la volatilità climatica. Nel manifatturiero, la produzione dovrebbe essere in rialzo, con una ripresa per le auto, dopo la quasi-stagnazione di gennaio, e segnali di espansione diffusa alla maggior parte dei settori.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dalla Univ. of Michigan a marzo (prel.) è prevista in ulteriore miglioramento, a 68 da 67, in linea con le indicazioni positive delle altre indagini. Le aspettative di inflazione dovrebbero essere circa stabili, sulla scia dell'andamento relativamente favorevole del prezzo della benzina.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (13 – 17 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Mar 14/3	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		gen	3.7	%	3.8
	08:00	GB	Retribuzioni medie		gen	5.9	%	
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		feb	prel 6.1	%	6.1
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	gen	1.6	%	-1.4
	13:30	USA	CPI m/m	*	feb	0.5	%	0.4
	13:30	USA	CPI a/a		feb	6.4	%	6.2
	13:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	feb	0.4	%	0.4
	13:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		feb	5.6	%	5.5
Mer 15/3	03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	feb	-1.8	%	3.4
	03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	feb	5.1	%	4.0
	03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		feb	-0.3	%	
	03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		feb	3.6	%	
	03:00	CN	Produzione industriale a/a		feb	1.3	%	2.6
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	feb	0.4	%	
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	feb	prel 1.0	%	1.0
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		feb	prel 7.2	%	7.2
	09:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		gen	1.1	Mld €	
	09:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		gen	-2.9	Mld €	
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	gen	-1.1	%	0.5
	13:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	mar	-5.8		-5.5
	13:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	feb	3.0	%	0.2
	13:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	feb	2.3	%	0.3
	13:30	USA	PPI m/m		feb	0.7	%	0.3
	13:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	feb	0.5	%	0.3
	15:00	USA	Scorte delle imprese m/m		gen	0.3	%	0.1
15:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		mar	42			
21:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		gen	152.8	Mld \$		
Gio 16/3	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		gen	1.6	%	1.8
	00:50	GIA	Bilancia commerciale		feb	-3498.6	Mld ¥ JP	-1069.4
	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		gen	prel -4.6	%	
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	feb	prel 0.3	%	0.3
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		feb	prel 9.9	%	9.9
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	feb	prel 0.2	%	0.2
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		feb	prel 9.2	%	9.2
	13:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	mar	-24.3		-12.0
	13:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	feb	1.309	Mln	1.310
	13:30	USA	Licenze edilizie		feb	1.339	Mln	1.320
	13:30	USA	Prezzi all'import m/m		feb	-0.2	%	-0.3
Ven 17/3	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	feb	prel 0.8	%	0.8
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		feb	prel 7.4	%	7.4
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	feb	prel 8.5	%	8.5
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T4	2.9	%	
	14:15	USA	Impiego capacità produttiva		feb	78.3	%	78.4
	14:15	USA	Produzione industriale m/m		feb	0.0	%	0.4
	15:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		mar	67.0		67.5
	15:00	USA	Indice anticipatore m/m		feb	-0.3	%	-0.2

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 (13 – 17 marzo)

Data	Ora	Paese	*	Evento
Lun 13/3	19:05	GB		Discorso di Dhingra (BoE)
		EUR	*	Riunione Eurogruppo
Mar 14/3		UE	*	Riunione Ecofin
Mer 15/3	00:50	GIA	*	BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di gennaio
Gio 16/3	14:15	EUR	**	BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate +50pb a 3,50%, depo rate +50pb a 3,00%)
	14:45	EUR	**	Conferenza stampa di Lagarde (BCE)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi industriali m/m	gen	1.7 (1.8)	%	-1.8	-1.6
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	gen	-4.5	%		-4.5
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	gen	0.7	%		0.8
Nuovi occupati: stima ADP	feb	119 (106)	x1000	200	242
Bilancia commerciale	gen	-67.2 (-67.4)	Mld \$	-68.9	-68.3
Richieste di sussidio	settim	190	x1000	195	211
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.649 (1.655)	Mln	1.659	1.718
Tasso di disoccupazione	feb	3.4	%	3.4	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	feb	517	x1000	205	
Salari orari m/m	feb	0.3	%	0.3	

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

La Job Openings and Labor Turnover Survey di gennaio ha mostrato un calo **delle posizioni aperte** a 10,8 mln (-410 mila). Le correzioni più ampie si sono registrate nelle costruzioni, nell'ospitalità e nella ristorazione. Le **dimissioni volontarie** sono scese a 3,9 mln (-207 mila), mentre i **licenziamenti** sono aumentati a 1,7 mln (+241 mila). I dati nel complesso segnalano riduzione della domanda di lavoro e maggiore incertezza da parte degli occupati riguardo alla probabilità di trovare un impiego migliore.

La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** di febbraio ha registrato una variazione di 242 mila, dopo una stima di 119 mila per gennaio. I dati mostrano una flessione di -61 mila occupati nelle piccole imprese (fino a 50 addetti), che conferma un trend negativo ininterrotto da agosto 2022. Per le altre dimensioni di impresa, invece, l'occupazione è in crescita complessivamente solida (308 mila). Disaggregando per settore, gli occupati sono in crescita nel manifatturiero (43 mila), nell'estrattivo (25 mila) e in calo nelle costruzioni (-16 mila). Nei servizi, tutti i comparti sono in rialzo, con l'eccezione dei servizi alle imprese (-35 mila). I salari continuano a crescere a un ritmo molto sostenuto (7,2% a/a).

Il **deficit della bilancia commerciale** a gennaio ha registrato un incremento a -68,3 mld, da -67,2 mld, grazie a variazioni solide sia dell'export (3,4% m/m) sia dell'import (3% m/m), in parte guidate da comparti volatili e dalla riapertura delle attività produttive in Cina.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL t/t, ann. finale	T4	0.6	%	0.8	0.1
PIL t/t finale	T4	0.2	%	0.2	0.0
Consumi delle famiglie a/a	gen	-1.3	%	-0.1	-0.3

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

La stima finale del **PIL del 4° trimestre** ha sorpreso verso il basso, riportando quasi-stagnazione, contro attese per una revisione verso l'alto della variazione preliminare di 0,2% t/t. I dati riportano una crescita dei consumi di 0,3% t/t, più moderata rispetto alla prima lettura di 0,5% t/t, e una correzione (invariata) degli investimenti fissi privati di -0,5% t/t, dopo due trimestri di crescita solida. Le scorte hanno dato un contributo nullo, mentre il contributo delle esportazioni nette è stato rivisto marginalmente verso l'alto a 0,4pp. Nel 1° trimestre la crescita complessiva dovrebbe riaccelerare, grazie al trend positivo dei consumi di servizi e alle misure fiscali di contenimento dei prezzi energetici in vigore da febbraio.

Area euro

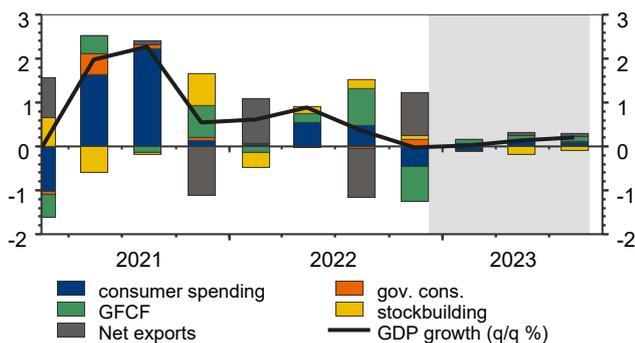
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Vendite al dettaglio m/m	gen	-1.6 (-2.7)	%	1.0 0.3
EUR	PIL t/t finale	T4	0.1	%	0.0 0.0
EUR	PIL a/a finale	T4	1.9	%	1.9 1.8
EUR	Occupazione t/t	T4	0.4	%	0.3
GER	Ordini all'industria m/m	gen	3.4 (3.2)	%	-0.9 1.0
GER	Produzione industriale m/m	gen	-2.4 (-3.1)	%	1.4 3.5
GER	CPI m/m finale	feb	0.8	%	0.8 0.8
GER	CPI a/a finale	feb	8.7	%	8.7 8.7
GER	IPCA m/m finale	feb	1.0	%	1.0 1.0
GER	IPCA a/a finale	feb	9.3	%	9.3 9.3
ITA	Vendite al dettaglio a/a	gen	3.6 (3.40)	%	6.2
SPA	Produzione industriale a/a	gen	0.7 (0.6)	%	-0.4

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

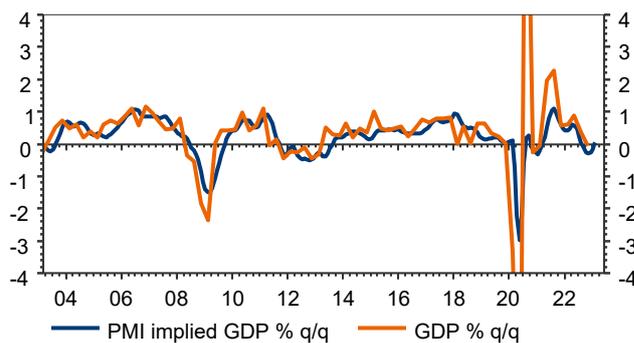
Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. Il PIL del 4° trimestre è stato rivisto al ribasso di un decimo, risultando ora stagnante su base congiunturale (+1,8% a/a); la revisione è dovuta alle correzioni al ribasso dei dati tedesco e irlandese comunicate la scorsa settimana. Anche lo spaccato delle componenti ha rispettato le attese: è stata la domanda interna, sia per consumi che per investimenti (in calo rispettivamente di -0,9% e -3,6% t/t), a frenare la crescita, mentre scorte ed esportazioni nette hanno fornito un apporto positivo. In aumento anche i consumi pubblici. La pesante flessione degli investimenti è diffusa a macchinari (-1,6% t/t) e costruzioni (-0,9% t/t), ma è dovuta soprattutto all'ampia correzione della volatile componente dei prodotti di proprietà intellettuale (-11,4% da 16,9% t/t). Il contributo del canale estero è sintesi di un ampio calo per l'import a fronte di una sostanziale stagnazione dell'export (-1,9% contro 0,1% t/t). Nel trimestre corrente, il PIL è visto ancora stagnante, in quanto la domanda domestica potrebbe mostrare un recupero ma dovrebbe quantomeno attenuarsi l'ampio contributo positivo degli scambi con l'estero. L'attività economica è attesa tornare a crescere dalla primavera, in coerenza con i segnali di recupero giunti dalle indagini; per l'intero 2023 stimiamo una crescita a 0,6%.

L'apporto di esportazioni nette, scorte e spesa pubblica ha compensato il calo di consumi e investimenti

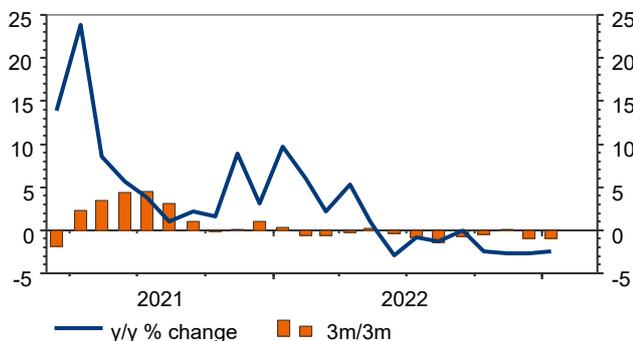


Le indagini di fiducia mostrano segnali di recupero



Area euro. Le vendite al dettaglio hanno registrato un modesto rimbalzo a gennaio (0,3% m/m) dopo la flessione di -1,6% m/m (rivista da -2,7%) del mese precedente. Il dato lascia le vendite in rotta per una contrazione di -0,6% t/t nel 1° trimestre del 2023 e suggerisce che la domanda per consumi resta fiacca, in coerenza con un reddito disponibile reale delle famiglie ancora in contrazione su base annua e indici di fiducia dei consumatori in recupero ma su livelli ancora depressi.

Nonostante il rimbalzo di gennaio si conferma la tendenza di calo per le vendite al dettaglio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Il morale dei consumatori è in recupero ma su livelli ancora depressi



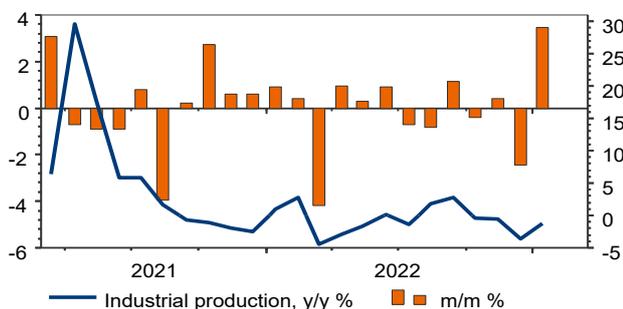
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

Area euro. La **Consumer Expectations Survey** della BCE di gennaio ha evidenziato un calo della mediana dell'inflazione percepita (9,5% da 9,9%). Le aspettative a un anno hanno corretto di un decimo a 4,9%, quelle a tre anni hanno registrato una flessione più ampia, a 2,5% da un precedente 3%. Le attese di crescita restano negative ma migliorano ancora (a -1,2%, da -1,5%), mentre sono rimaste invariate quelle relative all'accesso al credito.

Germania. Gli **ordini all'industria** sono cresciuti per il secondo mese consecutivo a gennaio (non accadeva da un anno), dell'1% m/m dopo il 3,4% di dicembre. La crescita è ancora più ampia (2,9% m/m) se si escludono gli ordini su larga scala. L'aumento è dovuto esclusivamente alle commesse estere (+5,5% m/m) - in particolare dai Paesi extra UE (+11,2% m/m), in presenza di un calo degli ordini domestici (-5,3% m/m) - e ai beni capitali (+8,9% m/m, di cui +19,9% dai Paesi al di fuori dell'Eurozona), mentre sono scesi sia gli ordini di beni di consumo (-5,5% m/m) che quelli di beni intermedi (-8,9% m/m). Su base annua, gli ordinativi restano in territorio negativo (-10,9% a/a). Il fatturato è salito di 0,2% m/m.

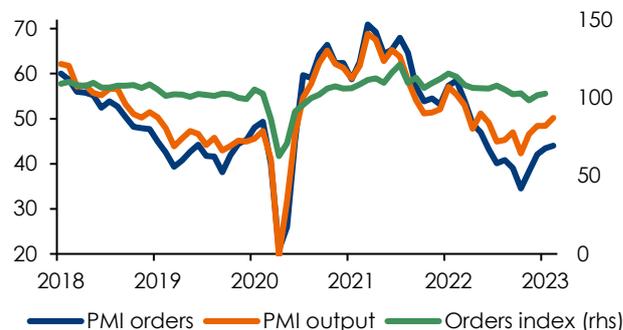
Germania. La **produzione industriale** è cresciuta più del previsto a gennaio, di 3,5% m/m dopo il -2,4% m/m registrato a dicembre (rivisto al rialzo da -3,1%). Rispetto ad un anno fa l'output risulta in flessione di -1,6%. L'industria in senso stretto ha visto una crescita dell'1,9% m/m, spiegata dal balzo della produzione di apparecchiature elettroniche e di prodotti chimici, che ha più che compensato il calo nel settore automobilistico e farmaceutico. Il recupero è dovuto ai beni intermedi (6,9% m/m), mentre è calata la produzione di beni di consumo (-1,8% m/m), in particolare durevoli, e beni capitali (-0,6% m/m). La produzione di energia è aumentata dello 0,4% m/m. Le costruzioni hanno visto un rimbalzo di ben 12,6% su base mensile, dopo il forte calo di fine 2022 (-7,5% m/m). I settori energivivori hanno registrato una crescita di 6,8% m/m. Il dato di gennaio lascia la produzione in rotta per un aumento superiore al 2% t/t nel 1° trimestre, con conseguenti rischi al rialzo sulla crescita del PIL nei mesi invernali. Le indagini congiunturali, i dati sugli ordini e gli indicatori ad alta frequenza come il traffico merci su camion (in crescita di +2,4% m/m a febbraio dopo il +1% di gennaio) segnalano un progressivo miglioramento dell'attività produttiva nei prossimi mesi.

Germania: la produzione industriale registra un ampio recupero a gennaio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

Le indagini PMI e i dati sugli ordini segnalano un miglioramento dell'attività produttiva nel trimestre invernale



Fonte: Destatis, S&P Global

Germania. La **seconda lettura** ha confermato che a febbraio l'**inflazione** è rimasta 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. Sui dati tendenziali, l'accelerazione di beni alimentari (a 21,8% da 20,2% precedente) e servizi (a 4,7% da 4,5% di gennaio), in particolare di manutenzione e riparazione di abitazioni (16,7%) e ristorazione, bar e simili (10,9%), è stata spiazzata dal rallentamento dei listini energetici (a 19,1% a/a da 23,1%) e dei beni industriali non energetici (a 12,4% da 12,7% di gennaio). È rimasta stabile al 2% a/a l'inflazione degli affitti. L'indice al netto dell'energia, e l'indice al netto di energetici e alimentari freschi, sono saliti rispettivamente a 7,6% da 7,2% precedente, e a 5,7% da 5,6%. 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): il rialzo viene soprattutto da alimentari e pacchetti vacanze, rincarati rispettivamente del 2,4% m/m e del 9,6% m/m. Il calo dell'inflazione è atteso proseguire nei prossimi mesi, sull'onda degli effetti base legati al confronto con l'anno passato sulla componente energia, nonché del pieno impatto delle misure calmieranti introdotte dal governo, ma restano rischi al rialzo sulla componente di fondo, legati anche all'accelerazione della dinamica salariale. Abbiamo recentemente rivisto al ribasso le previsioni di inflazione, in relazione alla moderazione del profilo atteso per le materie prime energetiche. L'inflazione tedesca comunque potrebbe risultare superiore a quella media per l'Eurozona a fine 2023 (soprattutto per via della componente core), a 2,6% a/a armonizzato.

Germania. Le **vendite al dettaglio** in termini reali sono calate di -0,3% m/m a gennaio, dopo il -5,3% di dicembre, per una flessione su base annua di -6,9% (da -6,1% a dicembre). Le vendite sono in rotta per una contrazione nel trimestre invernale.

Italia. Le **vendite al dettaglio**, dopo la flessione di dicembre, sono tornate a crescere a gennaio, sia in valore (1,7% m/m da -0,2%) che in volume (1,2% m/m da -0,7%), trainate soprattutto dagli alimentari. Su base annua, le vendite sono in aumento di +6,2% in valore (con i discount di alimentari che fanno segnare un +10,1%, e con l'unica flessione che riguarda i farmaceutici), ma in calo di -2,4% in volume. Tuttavia, il dato di gennaio lascia le vendite in volume in rotta per un'espansione di 0,8% t/t nel trimestre corrente, dopo il calo superiore al punto percentuale visto in ciascuno dei due trimestri precedenti.

Italia | prezzi alla produzione nell'industria hanno registrato a gennaio una diminuzione di -7,5% m/m, interamente dovuta al mercato interno (-9,9% m/m), e all'energia (-21,3% m/m): al netto di quest'ultima, il PPI sarebbe salito di +0,5% m/m. La tendenza annua resta elevata (a 11,1%), ma è in progressivo rallentamento (il picco è stato toccato a 41,7% lo scorso settembre). La decelerazione è attesa continuare nei prossimi mesi, ma ancora guidata quasi esclusivamente dai prodotti energetici.

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Esportazioni in USD a/a	feb	-9.9		% -9.4	-6.8
Importazioni in USD a/a	feb	-7.5		% -5.5	-10.2
Bilancia commerciale USD	feb	78.01	(78.00) Mld \$	81.80	116.88
Riserve in valuta estera	feb	3.184	1000Mld \$	3.160	3.133
CPI m/m	feb	0.8		% 0.2	-0.5
CPI a/a	feb	2.1		% 1.9	1
PPI a/a	feb	-0.8		% -1.3	-1.4
M2 a/a	feb	12.6		% 12.5	
Nuovi prestiti bancari (flusso)	feb	4900	Mld ¥ CN	1500	
Finanza sociale aggregata (flusso)	feb	5980	Mld ¥ CN	2200	

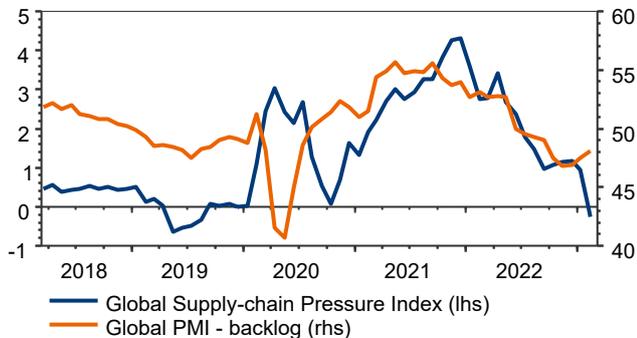
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione.

Fonte: Refinitiv-Datastream

Cina. L'inflazione dei **prezzi al consumo** è rallentata da 2,1% a/a in gennaio a 1% a/a in febbraio, ben al di sotto delle attese (Consenso Bloomberg: 1,9% a/a), registrando un calo di -0,5% m/m, principalmente grazie al rientro, specie per i beni, degli aumenti stagionali di gennaio legati al Capodanno. La spinta verso il basso è venuta soprattutto dal comparto alimentare (dove l'inflazione è rallentata da 6,2% a/a in gennaio a 2,6% a/a in febbraio, con un calo di -2% m/m) e da trasporti e comunicazioni (da 2% a/a in gennaio a 0,1% a/a in febbraio; -0,5% m/m), nonché da istruzione e intrattenimento e dai beni e servizi vari. L'inflazione è moderatamente accelerata solo nel comparto delle spese mediche (da 0,8% a/a in gennaio a 1% a/a in febbraio), mentre la deflazione nel comparto delle spese per l'abitazione, costante da ottobre, è rimasta invariata a -0,1% a/a. L'**inflazione core**, dopo aver toccato l'1% a/a in gennaio, è scesa a 0,6% a/a in febbraio, tornando sui minimi dell'autunno 2022. L'inflazione dei **prezzi alla produzione**, dopo il calo di -0,8% a/a in gennaio, è scesa di -1,4% a/a in febbraio, poco di più delle attese di consenso (-1,3% a/a), soprattutto grazie ad un effetto base favorevole. I prezzi sono infatti rimasti invariati rispetto al mese precedente dopo due mesi di cali. La spinta al ribasso è guidata dalla deflazione nel comparto dei beni di produzione, in particolare manufatti e materie prime, e dal rallentamento dell'inflazione dei prezzi di consumo.

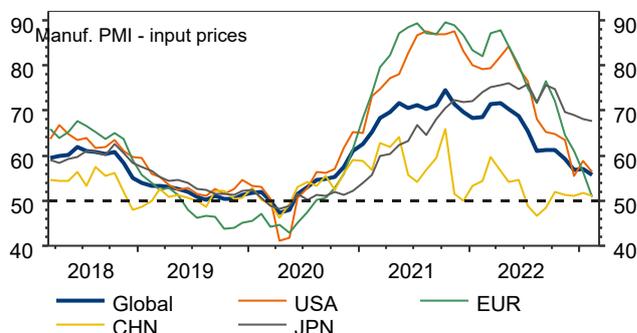
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



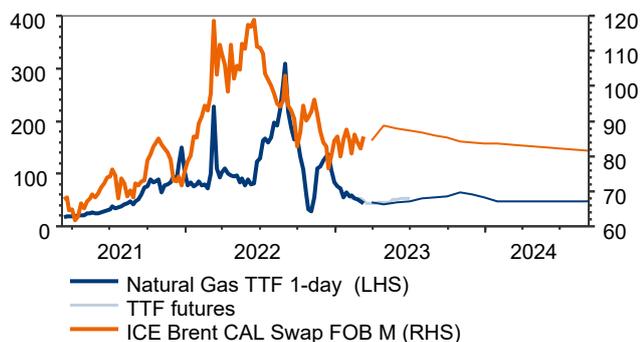
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



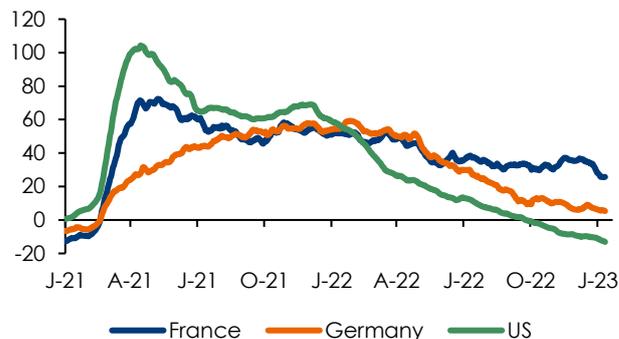
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



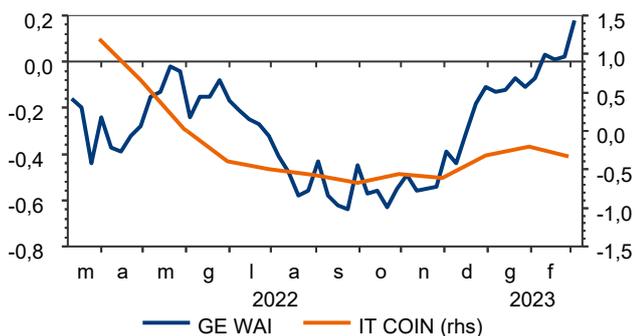
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % a/a)



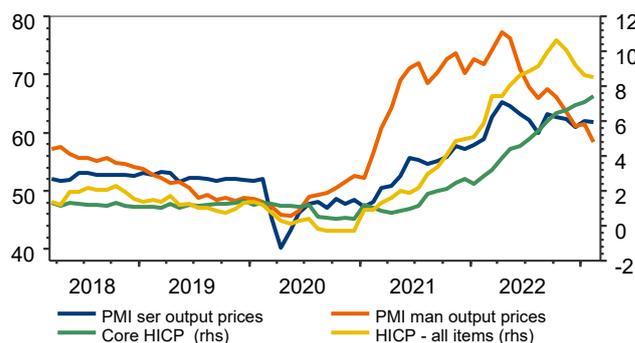
Fonte: Indeed Hiring Lab

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

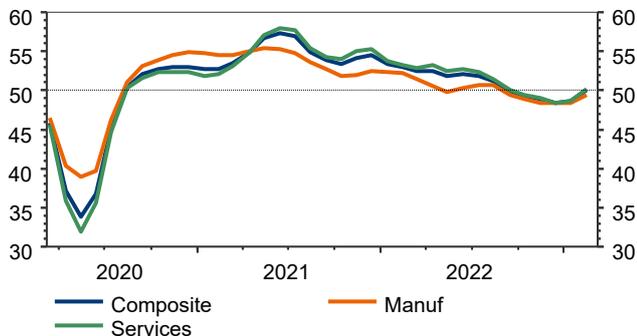
Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

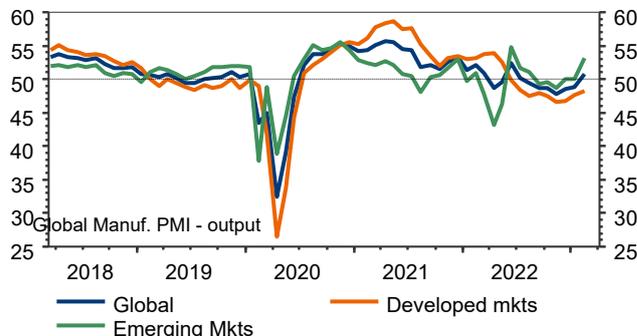
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



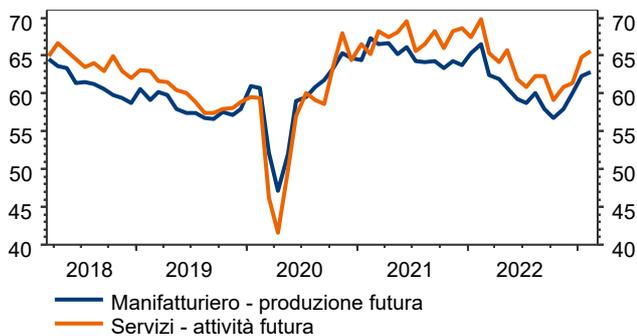
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



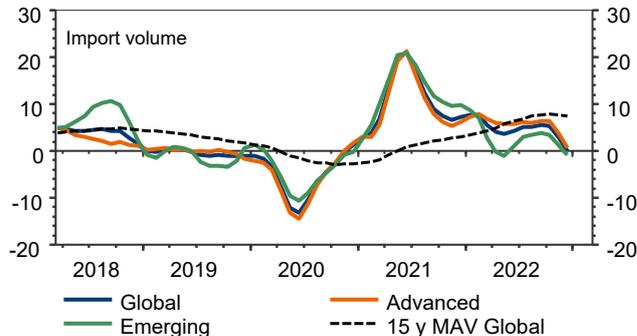
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



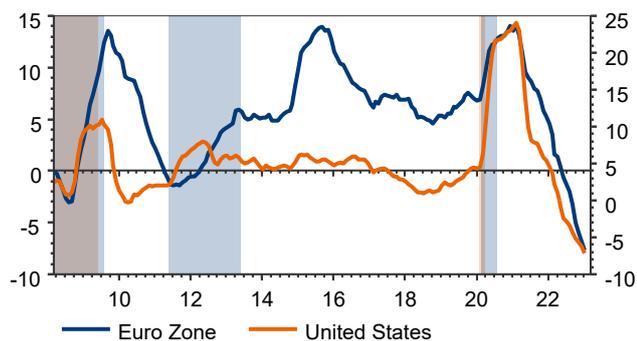
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



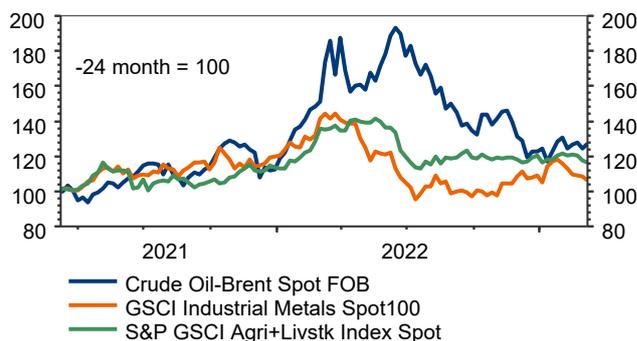
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

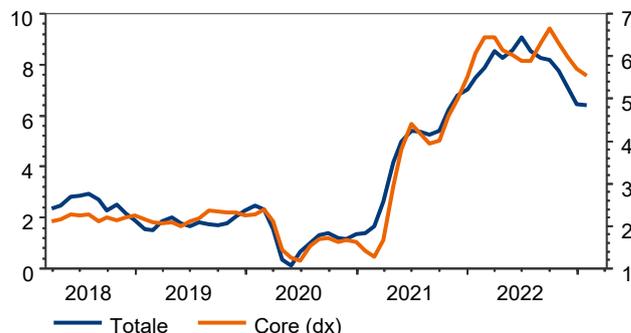
Stati Uniti

Indagini ISM



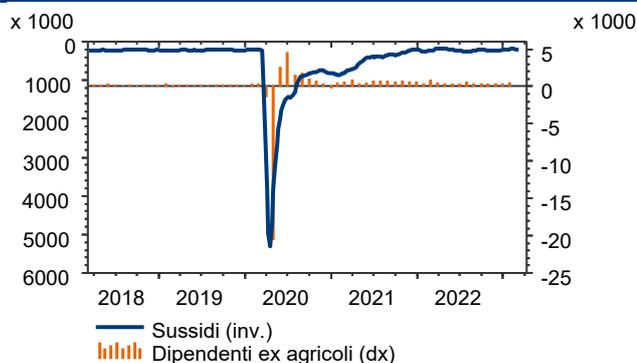
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



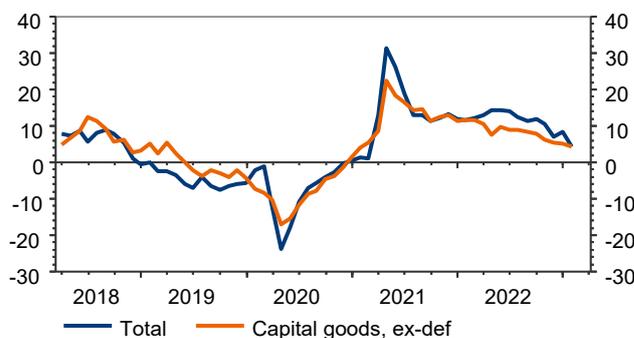
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

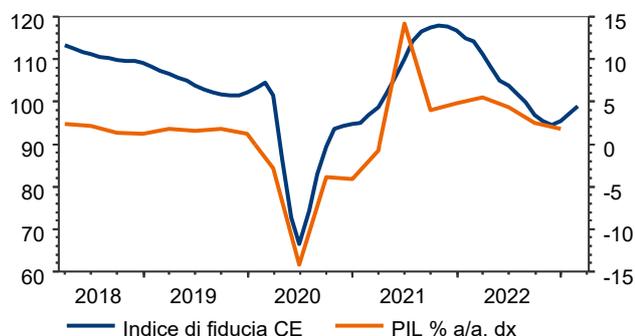
Previsioni

	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	1.8	0.9	0.0
- trim./trim. annualizzato				-1.6	-0.6	3.2	2.7	0.8	0.4	-0.4	-0.7
Consumi privati	2.8	1.6	1.1	1.3	2.0	2.3	1.4	2.5	1.5	0.1	-0.1
IFL - privati non residenziali	3.8	2.1	1.5	7.9	0.1	6.2	3.3	2.8	0.5	-0.2	-0.3
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	4.7	4.9	-4.6	13.8	14.6	-1.6	4.5	4.2	3.5	2.6
Importazioni	8.2	0.3	2.5	18.4	2.2	-7.3	-4.2	4.5	3.6	1.1	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.4	-0.1	0.3	-2.1	-1.4	1.9	-0.8	-0.5	-0.7	-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	4.1	2.7	8.0	8.6	8.3	7.1	5.8	4.0	3.5	3.1
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	3.9	4.3	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	4.0	4.3

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

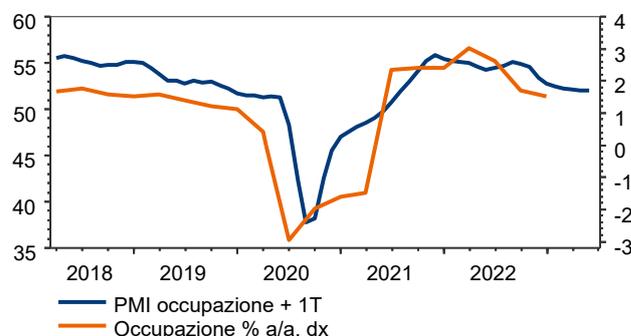
Area euro

PIL



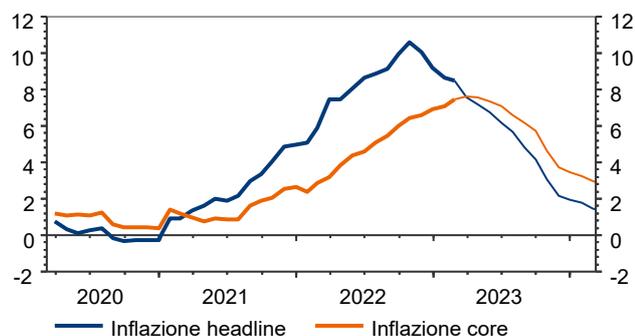
Fonte: Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2022	2023	2024
gennaio	5.1	8.6	1.8
febbraio	5.9	8.5	1.5
marzo	7.4	7.6	1.3
aprile	7.4	7.2	1.4
maggio	8.1	6.8	1.5
giugno	8.6	6.2	1.7
luglio	8.9	5.7	2.0
agosto	9.1	4.8	2.1
settembre	9.9	4.2	2.2
ottobre	10.6	3.1	2.3
novembre	10.1	2.2	2.3
dicembre	9.2	2.0	2.4

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	0.7	1.4	5.5	4.4	2.4	1.8	1.3	0.5	0.3	0.7
- t/t				0.6	0.9	0.4	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
Consumi privati	4.3	0.2	1.2	0.1	1.1	0.9	-0.9	-0.2	0.2	0.2	0.3
Investimenti fissi	3.8	0.6	1.8	-0.7	0.9	3.9	-3.6	0.4	0.6	0.5	0.4
Consumi pubblici	1.1	0.9	0.5	0.1	-0.1	-0.2	0.7	0.3	0.1	0.2	0.2
Esportazioni	7.2	2.1	2.2	1.4	1.7	1.7	0.1	0.1	0.4	0.5	0.6
Importazioni	8.0	1.7	1.8	-0.6	1.9	4.2	-1.9	0.1	0.3	0.4	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	0.0	0.0	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.9	0.4	1.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.0	-4.1	-3.2								
Debito pubblico (% PIL)	92.0	92.0	91.5								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.5	1.9	6.1	8.0	9.3	10.0	8.2	6.7	4.9	2.4
Produzione industriale (a/a)	0.9	0.8	1.6	-0.2	0.4	1.7	1.6	0.4	0.5	0.9	1.5
Disoccupazione (%)	6.7	6.7	6.7	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	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

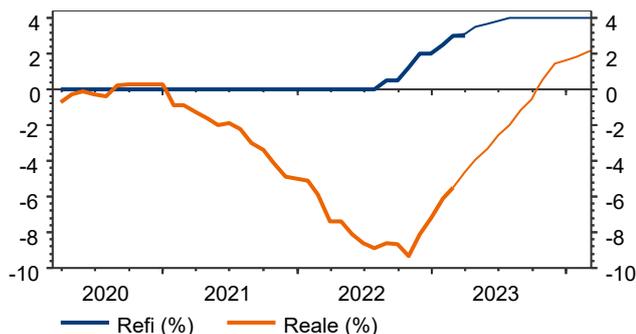
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	9/3	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	1.25	2.50	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00
Euribor 1m	-0.51	0.68	1.88	2.57	2.68	3.42	3.54	3.52
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	2.95	2.93	3.58	3.63	3.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

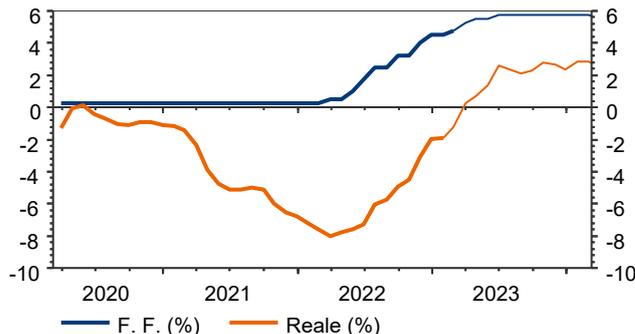


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	9/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	1.75	3.25	4.50	4.75	5.25	5.75	5.75	5.75
OIS 3m	2.18	3.66	4.61	5.10	4.95	5.37	5.41	5.41

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

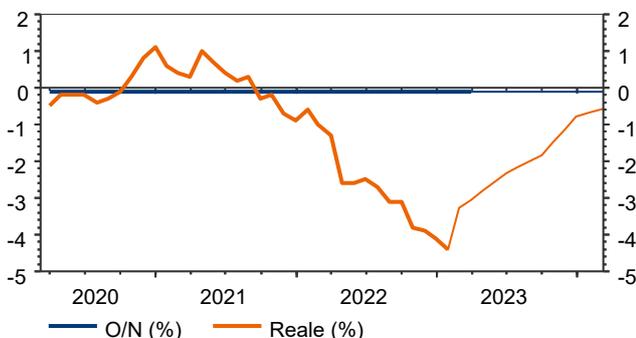


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	9/3	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

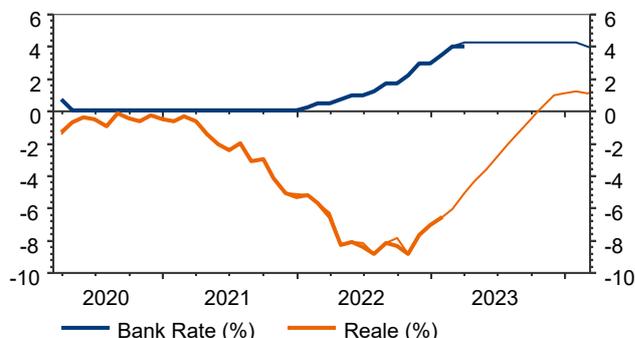


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	9/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	1.25	2.25	3.50	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25
Libor GBP 3m	1.67	3.34	3.87	4.36	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	10/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.11	1.00	1.06	1.07	1.0595	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	109	116	142	137	131	136.43	137	132	125	121	118
GBP/USD	1.39	1.31	1.16	1.23	1.21	1.1948	1.19	1.21	1.22	1.25	1.27
EUR/CHF	1.11	1.03	0.97	0.99	0.99	0.9855	0.99	1.01	1.02	1.04	1.05
EUR/JPY	129	129	143	143	140	144.56	144	142	138	136	135
EUR/GBP	0.86	0.84	0.87	0.86	0.88	0.8865	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
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com