

Weekly Economic Monitor

Il punto

La **Banca Centrale Europea** ha preferito procedere secondo i programmi, alzando i tassi di 50pb. La BCE ha rimarcato la solidità del sistema bancario europeo sul fronte patrimoniale e della liquidità, oltre alla possibilità di intervenire a sostegno della liquidità e contro la frammentazione del mercato, se necessario. Tuttavia, le tensioni finanziarie hanno indotto la Banca centrale a non offrire alcuna indicazione sull'andamento futuro dei tassi. In caso di rientro delle tensioni finanziarie, a nostro giudizio, l'andamento attuale dell'economia giustificerebbe altri rialzi, da 50 a 100pb.

Fed tra due fuochi: rischi finanziari e inflazione persistente. La recente turbolenza nel sistema bancario statunitense ha complicato lo scenario della politica monetaria e rivoluzionato le aspettative di mercato. Sul fronte macroeconomico, i dati di inizio anno hanno evidenziato crescenti rischi di inflazione elevata e persistente e di mercato del lavoro sotto pressione. Sul fronte finanziario, i segnali di stress al sistema bancario stanno aumentando. Prevediamo che, se le misure a sostegno della liquidità riusciranno a mantenere la crisi bancaria all'interno di un comparto circoscritto, il FOMC dovrebbe procedere con un rialzo di 25pb e segnalare un punto di arrivo dei tassi a 5,5%, condizionando la propria azione all'evoluzione delle condizioni del sistema bancario. La forward guidance sarà limitata per via dell'estrema incertezza.

I market mover della settimana

In **area euro** le prime indagini di fiducia di marzo dovrebbero confermare il quadro di recupero per l'attività economica nel 1° trimestre. Il PMI manifatturiero è atteso riavvicinarsi alla soglia d'invarianza, mentre il PMI servizi potrebbe correggere dopo il balzo di febbraio; il PMI composito è visto poco variato rispetto ai livelli di febbraio. L'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe proseguire il percorso di "normalizzazione". Viceversa, l'indice ZEW potrebbe essere affossato dalle recenti turbolenze sui mercati. Infine, la produzione nelle costruzioni nell'Eurozona dovrebbe tornare a crescere a gennaio dopo due mesi di calo.

Questa settimana negli **Stati Uniti** il focus sarà sulla riunione del FOMC, particolarmente rilevante in una fase di contrasto fra i rischi di inflazione persistente e quelli di instabilità finanziaria. L'aggiornamento delle proiezioni del Comitato e l'evoluzione dei dati sul fronte macro dovrebbero portare a un rialzo di 25pb, nonostante le tensioni sul sistema bancario, per ora contenute negli interventi congiunti di Fed e Tesoro. Sul fronte dei dati di febbraio, le vendite di case nuove dovrebbero correggere modestamente, mentre per le case esistenti è prevista una ripresa. Gli ordini di beni durevoli dovrebbero confermare un trend moderatamente positivo al netto di trasporti. I PMI flash di marzo sono previsti in linea con segnali di contrazione nel manifatturiero e modesta espansione nei servizi.

17 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

Il punto

La **Banca Centrale Europea** ha preferito procedere secondo i programmi, alzando i tassi di 50pb. La BCE ha rimarcato la solidità del sistema bancario europeo sul fronte patrimoniale e della liquidità, oltre alla possibilità di intervenire a sostegno della liquidità e contro la frammentazione del mercato, se necessario.

Tuttavia, le tensioni finanziarie hanno indotto la Banca centrale a non offrire alcuna indicazione sull'andamento futuro dei tassi. In caso di rientro delle tensioni finanziarie, a nostro giudizio, l'andamento attuale dell'economia giustificerebbe altri rialzi, da 50 a 100pb.

- Come ci aspettavamo, ieri **la Banca Centrale Europea ha alzato i tassi di 50pb**, malgrado le tensioni finanziarie di questi giorni e maggiori divisioni interne (3-4 consiglieri erano contrari). Il tasso sui depositi presso la BCE, che nelle attuali condizioni di forte eccesso di liquidità rappresenta il principale tasso guida, è così salito al 3,0%. A nostro giudizio, ridimensionare il rialzo dei tassi rispetto a quanto indicato nelle scorse settimane avrebbe rischiato di lanciare un segnale in contrasto con le rassicurazioni sulla solidità del sistema bancario europeo, a fronte di benefici discutibili.
- **L'aumento dell'incertezza ha però indotto la BCE a eliminare qualsiasi indicazione sull'evoluzione futura dei tassi**, anche in termini direzionali. Le tensioni finanziarie sono menzionate come un fattore che potrebbe influenzare le decisioni future, perché potrebbero rendere più restrittive le condizioni di finanziamento. Tuttavia, non sarà l'unico elemento in gioco: il comunicato fa riferimento a una valutazione complessiva dell'andamento economico e finanziario dell'Eurozona, inclusa l'evoluzione dell'inflazione sottostante.
- Nelle **previsioni consegnate dallo staff prima delle turbolenze**, e che sono basate su tassi Euribor al 3,3% nel 2023 e nel 2024, l'inflazione sottostante resta superiore al 2% nel 2025, anche se il divario si è ridotto rispetto alle proiezioni del dicembre 2022. La stima di crescita 2023 è stata significativamente rivista al rialzo da 0,5 a 1%, mentre sono state limate le previsioni per il biennio 2024-25 (ora a 1,6% per entrambi gli anni). Nel complesso, le previsioni dipingono sì un **quadro di avvicinamento alla stabilità dei prezzi**, ma **ancora incompleto** e soggetto a rischi a causa dell'accelerazione dei salari, di livelli di domanda elevati e bassa disoccupazione.
- Per quanto riguarda l'evoluzione delle **tensioni finanziarie**, la BCE ha sottolineato la diversità della situazione dell'Eurozona e la disponibilità di strumenti di intervento. Il comunicato ha rimarcato che il sistema bancario europeo è solido sia sul fronte patrimoniale, sia su quello della liquidità, e che comunque la Banca centrale dispone di strumenti per sostenere la liquidità e garantire un'ordinata trasmissione della politica monetaria (TPI e flessibilità dei reinvestimenti PEPP). La chiusura dello spread BTP-Bund avvenuta ieri dimostra che in questa fase l'effetto di aumento dei tassi ufficiali può essere facilmente compensato da altri fattori, come la compressione delle aspettative sui tassi futuri o la riduzione dell'avversione al rischio.
- **I mercati danno per scontato che i tassi siano più o meno arrivati, e faticano a scontare più di 25pb di ulteriore aumento. Ciò può essere vero in caso di continuazione delle tensioni finanziarie, ma non sarà affatto così se invece le tensioni finanziarie rientreranno**: in tal caso, la necessità di rallentare la domanda interna per frenare l'inflazione sottostante implicherà nuovi rialzi dei tassi (da 50 a 100pb, a nostro giudizio). Nello scenario base ci aspettiamo 25pb di rialzo sia alla riunione del 4 maggio, sia a quella del 15 giugno.

Fed tra due fuochi: rischi finanziari e inflazione persistente. La recente turbolenza nel sistema bancario statunitense ha complicato lo scenario della politica monetaria e rivoluzionato le aspettative di mercato. Sul fronte macroeconomico, i dati di inizio anno hanno evidenziato crescenti rischi di inflazione elevata e persistente e di mercato del lavoro sotto pressione. Sul fronte finanziario, i segnali di stress al sistema bancario stanno aumentando. Prevediamo che, se le misure a sostegno della liquidità riusciranno a mantenere la crisi bancaria all'interno di un comparto circoscritto, il FOMC dovrebbe procedere con un rialzo di 25pb e segnalare un punto di arrivo dei tassi a 5,5%, condizionando la propria azione all'evoluzione delle condizioni del sistema bancario. La forward guidance sarà limitata per via dell'estrema incertezza.

- La **riunione del FOMC** avviene in una fase critica per lo scenario dell'economia americana. Sul fronte macroeconomico, i dati di inflazione e attività di inizio anno e le revisioni ai sentieri di prezzi, consumi e risparmio dell'autunno, hanno messo in discussione i trend di rallentamento del 2022. Sul fronte della stabilità finanziaria, è scoppiato lo "shock bancario" di Silicon Valley Bank (SVB) e Signature Bank, ancora in evoluzione.
- La Fed ha **due tipi di strumenti** per soddisfare i mandati su stabilità dei prezzi e massima occupazione da un lato, e stabilità finanziaria dall'altro. Per il primo mandato, di natura macroeconomica, lo strumento di elezione sono i tassi. Per i problemi collegati alla stabilità finanziaria, invece, gli strumenti sono misure sia a sostegno della liquidità, in caso di rischi di corsa ai depositi, sia di regolamentazione macroprudenziale. La Fed ha ribadito più volte di avere gli strumenti necessari per affrontare e risolvere problemi di stabilità finanziaria, sottolineando che "il focus della politica monetaria deve essere la lotta all'inflazione" (C. Waller).
- Se l'instabilità finanziaria non ha effetti diretti sullo scenario macroeconomico, cioè in caso di crisi bancaria che può essere affrontata con strumenti ad hoc, riteniamo che la Fed scelga di mantenere **al centro delle decisioni sui tassi lo scenario macroeconomico**. In particolare, **la persistenza dell'inflazione dovrebbe rimanere il focus primario per la determinazione della politica monetaria**. La riunione di marzo dovrebbe quindi procedere su due binari, con interventi su ciascuno dei due fronti.
- Powell potrebbe annunciare la preparazione di **misure di rafforzamento della vigilanza sulle banche di medie dimensioni**, più in linea con quelle applicate alle istituzioni "sistemiche", e sottolineare l'importanza degli **interventi attuati sulla scia dei fallimenti di SVB e Signature Bank**. In primo luogo, la Fed ha invocato la Systemic Risk Exception per includere le due banche di media dimensione nel sistema di protezione dei depositi non assicurati dedicato alle banche sistemiche. La garanzia per i depositi non assicurati verrà finanziata dal Deposit Insurance Fund, alimentato dai contributi delle banche. In secondo luogo, è stato istituito il Bank Term Funding Program (BTFP) che garantisce finanziamenti fino a 1 anno a tutte le banche assicurate dall'FDIC, contro collateral con rating elevato (Treasury e titoli delle agenzie), valutato al valore di emissione. La valutazione del collateral permette alle banche di non dover iscrivere a bilancio eventuali perdite in conto capitale.

Instabilità finanziaria

I dati settimanali del **bilancio della Fed** (tabella H.4.1) ieri hanno dato un quadro di aumento di stress generalizzato per la liquidità delle banche. **L'attivo del bilancio è cresciuto di circa 300 mld su base settimanale**, in seguito al rialzo dei prestiti alle banche, saliti a 318 mld, da 15 mld della settimana precedente. In particolare, si registrano aumenti di: 148 mld per l'utilizzo della finestra di sconto; 143 mld per "altre estensioni di credito" probabilmente utilizzate dalle banche fallite, ora sotto la protezione dell'FDIC; un utilizzo molto limitato, 12 mld, del Bank Term Funding Program, istituito questa settimana (v. sopra). A fronte dell'aumento delle attività della Fed, dal lato del passivo, le riserve sono salite di 440 mld, annullando gli effetti del QT. I reverse repo sono scesi di circa 130 mld. Parallelamente, i dati settimanali dei Money Market Funds mostrano che, nel comparto istituzionale, i fondi sono aumentati di 100 mld al 15 marzo, indicando uno spostamento dal sistema bancario a quello dei fondi di mercato monetario (non assicurati). Nel complesso, i dati segnalano una diffusione dello stress originato dai fallimenti di SVB e Signature Bank al sistema bancario nel suo complesso, anche se per ora è difficile valutare se la nuova domanda di liquidità sia dovuta a crisi di fiducia o a genuini problemi di solvibilità. Per questo la Fed avrà bisogno di maggiori informazioni e di

Le banche stanno ricorrendo alla liquidità offerta dalla Fed: stress in aumento, ma non crisi conclamata (almeno per ora)

monitorare l'evoluzione della liquidità nelle prossime settimane. Nella conferenza stampa, Powell sottolineerà la disponibilità della Fed a fornire liquidità come necessario.

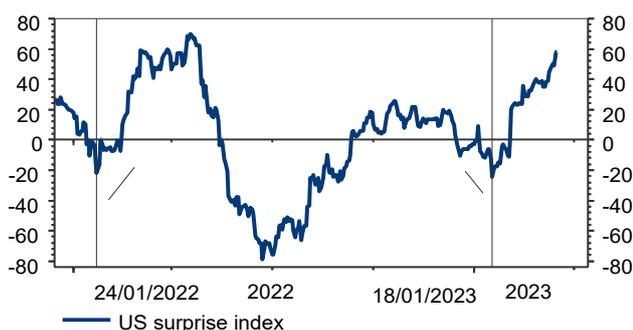
■ Il secondo binario di azione della Fed, relativo ai **rischi macroeconomici**, dovrebbe mantenere in atto il sentiero di rialzi dei tassi. Infatti, a meno di una crisi bancaria sistemica, con conseguente "recessione lampo", la persistenza dell'inflazione è un rischio "chiaro e imminente" per la politica monetaria. Le revisioni ai dati di fine 2022 e le nuove informazioni del 2023 hanno mostrato **un'interruzione dei trend di rallentamento di crescita, occupazione e inflazione visti fino a febbraio**. Per questo, le previsioni macroeconomiche per fine 2023 e 2024 dovranno essere riviste verso l'alto rispetto a quanto pubblicato a dicembre. In particolare, la **persistenza dell'inflazione è maggiore delle attese**, come evidente dalla figura qui sotto e confermato dal CPI di febbraio. Una Fed indifferente ai rischi macroeconomici potrebbe anche generare timori di mancato controllo della dinamica dei prezzi e un aumento controproducente del premio per il rischio di inflazione.

■ Per questo, nella fase attuale, con rischi verso l'alto sull'inflazione, ancora ampiamente superiore all'obiettivo del 2%, il sentiero di rialzo dei tassi dovrebbe proseguire. Se la crisi bancaria resterà all'interno di un comparto circoscritto e le misure a sostegno della liquidità conterranno la crisi di fiducia, **il FOMC dovrebbe procedere con un rialzo di 25pb e un punto di arrivo a 5,5%**.

"Non stabilità" dei prezzi: inflazione elevata e persistente

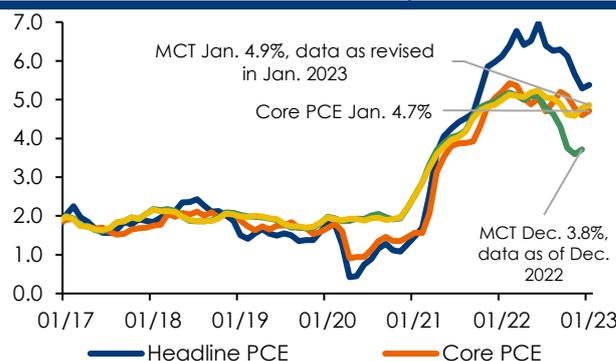
In attesa di chiarezza sulla crisi bancaria, la Fed dovrebbe procedere con un rialzo di 25pb e navigare a vista

Sorprese positive dai dati macroeconomici hanno interrotto i trend di rallentamento visti in autunno



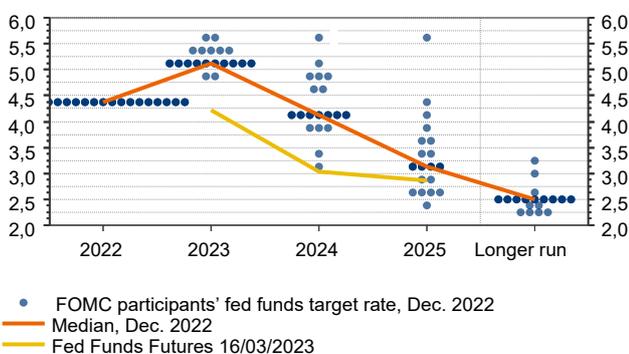
Fonte: Citigroup

L'inflazione è più persistente del previsto: le revisioni di fine 2022 e i dati del 2023 mettono rischi verso l'alto sui prezzi core



Nota: MCT= Multivariate core trend stimato dalla NY Fed. MCT è un modello dinamico dei fattori stimato su dati mensili per i 17 principali settori dell'indice dei prezzi PCE. Scompone l'inflazione di ciascun settore come somma di un trend comune, un trend specifico del settore, uno shock transitorio comune e uno shock transitorio specifico del settore. Il trend dell'inflazione PCE è costruito come somma dei trend comuni e di quelli settoriali ponderati per le quote di spesa. Fonte: BEA, NY Fed

La turbolenza generata dai fallimenti di SVB e di Signature Bank ha rivoluzionato le aspettative sui tassi



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

Proiezioni del FOMC di nuovo da rivedere

Variable	Median				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
Sept. projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
Sept. projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
Sept. projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation	4.8	3.5	2.5	2.1	
Sept. projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
Sept. projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, dicembre 2022. Fonte: Federal Reserve Board

I market mover della settimana

In **area euro** le prime indagini di fiducia di marzo dovrebbero confermare il quadro di recupero per l'attività economica nel 1° trimestre. Il PMI manifatturiero è atteso riavvicinarsi alla soglia d'invarianza, mentre il PMI servizi potrebbe correggere dopo il balzo di febbraio; il PMI composito è visto poco variato rispetto ai livelli di febbraio. L'indice di fiducia dei consumatori dovrebbe proseguire il percorso di "normalizzazione". Viceversa, l'indice ZEW potrebbe essere affossato dalle recenti turbolenze sui mercati. Infine, la produzione nelle costruzioni nell'Eurozona dovrebbe tornare a crescere a gennaio dopo due mesi di calo.

Questa settimana negli **Stati Uniti** il focus sarà sulla riunione del FOMC, particolarmente rilevante in una fase di contrasto fra i rischi di inflazione persistente e quelli di instabilità finanziaria. L'aggiornamento delle proiezioni del Comitato e l'evoluzione dei dati sul fronte macro dovrebbero portare a un rialzo di 25pb, nonostante le tensioni sul sistema bancario, per ora contenute negli interventi congiunti di Fed e Tesoro. Sul fronte dei dati di febbraio, le vendite di case nuove dovrebbero correggere modestamente, mentre per le case esistenti è prevista una ripresa. Gli ordini di beni durevoli dovrebbero confermare un trend moderatamente positivo al netto di trasporti. I PMI flash di marzo sono previsti in linea con segnali di contrazione nel manifatturiero e modesta espansione nei servizi.

Martedì 21 marzo

Area euro

- **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** dovrebbe tornare a crescere a gennaio dopo due mesi di calo. I dati tedeschi hanno registrato un ampio rimbalzo dopo il crollo di fine 2022, e le condizioni meteorologiche favorevoli potrebbero aver sostenuto l'attività anche nel resto dell'Eurozona. Stimiamo un recupero di 4% m/m da un precedente -2,5% m/m. Tuttavia, l'output nel settore potrebbe tornare a flettere nei prossimi mesi, per effetto della restrizione monetaria.
- **Germania.** L'indice **ZEW** dovrebbe aver risentito delle turbolenze sui mercati finanziari degli ultimi dieci giorni, e potrebbe perdere terreno fino a 17,8 da 28,1. La correzione sarebbe di entità minore per l'indice sulla situazione corrente, visto a -46,5 dopo la salita a -50 registrata il mese scorso. Segnali più attendibili sullo stato di salute dell'economia tedesca si avranno dalle survey PMI e IFO, meno sensibili alle fluttuazioni dei mercati finanziari.

Stati Uniti

- Le **vendite di case esistenti** a febbraio sono previste in rialzo a 4,2 mln da 4,02 mln di gennaio, alla luce delle indicazioni positive dei contratti di compravendita, in rialzo da due mesi e dell'aumento delle scorte di abitazioni disponibili.

Mercoledì 22 marzo

Stati Uniti

- La **riunione del FOMC** avviene in una fase critica per lo scenario dell'economia americana. I dati di inflazione e attività di gennaio e le revisioni ai sentieri di prezzi, consumi e risparmio dell'autunno, hanno messo in discussione i trend di rallentamento del 2022. A questo, si è aggiunto lo "shock bancario" di Silicon Valley Bank (SVB) e Signature Bank, ancora in evoluzione. Il Comitato dovrebbe rilevare che l'inflazione è più persistente del previsto e rivedere verso l'alto le proiezioni per il deflatore core a fine 2023 e 2024. Tuttavia, la forward guidance verbale riguardo ai tassi sottolineerà che le decisioni verranno prese riunione per riunione in base all'evoluzione dello scenario macroeconomico e alla valutazione della crisi bancaria. Se, grazie all'ampia offerta di liquidità, la crisi bancaria resterà circoscritta, il FOMC dovrebbe procedere con un rialzo di 25pb e un punto di arrivo a 5,5%.

Giovedì 23 marzo**Area euro**

■ **Area euro.** L'indice di **fiducia dei consumatori** dovrebbe continuare il suo percorso di "normalizzazione" anche a marzo, in scia al calo dei prezzi energetici e ad un mercato del lavoro ancora solido, mentre le recenti tensioni sui mercati finanziari non dovrebbero essersi riflesse sui risultati dell'indagine. Vediamo un rialzo a -18,1 da un precedente -19: sarebbe il sesto incremento consecutivo, che lascerebbe comunque l'indicatore al di sotto dei livelli toccati prima dello scoppio del conflitto in Ucraina, coerentemente con un contesto di domanda delle famiglie ancora debole.

Stati Uniti

■ Le **vendite di case nuove** a febbraio sono attese in calo a 640 mila, dopo l'ampio rialzo a 670 mila di gennaio. Il trend delle vendite dovrebbe rimanere positivo, ma essere più moderato rispetto a quanto visto in autunno, a causa della svolta verso l'alto dei tassi sui mutui.

Venerdì 24 marzo**Area euro**

■ **Area euro.** Le stime flash di marzo degli indici **PMI** dovrebbero confermare il quadro di recupero per l'attività economica nel 1° trimestre dell'anno. Il PMI manifatturiero è atteso riavvicinarsi alla soglia d'invarianza dopo che a febbraio la componente relativa all'output è tornata in territorio espansivo e il rapporto tra scorte e ordini ha mostrato segnali di recupero: prevediamo un miglioramento a 49,2 da un precedente 48,5, che porterebbe l'indice sui massimi dallo scorso agosto. Il PMI servizi dovrebbe rimanere su livelli coerenti con una crescita dell'attività nel settore, ma ci aspettiamo una correzione a 52,4 dopo l'ampio rialzo a 52,7 in febbraio. L'indice composito dovrebbe risultare circa stabile a 51,9 da un precedente 52.

■ **Paesi Bassi.** La stima finale dovrebbe confermare la crescita del **PIL** di 0,6% t/t nel 4° trimestre 2022, dopo la contrazione di -0,2% registrata nei mesi estivi. In termini tendenziali la crescita è attesa al 3,3% a/a da un precedente 3,2%. Il maggiore contributo verrebbe ancora dalla domanda interna, ma anche il canale estero dovrebbe aver fornito un apporto positivo; le scorte dovrebbe invece aver frenato la crescita nel trimestre. Il PIL è atteso in rallentamento a 0,7% quest'anno dopo il 4,5% del 2022.

Stati Uniti

■ Gli **ordini di beni durevoli** di febbraio (prel.) sono previsti in rialzo di 0,6% m/m da -4,5% m/m, grazie a una ripresa delle commesse dell'aeronautica civile, dopo il crollo di gennaio. Al netto dei trasporti, gli ordini dovrebbero segnare una variazione di 0,3% m/m, proseguendo su un trend moderatamente positivo.

■ I **PMI** di marzo (prel.) dovrebbero segnalare persistente debolezza nel manifatturiero, con l'indice a 47,8 da 47,3 di febbraio, mentre nei servizi le indicazioni di espansione marginale visti il mese scorso dovrebbero estendersi, con un rialzo a 51 da 50,6 di febbraio.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (20 – 24 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 20/3	02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	mar	4.3	%		
	02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	mar	3.7	%		
	08:00	GER	PPI a/a		feb	17.8	%		
	08:00	GER	PPI m/m		feb	-1.0	%	-0.5	
Mar 21/3	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mar	-45.1		-46.5	
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mar	28.1		20.0	
	15:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		feb	4.00	Mln	4.17	4.20
Mer 22/3	08:00	GB	CPI m/m		feb	-0.6	%		
	08:00	GB	CPI a/a	*	feb	10.1	%	9.9	
Gio 23/3	13:30	USA	Saldo partite correnti	*	T4	-217.1	Mld \$		
	13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	192	x1000		
	13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.684	Mln		
	15:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	feb	0.670	Mln	0.638	0.640
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	mar	-19.0		-18.2	-18.1
Ven 24/3	00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	feb	4.2	%	3.1	
	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	feb	4.3	%		
	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		mar	47.7			
	06:00	OLA	PIL t/f finale	*	T4	prel 0.6	%	0.6	
	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		feb	-5.1	%		
	08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	feb	0.5	%		
	09:00	SPA	PIL t/f finale	*	T4	prel 0.2	%	0.2	
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	mar	53.1		52.5	52.5
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	mar	47.4		48.0	48.0
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	mar	50.9		51.0	50.5
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	mar	46.3		47.0	47.0
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	mar	52.7		52.6	52.4
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	mar	52.0		52.0	51.9
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	mar	48.5		49.0	49.2
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	mar	53.5			
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	mar	49.3			
	13:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	feb	-4.5	%		0.6
	13:30	USA	Ordinativi, beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	feb	0.8	%		0.3
	14:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	mar	50.6			51.0
	14:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	mar	47.3			47.8
14:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		mar	50.1				
15:00	BEL	Indice ciclico BNB		mar	-12.8				

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

Calendario degli eventi (20 – 24 marzo)

Data	Ora	Paese	*	Evento	
Mar	21/3 13:30	EUR	*	Discorso di Lagarde e Villeroy (BCE)	
Mer	22/3	09:45	*	Discorso di Lagarde (BCE)	
		10:30		Discorso di Lane (BCE)	
		12:30		Discorso di Rehn (BCE)	
		13:00		Discorso di Wunsch (BCE)	
		14:45		Discorso di Panetta (BCE)	
		17:45		Discorso di Nagel (BCE)	
		19:00	USA	**	Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds +25pb a 4,75% - 5,00%)
		19:30	USA	**	Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	23/3	09:40		Discorso di Stournaras (BCE)	
		11:00		Discorso di Holzmann (BCE)	
		13:00	GB	**	Annuncio tassi BoE (previsione Intesa Sanpaolo: bank rate +25pb a 4,25%)
		16:00	GB		Discorso di Mann (BoE)
		17:00	EUR		Discorso di Lane (BCE)
			UE	*	Consiglio europeo
Ven	24/3	02:35		Discorso di De Cos (BCE)	
		10:15		Discorso di Nagel (BCE)	
		17:00	GB		Discorso di Mann (BoE)
			UE	*	Consiglio europeo
			GER		S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	feb	0.5		%	0.4	0.4
CPI a/a	feb	6.4		%	6.0	6.0
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	feb	5.6		%	5.5	5.5
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	feb	0.4		%	0.4	0.5
Indice Empire Manufacturing	mar	-5.8			-8.0	-24.6
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	feb	2.4	(2.3)	%	-0.1	-0.1
Vendite al dettaglio m/m	feb	3.2	(3.0)	%	-0.3	-0.4
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	feb	0.1	(0.5)	%	0.4	0.0
PPI m/m	feb	0.3	(0.7)	%	0.3	-0.1
Scorte delle imprese m/m	gen	0.3		%	0.0	-0.1
Indice Mercato Immobiliare NAHB	mar	42			40	44
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	gen	152.8		Mld \$		31.9
Richieste di sussidio	settim	212	(211)	x1000	205	192
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.713	(1.718)	Mln	1.715	1.684
Indice Philadelphia Fed	mar	-24.3			-15.6	-23.2
Licenze edilizie	feb	1.339		Mln	1.340	1.524
Nuovi cantieri residenziali	feb	1.321	(1.309)	Mln	1.310	1.450
Prezzi all'import m/m	feb	-0.4	(-0.2)	%	-0.2	-0.1
Produzione industriale m/m	feb	0.0		%	0.2	
Impiego capacità produttiva	feb	78.3		%	78.4	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	mar	67.0			67.0	
Indice anticipatore m/m	feb	-0.3		%		-0.3

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

Il **CPI a febbraio è aumentato di 0,4% m/m** (6% a/a, dal picco di 9,1% a/a a giugno), dopo 0,5% m/m del mese precedente. **Energia e alimentari** hanno dato contributi di segno opposto alla dinamica dei prezzi. L'energia (-0,6% m/m, 5,2% a/a) è stata spinta dalla benzina (1% m/m, -2% a/a), ma frenata dalle altre voci del comparto. Per gli alimentari, l'aumento complessivo è di 0,4% m/m (9,5% a/a), con prezzi in rialzo per gli alimentari consumati a casa (0,3% m/m, 10,2% a/a) e sempre forti per quelli forniti dalla ristorazione (0,6% m/m, 8,4% a/a). Le variazioni positive per l'indice headline sono diffuse all'abitazione, che ha contribuito per circa il 70% alla variazione totale, e a gran parte dei servizi, oltre che a diverse categorie di beni. Sanità e auto nuove registrano invece correzioni.

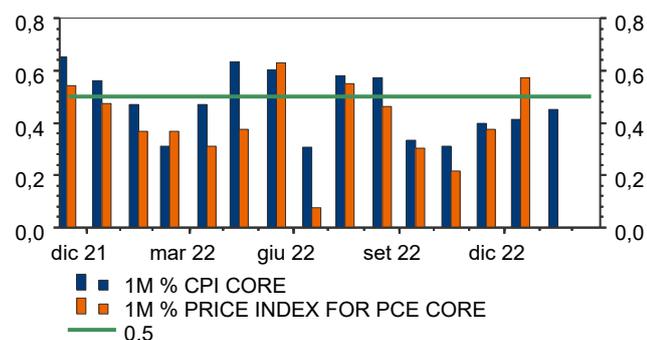
L'**indice core ha registrato una variazione di 0,5% m/m, dopo 0,4% m/m a gennaio**, confermando i timori di un'inversione del trend verso rialzi compresi fra 0,3% e 0,4% m/m dell'autunno. La variazione tendenziale, a 5,5% a/a, è sui minimi da dicembre 2021. Alcune voci sono in calo, sia per i servizi, sia per i beni. Il focus per lo scenario dei prezzi resta concentrato sui servizi core.

- I **beni core hanno prezzi stabili su base mensile** (1% a/a), e confermano che la fase di contrazioni si è interrotta, con il ritorno a un sentiero in linea con la regolarità pre-pandemica di variazioni moderate senza un trend significativo. Gli aumenti di abbigliamento (0,8% m/m, 3,3% a/a), auto nuove (0,2% m/m, 5,8% a/a), arredamento (0,8%, 6,3% a/a), sono controbilanciate da un'inattesa correzione per le auto usate (-2,8% m/m, -13,6% a/a), istruzione e comunicazione (-0,8% m/m, -10,5% a/a). La frenata dei beni core sta perdendo velocità, ma medicinali, abbigliamento e auto nuove dovrebbero rallentare nei prossimi mesi con l'aumento dell'offerta nei settori ancora sotto pressione (in particolare, auto). In ogni caso, il futuro della disinflazione è in mano ai servizi.
- I **servizi ex-energia** in aumento di 0,6% m/m (7,3% a/a), mettono in dubbio il rallentamento visto nei 4 mesi precedenti, con un rialzo medio a 0,5% m/m, pur restando su un trend verso il basso rispetto alla parte centrale del 2022. I **servizi abitativi** danno il contributo principale all'inflazione core, con una variazione complessiva di 0,8% m/m (8,1% a/a), da 0,7% m/m di gennaio, spinta da affitti (0,8% m/m, 8,8% a/a), affitti figurativi (0,7% m/m, 8% a/a) e dalla residenza diversa dall'abitazione (2,3% m/m, 6,7% a/a). L'abitazione di residenza potrebbe rallentare in misura più consistente nei prossimi mesi, sulla scia degli effetti del calo dei prezzi delle case e dei nuovi contratti di affitto.

□ Il resto dell'indice core è una combinazione di voci in rialzo e in calo, con una prevalenza di variazioni positive ed elevate. I trasporti registrano un incremento di 1,1% m/m (14,6% a/a), spinti dal rimbalzo delle tariffe aeree (6,4% m/m), della manutenzione e delle assicurazioni. I servizi sanitari (-0,7% m/m, 2,1% a/a) sono frenati dal calo delle assicurazioni sanitarie (-4,1% m/m) dovuto alla metodologia di rilevazione diversa da quella del deflatore, che si protrarrà per tutto l'anno. I servizi ospedalieri rallentano con una variazione marginale di 0,1% m/m, mentre i servizi medici correggono di -0,3% m/m. I servizi ricreativi accelerano ancora, con un rialzo di 1,2% m/m (6,3% a/a). Anche gli "altri servizi personali" preoccupano, con una variazione di 1,1% m/m (5,2% a/a). La spinta dei servizi finanziari (2,8% m/m) è una storia a sé, non collegata a eccessi di domanda, ma anche le altre voci del comparto altri servizi vedono incrementi significativi e superiori alla media delle altre categorie. Nel complesso, i dati danno indicazioni di persistenti, e crescenti, pressioni inflazionistiche nel comparto dei servizi core ex-abitazione.

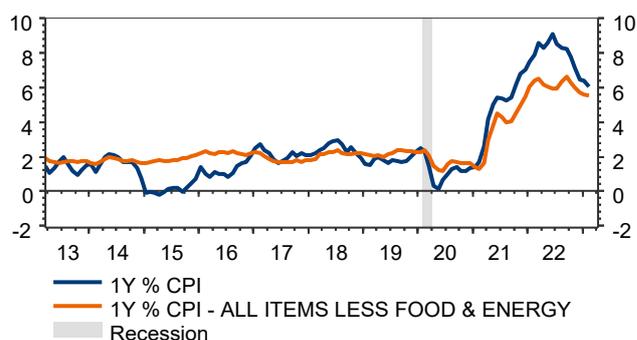
La dinamica mensile core nei prossimi trimestri potrà rallentare ulteriormente per via della svolta attesa nel comparto "pesante" dell'abitazione. Tuttavia, i prezzi dei servizi core ex-abitazione, legati all'andamento dei salari e dell'eccesso di domanda di lavoro, non danno segni di ritracciamento e si mantengono su un trend non coerente con un rallentamento dell'inflazione.

Inflazione core: pressioni per tassi più alti



Fonte: BLS, BEA

Il picco però dovrebbe essere alle spalle



Fonte: BLS

Le vendite al dettaglio di febbraio hanno mostrato una contrazione di -0,4% m/m, dopo 3,2% m/m di gennaio (rivisto da 3% m/m). Il dato al netto delle auto è in calo di -0,1% m/m. In generale le correzioni di febbraio sono state moderate ed hanno confermato un solido trend verso l'alto per la maggior parte delle voci. Il quadro che emerge dalle vendite dei primi due mesi dell'anno è di significativa riaccelerazione della crescita dei consumi nel 1° trimestre.

Il PPI di febbraio ha sorpreso verso il basso, con un calo di -0,1% m/m e un rialzo modesto per l'indice core (0,2% m/m). I prezzi dei beni core sono saliti di 0,35% m/m e i servizi per i consumatori hanno dato indicazioni di moderazione (sanità, tariffe aeree) che fanno prevedere un deflatore core in aumento più contenuto rispetto al CPI core di febbraio.

L'indice Empire della NY Fed a marzo è calato a -24,6 da -5,5 di febbraio, con indicazioni di miglioramento delle strozzature all'offerta, ma deterioramento della domanda. Ordini, consegne, occupazione segnalano contrazione, e gli indici a 6 mesi indicano previsioni di stabilità.

L'indice della Philadelphia Fed a marzo è rimasto in territorio recessivo, con un incremento marginale a -23,2 da -24,2 di febbraio. Gli indici di ordini e fatturato sono scesi sui minimi da maggio 2020, a -28,2 e -25,2, rispettivamente, e per l'occupazione si registra una flessione a -10,3 da 5,1. Gli indici di prezzo continuano a segnalare aumenti dei prezzi in rallentamento, intorno alle medie di lungo periodo. L'indagine segnala ulteriore debolezza nel settore.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** all'11 marzo sono tornate a scendere, a 192 mila, dopo il rialzo inatteso della settimana precedente (a 212 mila). Anche i sussidi esistenti sono calati a inizio marzo, confermando l'assenza di rallentamento della domanda di lavoro.

I **nuovi cantieri residenziali** di febbraio hanno segnato un ampio rimbalzo, a 1,45 mln, in aumento di 9,8% m/m da 1,321 mln di gennaio. Anche l'attività per le unità già iniziate ha registrato un ampio aumento mensile, che contribuirà a migliorare il quadro degli investimenti residenziali del 1° trimestre. Le **licenze** sono in rialzo a 1,524 mln (+13,8% m/m) da 1,339 mln di gennaio, con indicazioni positive per le costruzioni nei prossimi mesi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	gen	0.3 (1.6)	%	1.8
Bilancia commerciale	feb	-3498.6 (-3496.6)	Mld ¥ JP	-1069.4
Produzione industriale m/m finale	gen	-4.6	%	-5.3

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

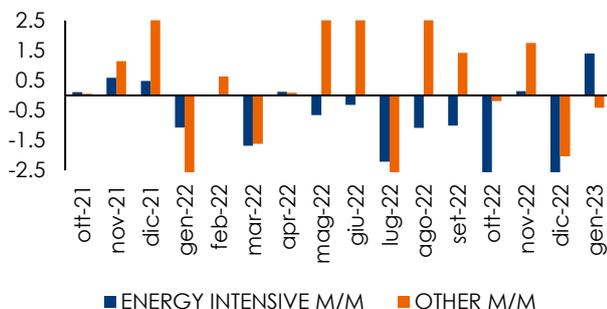
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	gen	-1.3 (-1.1)	%	0.4
EUR	CPI a/a finale	feb	8.5	%	8.5
EUR	CPI m/m finale	feb	-0.2	%	0.8
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	feb	7.4	%	7.4
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T4	3.7 (2.9)	%	5.7
FRA	IPCA m/m finale	feb	1.0	%	1.0
FRA	IPCA a/a finale	feb	7.2	%	7.3
FRA	CPI m/m Ex Tob	feb	0.4	%	1.1
ITA	Produzione industriale m/m	gen	1.2 (1.6)	%	-0.1
ITA	IPCA a/a finale	feb	9.9	%	9.9
ITA	IPCA m/m finale	feb	0.2	%	0.1
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	feb	0.3	%	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	feb	9.2	%	9.1
ITA	Bilancia commerciale (totale)	gen	1.360 (1.067)	Mld €	-4.194
ITA	Bilancia commerciale (EU)	gen	-2.640 (-2.932)	Mld €	-2.808
SPA	IPCA a/a finale	feb	6.1	%	6.0

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

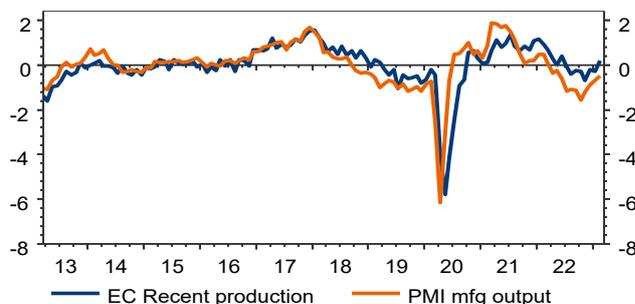
Area euro. La produzione industriale è cresciuta di 0,7% m/m a gennaio dopo il calo di -1,3% m/m a dicembre. Il dato è però gonfiato dalla volatile lettura irlandese: tra le principali economie, solo la Germania ha registrato un incremento. Le indagini di fiducia suggeriscono che la produzione potrebbe essere salita anche a febbraio e in media nel 1° trimestre, ma il recupero dell'industria sembra essere dovuto più alla normalizzazione dei fattori all'offerta (prezzi energetici, strozzature nelle catene produttive) che ad una riaccelerazione della domanda.

Torna a crescere la produzione nei settori a maggiore intensità di energia a gennaio



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

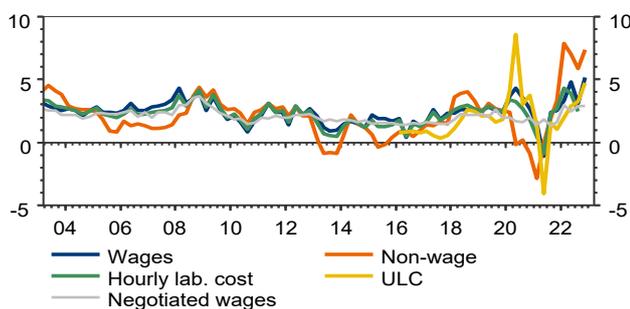
Le indagini suggeriscono che la produzione è in fase di recupero dopo un debole 4° trimestre



Nota: indici standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione UE, S&P Global

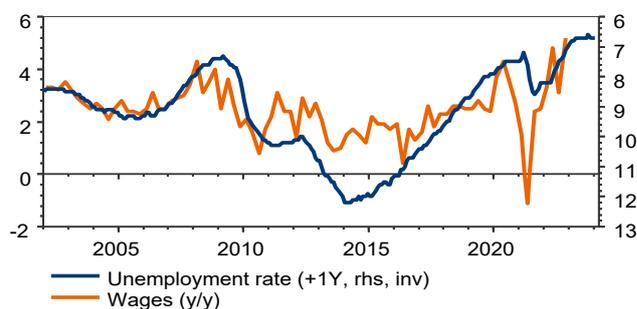
Area euro. Nel 4° trimestre la crescita dei **salari orari** ha accelerato ben oltre le attese portandosi al 5,1% a/a, un record dall'inizio delle rilevazioni (almeno dal 2002), dopo che il dato relativo ai tre mesi precedenti è stato rivisto al rialzo al 3% da 2,1%. Anche la componente non salariale ha accelerato al 7,7% a/a da 5,9%, portando l'incremento tendenziale del costo del lavoro al 5,7% da un precedente 3,7%. L'accelerazione delle retribuzioni risulta diffusa a tutte le maggiori economie: Germania (5% da 1,1%), Francia (5,5% da 4,4%), Italia (5,3% da 1%) e Spagna (4,1% da 2,5%), nonché ai principali settori. Le richieste di recupero di potere d'acquisto in un contesto di mercato del lavoro ancora teso sono compatibili con ritmi di crescita dei salari ancora sostenuti nei prossimi trimestri generando addizionali pressioni al rialzo sulla dinamica futura dell'inflazione core.

Accelerano le misure sul costo del lavoro nel 4° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

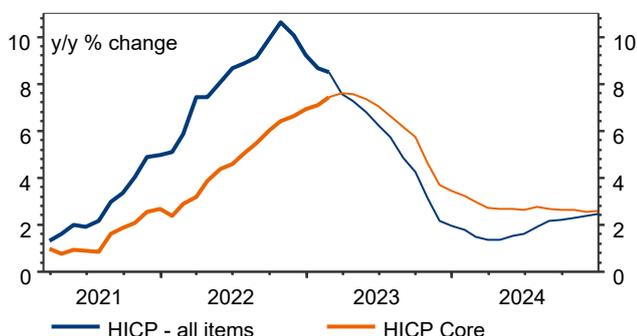
Il mercato del lavoro resta coerente con una crescita ancora sostenuta dei salari nel corso del 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

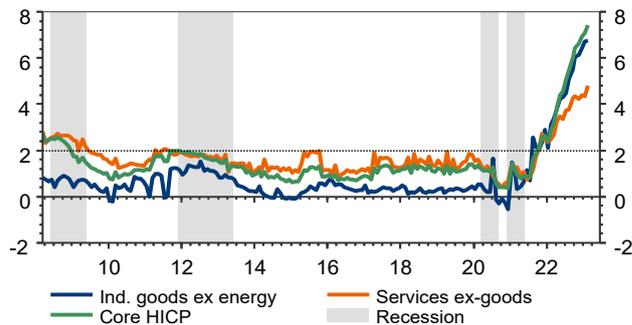
Area euro. La **seconda lettura** ha confermato che l'**inflazione** è calata marginalmente a febbraio, all'8,5% da 8,6% di gennaio. Di contro, è cresciuta ancora l'inflazione core al netto di energetici e alimentari freschi, che ha toccato un nuovo massimo al 7,4% dal 7,1% precedente. Nel mese, i prezzi 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 (+1,7% m/m), spinti al rialzo dagli alimentari freschi (+3,7% 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 (a 15% da 14,1% di gennaio) 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 prospettiva, il rallentamento dell'inflazione headline è atteso proseguire nei prossimi mesi, per via sia degli effetti base favorevoli sull'energia, la cui decelerazione 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 (è anche possibile che il punto di svolta per i beni alimentari sia imminente). Nelle nostre stime, l'indice potrebbe attestarsi al 2% a fine anno, e scendere temporaneamente sotto la soglia BCE nella prima parte del 2024; tuttavia, ci aspettiamo una risalita successiva (che porterebbe il tendenziale a fine 2024 intorno a 2,5%) per effetto del venir meno dell'impatto delle misure governative. In media annua, l'inflazione è vista al 5,5% nel 2023 e al 2% 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). Nel nostro profilo previsivo vediamo un indice core BCE al 3,5% a fine 2023 e al 2,6% a fine 2024 (e in media d'anno pari a 6,2% quest'anno e 2,7% il prossimo).

Dinamica dei prezzi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

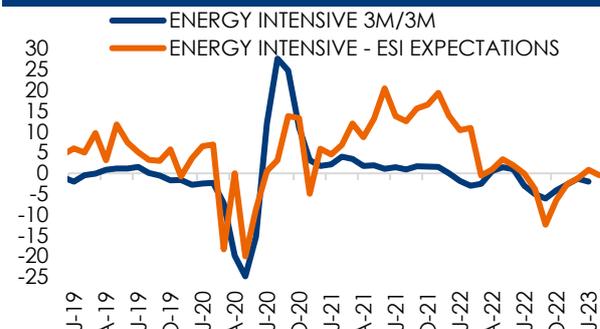
Italia. La **produzione industriale** è calata di -0,7% m/m a gennaio, dopo il progresso di 1,2% di dicembre (rivisto da 1,6%). A differenza che in altri Paesi europei, la produzione nei settori ad alta intensità energetica si è contratta ancora a gennaio (-0,9% m/m), ma la tendenza di calo si è andata via via attenuando nel periodo più recente, e, sulla base delle indagini, è atteso un recupero nei prossimi mesi. Le più ampie flessioni sono venute da settori molto orientati all'export come il farmaceutico e la meccanica (-6,1% e -4,7% m/m, rispettivamente), anche sulla scia di un tasso di cambio meno favorevole. L'industria non dovrebbe frenare il PIL nel 1° trimestre 2023, segnalando così rischi verso l'alto sulla nostra previsione di un'attività economica stagnante nel trimestre in corso. Abbiamo di recente rivisto al rialzo la nostra previsione sulla crescita del PIL italiano quest'anno (dallo 0,6%, già ampiamente al di sopra del consenso negli ultimi 6 mesi, allo 0,8%), grazie alla moderazione dei prezzi energetici, mentre abbiamo ridotto la nostra stima per il 2024 (dall'1,8% all'1,5%, che resta peraltro al sopra della stima media di consenso), sulla scia degli effetti ritardati della stretta monetaria della BCE.

Le indagini segnalano un possibile miglioramento della produzione industriale nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Nei settori energivori la tendenza dell'output negli ultimi mesi si è fatta meno negativa, e le imprese mostrano un miglioramento delle aspettative



Nota: i settori ad alta intensità energetica sono carta, chimica, raffinerie e metalli. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Commissione UE

Italia. Nel 4° trimestre 2022 gli **occupati** sono cresciuti dello 0,5% t/t, con un aumento di 120 mila unità, mentre sono diminuiti gli inattivi (-108 mila; -0,8%). Di conseguenza i disoccupati sono calati di -30 mila unità (-1,5% t/t) e il tasso di disoccupazione è sceso a 7,8% da 8% precedente. Il progresso registrato dagli occupati coinvolge tutti i principali settori di attività economica a eccezione dell'industria in senso stretto (-0,3% t/t da +0,1%), e risulta guidato dalle costruzioni (+0,9% da -0,3%) e dai servizi (+0,7% dopo un'occupazione stagnante nei tre mesi precedenti). Rispetto a fine 2019 però solo le costruzioni hanno ampiamente recuperato i livelli pre-pandemici (+266 mila unità, +20,2%), mentre il divario non si è ancora completamente chiuso né per l'industria (-14 mila unità, -0,3%) né per i servizi (-23 mila, -0,1%). Il monte ore lavorate per

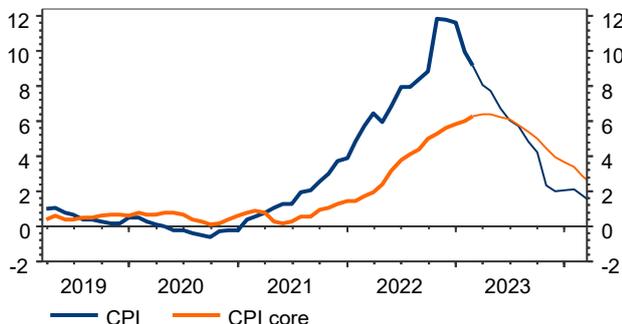
dependente è calato nell'industria (-0,7%) mentre è aumentato nei servizi (0,4%). Il tasso di posizioni vacanti è cresciuto ancora (di un decimo nell'industria e di due decimi nei servizi, al 2,3% in entrambi i casi). Sono i servizi di alloggio e ristorazione a registrare il più elevato tasso di posizioni vacanti (4,7%), seguiti dalle costruzioni (3,4%).

Italia. La **produzione nelle costruzioni** è cresciuta per il terzo mese su base congiunturale a gennaio (1,4% m/m da un precedente 0,4%), e la variazione tendenziale e corretta per i giorni lavorativi ha accelerato al 5,9% da 4,8% di dicembre. L'output nel settore ha visto un ampio rimbalzo nel 4° trimestre 2022, e il dato di gennaio lascia la produzione in rotta per un'espansione anche a inizio 2023. Tuttavia, difficilmente vedremo una riaccelerazione dell'edilizia nel corso del 2023: la presenza di commesse in fase dovrebbe sostenere l'attività, ma la stretta sugli incentivi fiscali e gli effetti dei rialzi dei tassi avranno un impatto calmierante sul settore nei prossimi trimestri.

Italia. I dati sul **commercio internazionale** di gennaio hanno registrato un modesto incremento per le esportazioni (+0,2% m/m) a fronte di un ulteriore ampio calo (il quinto consecutivo) per le importazioni (-3,2% m/m). La sostanziale stagnazione dell'export è imputabile soprattutto all'energia (-18%), al netto della quale le vendite all'estero sarebbero in rialzo dell'1% m/m; in flessione anche i beni strumentali (-5,1%), al secondo calo mensile consecutivo dopo l'ampio rialzo di novembre. Si registrano al contrario marcati progressi per i beni di consumo (+4,1%) e intermedi (3,7%), dopo le flessioni di fine 2022. La diminuzione dell'import è dovuta ancora una volta ai prodotti energetici (-15,6%). In calo per il terzo mese anche gli acquisti di beni intermedi (-3,8%), a fronte di un robusto progresso per i beni strumentali (5%) e i durevoli (3,2%). A gennaio il deficit energetico rimane ampio ma sostanzialmente stabile rispetto a un anno prima (-7,8 miliardi da -7,6), mentre migliora l'avanzo nell'interscambio di prodotti non energetici (3,6 miliardi contro 1,1 mld a gennaio 2022). Si riduce quindi il disavanzo commerciale, a -4,2 miliardi da -6,5 miliardi dello stesso mese dello scorso anno.

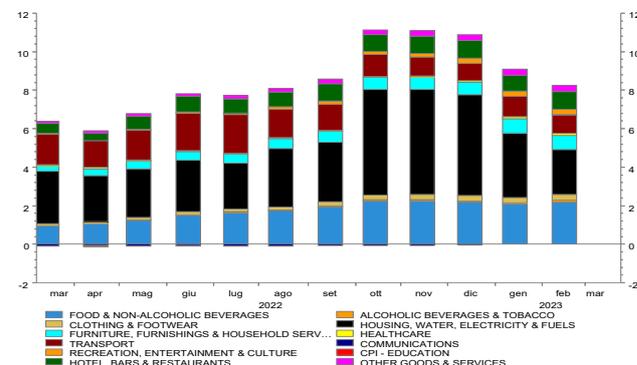
Italia. L'**inflazione** di febbraio è stata rivista al ribasso di un decimo sia sull'indice armonizzato che su quello nazionale, rispettivamente, al 9,8% e al 9,1% a/a; a gennaio l'inflazione era al 10,7% sulla misura armonizzata e al 10% sulla nazionale. Nel mese i prezzi sono cresciuti di +0,2% m/m sul NIC e di +0,1% m/m sull'IPCA. Il rallentamento tendenziale è imputabile prevalentemente all'energia (da 42,5% a 28,2% a/a; -4,4% m/m), spinta al ribasso dalla flessione della componente regolamentata (da -12% a -16,4% a/a) e dalla decelerazione di quella non regolamentata (da 59,3% a 40,8% a/a). Nel mese si registra, infatti, una flessione dei prezzi sul mercato non tutelato sia per l'energia elettrica (da 174,8% a 101,3% a/a; -9,3% m/m) che per il gas naturale (da 117,8% a 72,9% a/a; -15,4% m/m). Sono cresciuti ancora, invece, i prezzi degli alimentari (da 12,2% a 12,9% a/a; +1,5% m/m), quelli dei tabacchi (per effetto dell'aumento delle accise), nonché i listini nei servizi (da 4,2% a 4,4% a/a; +0,4% m/m), questi ultimi spinti al rialzo soprattutto dai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona. Anche l'inflazione al netto di energia e alimentari freschi è stata rivista al ribasso al 6,3% (comunque in salita rispetto al 6% di gennaio). Riteniamo che la discesa graduale dell'inflazione italiana sarà guidata principalmente dall'energia, vista la recente evoluzione dei prezzi del gas naturale, mentre l'indice core, sia pure su ritmi più contenuti che nel resto dell'Eurozona, non sembra ancora aver raggiunto un picco. **Vediamo un tendenziale a fine anno al 2,4% sull'IPCA e al 2% sul NIC.**

L'inflazione italiana ha svoltato per quanto riguarda l'indice generale mentre l'inflazione core non ha ancora raggiunto un picco



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

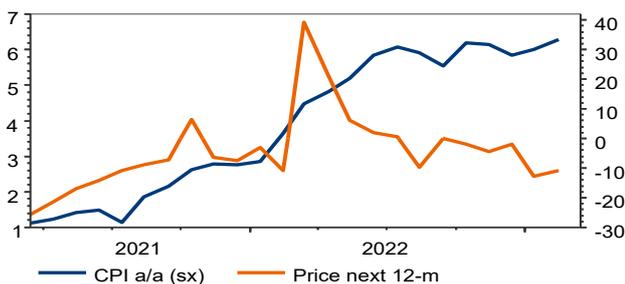
Italia: contributi all'inflazione annua



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

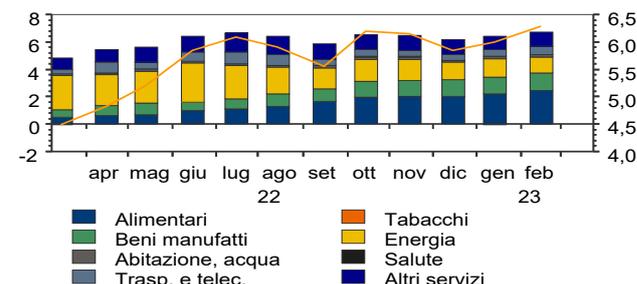
Francia. La **stima finale** dell'**inflazione** di febbraio è stata rivista al rialzo di un decimo sia sull'indice armonizzato che su quello nazionale, rispettivamente al 7,3% dal 7% di gennaio e al 6,3% a/a dal 6% del mese precedente. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento dell'1,1% m/m sull'indice armonizzato e di un punto su quello nazionale. La spinta al rialzo è arrivata soprattutto da alimentari (1,7% m/m) ed energia (1,6% m/m), quest'ultima cresciuta per via dell'aumento dei prezzi dell'elettricità dovuto alla rivalutazione delle tariffe regolamentate, solo in parte compensato dal calo dei prezzi dei prodotti petroliferi (-1,2% m/m); a febbraio sono cresciuti sia i servizi (0,8% da 0,1% m/m) che i beni industriali (0,8% da -1,1% m/m), vista la fine dei saldi invernali. Gran parte della crescita tendenziale è spiegata ancora da alimentari (14,8% da 13,3% precedente) ed energia, sebbene questa componente abbia rallentato al 14,1% dal 16,3% di gennaio. I beni industriali hanno registrato un'accelerazione al 4,7% dal 4,5% precedente, così come i servizi (al 3% a/a dal 2,6% di gennaio). L'inflazione core sul CPI è salita al 6,1% da 5,6% di gennaio. Per via della diversa tempistica delle misure varate dal Governo, l'inflazione francese potrebbe mostrare nei prossimi mesi una dinamica divergente rispetto al resto dell'Eurozona, toccando un picco solo durante l'estate. La crescita tendenziale dei prezzi dovrebbe moderare al 2,6% (sull'indice armonizzato) a fine 2023.

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



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

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



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

Cina

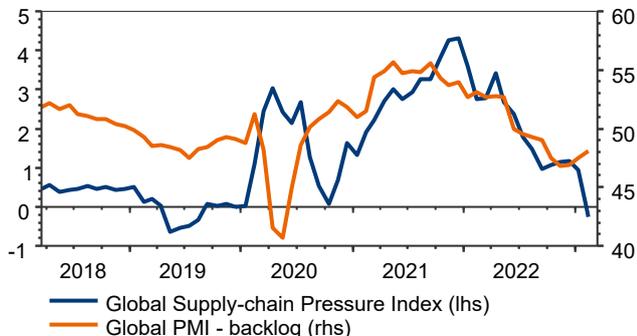
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	feb	3.6	%	2.4
Vendite al dettaglio cumulate a/a	feb	-0.25	%	3.55
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	feb	5.1	%	4.4
Produzione industriale a/a	feb	1.3	%	2.6
Vendite al dettaglio a/a	feb	-1.8	%	3.5

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

I dati di attività dei primi due mesi dell'anno sono stati generalmente positivi. Le **vendite al dettaglio** hanno segnato un rialzo di 3,5% a/a, dopo il calo di -1,8% a/a di dicembre. Anche la **produzione industriale** e gli **investimenti fissi** hanno dato segnali incoraggianti, con variazioni di 2,4% a/a (dopo 1,8% a/a di dicembre) e 5,5% a/a (da 5,1% a/a di dicembre), rispettivamente. I dati sono in linea con le informazioni delle indagini e confermano una ripresa rapida in seguito alla riapertura dell'economia dopo la fine dei lockdown.

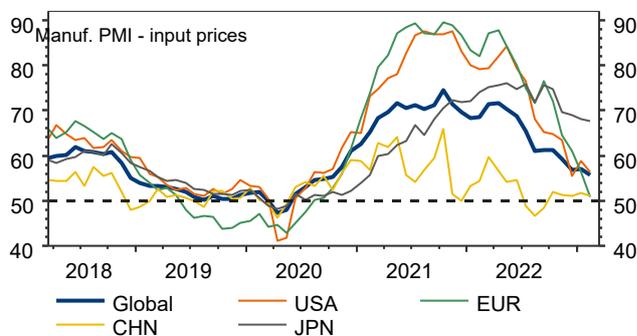
Monitor congiunturale

Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



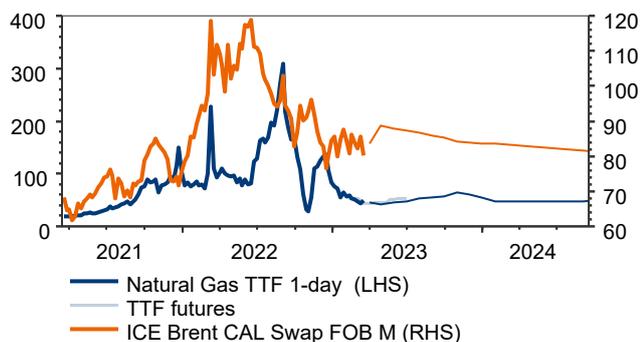
Fonte: New York Fed, IHS Markit

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



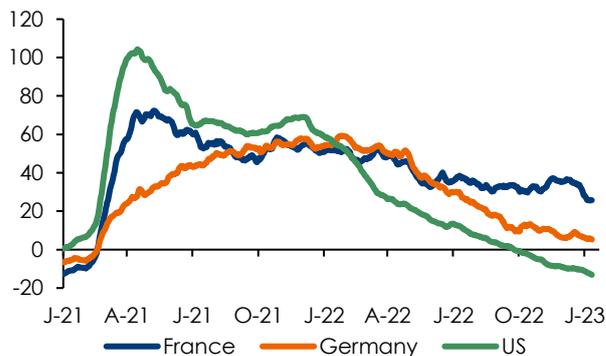
Nota: indici di diffusione. Fonte: IHS Markit

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



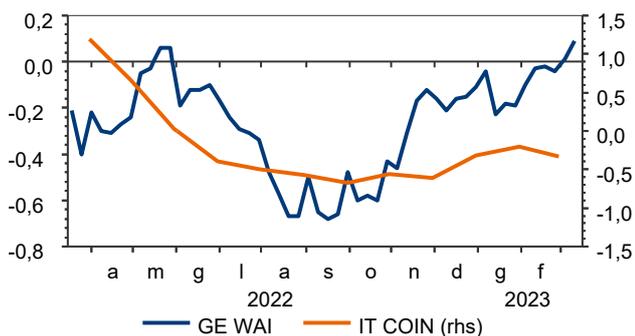
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Offerte di lavoro (variazione % a/a)



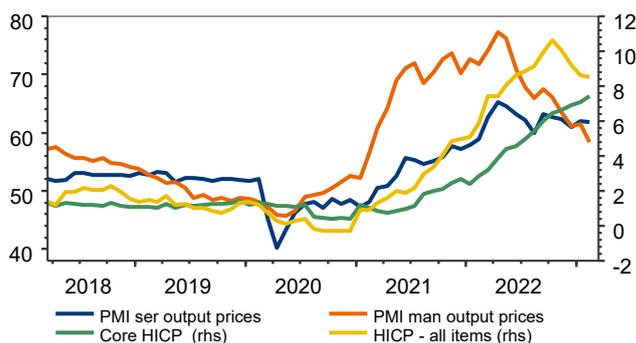
Fonte: Indeed Hiring Lab

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

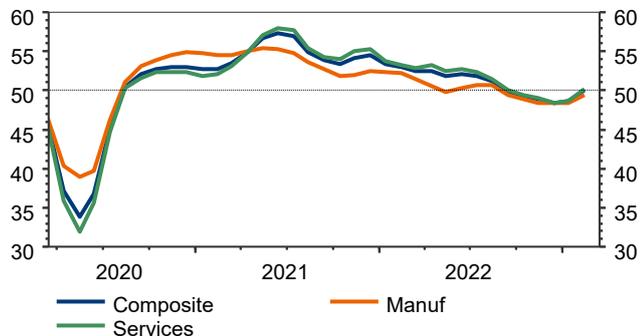
Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

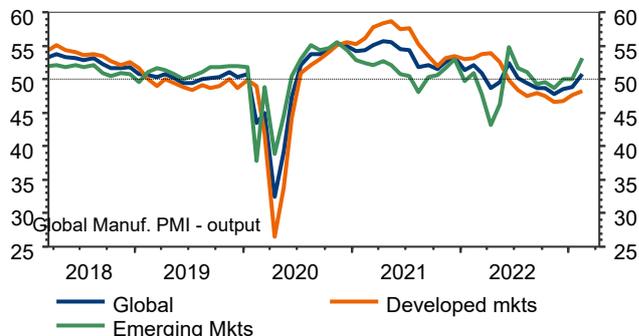
Tendenze dell'economia globale

PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



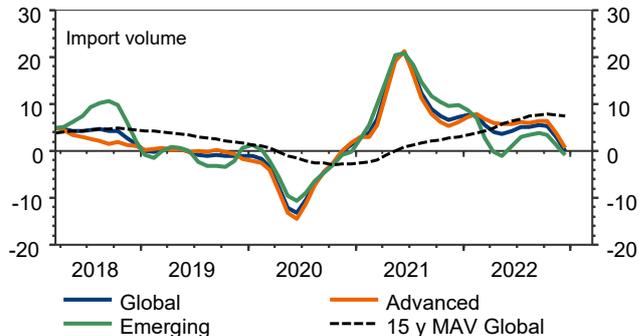
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Global PMI: aspettative a 12 mesi



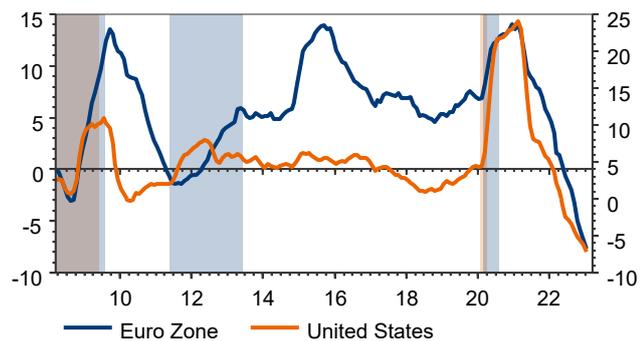
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

Andamento del commercio mondiale



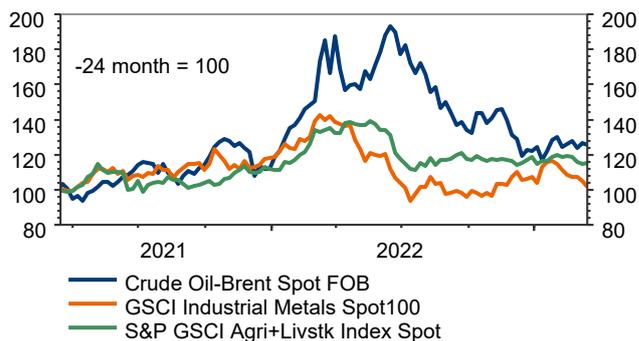
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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

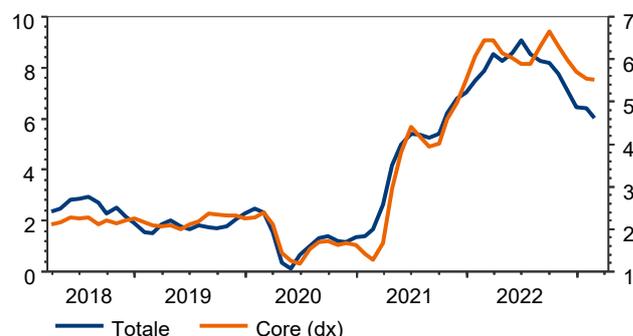
Stati Uniti

Indagini ISM



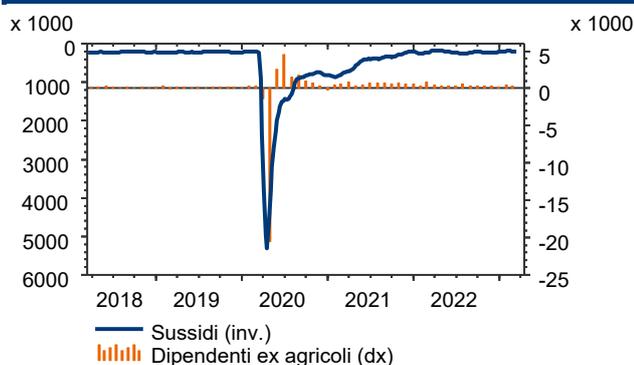
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

CPI – Var. % a/a



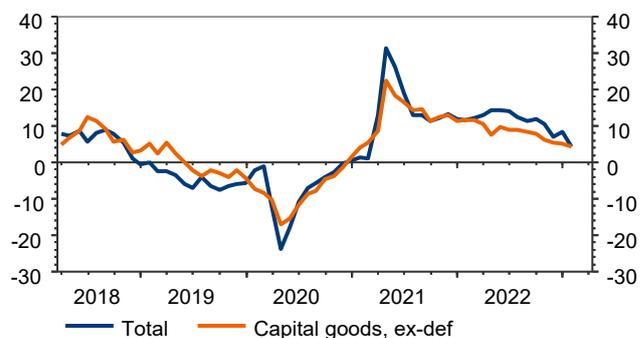
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

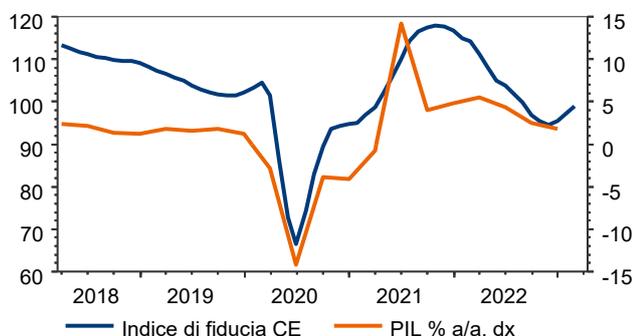
Previsioni

	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	2.6	8.0	8.6	8.3	7.1	5.8	4.1	3.5	3.2
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

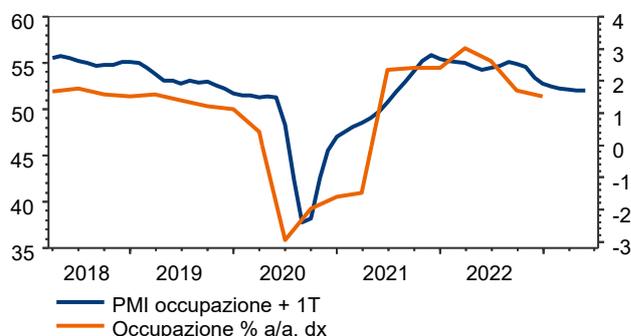
Area euro

PIL



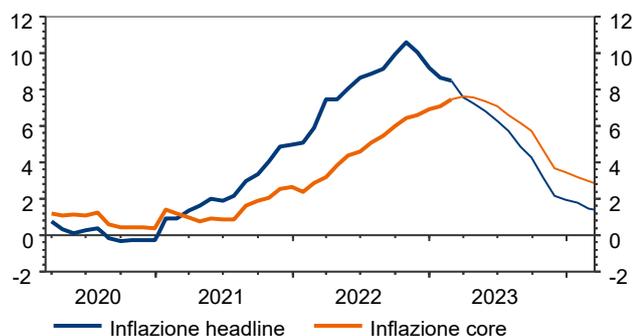
Fonte: Eurostat, Commissione UE

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	7.3	1.4
maggio	8.1	6.8	1.5
giugno	8.6	6.3	1.6
luglio	8.9	5.7	1.9
agosto	9.1	4.9	2.2
settembre	9.9	4.3	2.2
ottobre	10.6	3.2	2.3
novembre	10.1	2.2	2.4
dicembre	9.2	2.0	2.5

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	0.6
- t/t				0.6	0.9	0.4	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
Consumi privati	4.3	0.1	1.3	0.1	1.1	0.9	-0.9	-0.3	0.1	0.2	0.3
Investimenti fissi	3.8	0.7	2.7	-0.7	0.9	3.9	-3.6	0.4	0.5	0.6	0.7
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	-0.3	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2
Partite correnti (% PIL)	-0.9	0.4	1.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.0	-4.1	-3.2								
Debito pubblico (% PIL)	93.6	94.7	93.8								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.5	1.9	6.1	8.0	9.3	10.0	8.2	6.8	5.0	2.4
Produzione industriale (a/a)	2.2	1.3	1.8	1.6	2.0	3.3	2.1	1.1	1.0	1.2	2.0
Disoccupazione (%)	6.7	6.8	6.6	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.7
Euribor 3 mesi	0.34	3.56	3.95	-0.53	-0.36	0.48	1.77	2.63	3.44	4.02	4.16

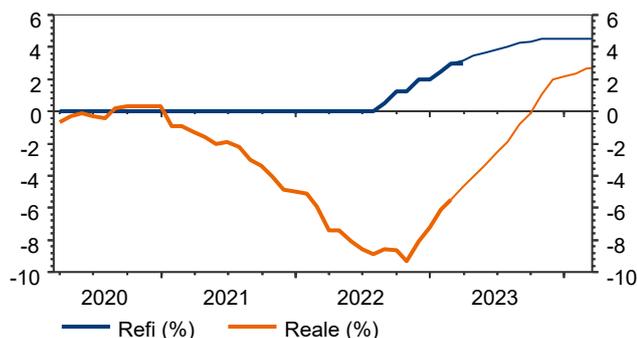
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	16/3	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	1.25	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	4.50
Euribor 1m	-0.51	0.68	1.88	2.65	2.56	3.38	3.92	4.03
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	2.75	2.90	3.65	4.13	4.12

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

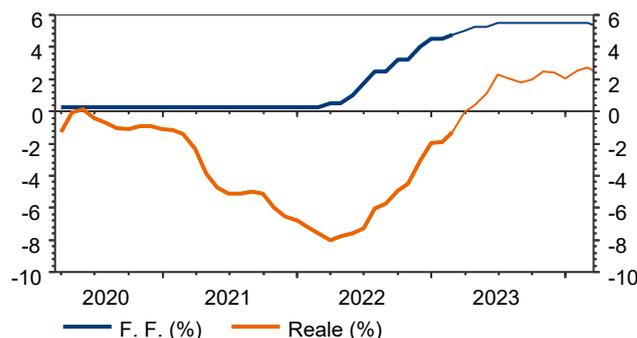


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Stati Uniti

	giu	set	dic	16/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	1.75	3.25	4.50	4.75	5.00	5.50	5.50	5.50
OIS 3m	2.18	3.66	4.61	4.88	5.00	5.48	5.55	5.55

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

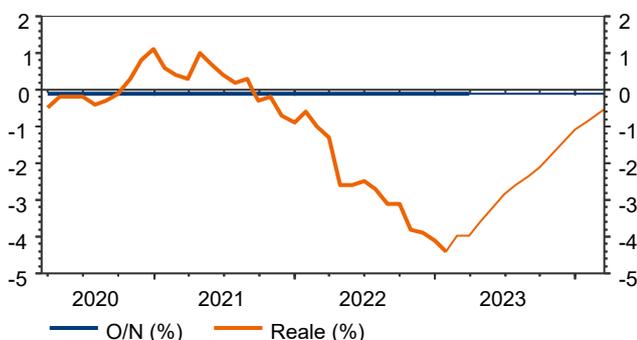


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

Giappone

	giu	set	dic	16/3	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

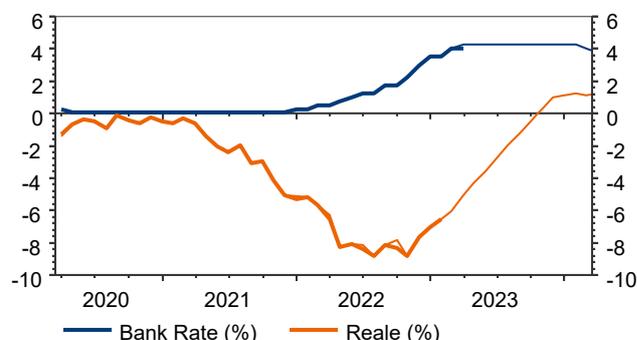


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	16/3	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	4.24	4.30	4.25	4.20	4.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	17/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.11	1.00	1.06	1.06	1.0632	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	109	118	143	137	134	133.18	137	132	125	121	118
GBP/USD	1.39	1.32	1.14	1.22	1.20	1.2131	1.19	1.21	1.22	1.25	1.27
EUR/CHF	1.10	1.04	0.96	0.99	0.99	0.9850	0.99	1.01	1.02	1.04	1.05
EUR/JPY	130	131	143	146	143	141.62	144	142	138	136	135
EUR/GBP	0.86	0.84	0.87	0.87	0.89	0.8762	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