



La Bussola dell'Economia Italiana

Direzione Studi e Ricerche

Marzo 2023

IMI | CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

La bussola dell'economia italiana**Indice****L'evoluzione dello scenario congiunturale**

Il contro-shock energetico è atteso prevalere sugli effetti dei rialzi dei tassi

Sintesi della previsione macroeconomica

Produzione industriale resiliente a inizio 2023

Fiducia delle imprese manifatturiere in miglioramento

Le costruzioni tengono più del previsto per ora, sostenute dai lavori arretrati

Dopo la frenata di fine 2022, i servizi mostrano segnali di ripresa

Il calo dei prezzi sostiene sia la fiducia che la spesa delle famiglie a inizio 2023

Il mercato del lavoro resta robusto

Il deficit commerciale rimane molto ampio ma ha cominciato a ridursi

L'inflazione ha iniziato a rallentare, ma restano rischi al rialzo sull'indice core

Marzo 2023**2****2****7****8****9**

Nota Mensile

10**11****Direzione Studi e Ricerche****12****13****14****Paolo Mameli**

Economista Macro Italia

15**Andrea Volpi**

Economista

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Il contro-shock energetico è atteso prevalere sugli effetti dei rialzi dei tassi

Il contro-shock energetico ci ha indotto a rivedere al rialzo la stima sul PIL 2023 (già più ottimista del consenso), a 0,8%. Viceversa, abbiamo limato al ribasso a 1,5% la previsione per il 2024, sulla scia degli effetti ritardati della restrizione monetaria e della minore generosità dei bonus edilizi.

Paolo Mameli

Per la prima volta dallo scoppio della guerra in Ucraina, **abbiamo rivisto al rialzo la stima di crescita per il PIL italiano quest'anno, a 0,8%** da 0,6% (già da tempo significativamente superiore al consenso). La revisione è dovuta all'ampia riduzione dei rischi sul fronte della crisi energetica, sia per quanto riguarda l'incertezza in merito alle forniture di gas (dato il taglio dei consumi e l'elevato livello delle scorte), sia per ciò che concerne i prezzi (la nostra assunzione sul TTF è pari ora a 54 euro per kWh in media quest'anno, da 140 atteso tre mesi fa, e da 131 in media nel 2022). Lo scenario in corso d'anno è coerente con un'attività economica stabile nel 1° trimestre 2023 e un ritorno alla crescita, dell'ordine di due decimi a trimestre su base congiunturale, nei restanti trimestri dell'anno. Al momento non vediamo effetti tangibili sulla crescita italiana della volatilità sui mercati finanziari indotta dai recenti fallimenti di alcuni istituti bancari negli Stati Uniti e in Svizzera: il rischio di contagio al sistema finanziario domestico appare molto ridotto, e l'impatto sulla crescita del PIL dei movimenti sui mercati in termini di irrigidimento delle condizioni finanziarie e effetti-ricchezza per ora si misura in meno di un decimo di punto percentuale.

La revisione della crescita attesa sarebbe stata anche più significativa se non fosse stato per gli effetti di una restrizione monetaria più accentuata del previsto, che però, considerando l'usuale ritardo nella trasmissione all'economia reale, ci ha indotto a **limare al ribasso la previsione per il 2024, a 1,5% da un precedente 1,8%**; la stima resta peraltro superiore al consenso. Il nostro scenario di base vede una accelerazione del ritmo di crescita su base trimestrale dell'ordine di 0,4% t/t nel 2024, per via del contro-shock su reddito disponibile delle famiglie e margini di profitto delle imprese, nonché dei residui spazi di recupero post-pandemico nei settori dei servizi che più erano stati colpiti dal Covid-19. Inoltre, nel 2024 si dovrebbero far sentire massimamente gli effetti della piena implementazione, anche in fase di cantierizzazione delle opere, del PNRR.

I **consumi** delle famiglie si stanno confermando la componente di domanda che risente maggiormente dello shock inflazionistico. Confermiamo la nostra stima di una crescita dei consumi quest'anno inferiore a quella del PIL, e vicina allo zero (0,3%, con qualche rischio verso l'alto), dopo l'ampio rimbalzo post-pandemico del biennio precedente. Particolarmente penalizzati dall'aumento dei prezzi sono i consumi di beni non durevoli, ma anche i durevoli (tipicamente *interest-sensitive*) potrebbero evidenziare una lieve contrazione quest'anno. Viceversa, i consumi di servizi sono visti mantenere un ritmo positivo, sia pure in chiaro rallentamento rispetto al 2022, sulla scia della normalizzazione post-pandemica dei comportamenti dei consumatori. Nel 2024, i consumi privati potrebbero riaccelerare, tornando a crescere nelle nostre stime in linea con il PIL, all'1,5%, grazie alla ripresa del reddito disponibile reale delle famiglie (che stimiamo possa tornare in territorio positivo in termini tendenziali già dalla fine di quest'anno) e grazie alla tenuta del mercato del lavoro (sulla base della legge di Okun corretta per il tasso di posizioni vacanti, il rallentamento ciclico visto da fine 2022 dovrebbe indurre un aumento solo di qualche decimo del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri).

Lo scenario è più variegato dal lato degli **investimenti**. Negli anni recenti, anche grazie al supporto fiscale (non solo dai bonus edilizi ma anche dagli incentivi del programma "Transizione 4.0"), la dinamica degli investimenti (non solo in costruzioni) in Italia è stata molto positiva e superiore a quella registrata negli altri maggiori Paesi dell'Eurozona. In prospettiva:

- Il maggiore rischio al ribasso sul ciclo nei prossimi trimestri viene dagli investimenti in **costruzioni**, visto il combinato disposto dei rialzi dei tassi e della minore generosità degli incentivi fiscali (amplificata dalla "stretta" su sconto in fattura e cessione dei crediti). D'altro canto, quest'anno il settore sarà sostenuto dal consistente volume di lavori arretrati (22

miliardi solo per gli investimenti ammessi a Superbonus ancora da completare a fine febbraio; sulla base delle indagini, le imprese del settore dispongono di 15 mesi di lavori arretrati), mentre l'anno prossimo dovrebbero cominciare a farsi sentire gli effetti della cantierizzazione delle opere infrastrutturali previste dal PNRR. Nel complesso, ci aspettiamo una sostanziale stagnazione degli investimenti in costruzioni nel biennio in corso.

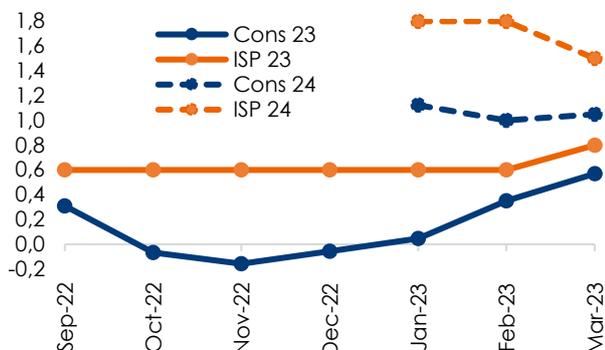
- Viceversa, gli **investimenti al netto delle costruzioni** si stanno dimostrando resilienti: le imprese, anche durante lo shock inflazionistico, sembrano essere state in grado di preservare adeguati livelli di profittabilità e liquidità, e sembrano aver considerato come temporanee le difficoltà legate ai rincari dei costi, beneficiando al contempo della drastica attenuazione dei problemi di approvvigionamento di materiali; inoltre, il ritardo accumulato nel passato sul fronte della doppia transizione ("verde"/energetica e digitale) sembra poter alimentare ancora una dinamica positiva della spesa in conto capitale nei prossimi anni, e su questo trend si innesteranno gli effetti anche sul settore privato del PNRR; viceversa, i rialzi dei tassi, e l'impatto del rallentamento nelle costruzioni, costituiranno degli elementi di freno; nel complesso, pensiamo che la dinamica per gli investimenti in macchinari e attrezzature sia destinata a rimanere positiva quest'anno, e a mantenere all'incirca gli stessi ritmi nel 2024 (sopra il 4% per la spesa in macchinari e attrezzature e sopra il 2% per gli investimenti totali).

Il **commercio estero** è atteso dare un contributo positivo al PIL nel 2023, in quanto il contro-shock energetico sta favorendo un calo piuttosto rapido dell'import (non solo in valore ma anche in volume) di energia e beni intermedi. Al contempo, le esportazioni anche in termini reali stanno mostrando un buon dinamismo (superiore a quello della media dell'Eurozona, probabilmente per via di una più favorevole specializzazione settoriale e per mercato di sbocco), anche grazie al sostegno offerto dal tasso di cambio nei confronti del dollaro (che ha toccato un punto di minimo a fine settembre ma che resta storicamente favorevole). Nel complesso, vediamo un import sostanzialmente stagnante nel 2022 (0,4%) e in riaccelerazione l'anno prossimo (2,7%), mentre l'export potrebbe tenere meglio quest'anno (3,4%) e rallentare (al 2,5%) nel 2024.

È attesa continuare nei prossimi mesi la discesa dell'**inflazione** (verso il 2% sul NIC a fine 2023), ma unicamente per via del rientro dei prezzi energetici (a cui potrebbe aggiungersi una svolta, nei prossimi mesi, anche per gli alimentari); tuttavia, l'inflazione italiana è attesa restare superiore alla media area euro per gran parte del 2023, per via proprio di un maggior contributo della componente energia (spiegato in parte dal mix energetico sfavorevole rispetto a Francia o Spagna, in parte da interventi normativi diretti sui prezzi meno ampi che altrove, ad esempio in Germania). Viceversa, l'inflazione core è più contenuta che nel resto dell'Eurozona, e dovrebbe rimanere tale anche nei prossimi mesi, per via di una dinamica salariale più moderata.

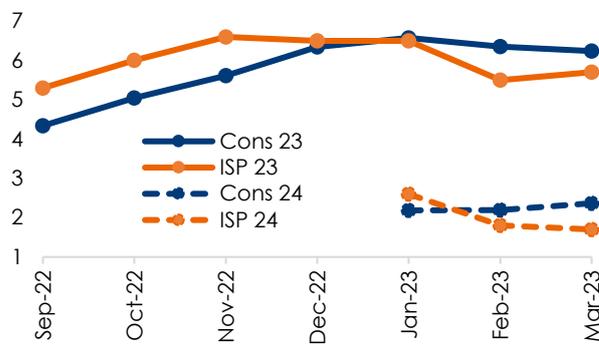
In tema di **finanza pubblica**, la riclassificazione dei crediti fiscali legati ai bonus edilizi ha gonfiato il deficit di competenza nel biennio scorso, e avrà un impatto in senso peggiorativo anche sul disavanzo dell'anno corrente (stimiamo di oltre 10 miliardi). Al contempo, assumiamo che le misure contro il caro-prezzi implementate dal Governo per oltre 20 miliardi a valere sul 1° trimestre vengano prorogate in forma ridotta (per circa 10 miliardi), ma che emergano dei risparmi (per almeno 5 miliardi) sugli interventi approvati in precedenza. Ne deriverebbe un rapporto deficit/PIL al 5,6% nell'anno in corso (rispetto al 4,5% incluso nell'ultimo quadro governativo programmatico). Viceversa, nei prossimi anni il sentiero del debito sarebbe più favorevole rispetto agli ultimi obiettivi ufficiali governativi: il disavanzo tendenziale per il 2024 calerebbe al 3%, e si attesterebbe al 2,4% nel 2025 (contro 3,7% e 3% rispettivamente, attesi dal Governo in precedenza). Il rapporto debito/PIL è atteso mantenere una traiettoria discendente, più rapida di quanto atteso dal Governo (nelle nostre stime, al 143,2% quest'anno e al 140,4% nel 2025). Su questo quadro si innesterà il prossimo scenario programmatico di finanza pubblica che il Governo inserirà nel DEF atteso entro il 10 aprile, che dovrà tener conto del venir meno della sospensione delle regole fiscali UE a partire dal prossimo anno.

Fig. 1 – Abbiamo alzato ulteriormente la nostra previsione sul PIL 2023 (già ampiamente superiore al consenso), limando viceversa quella per il 2024



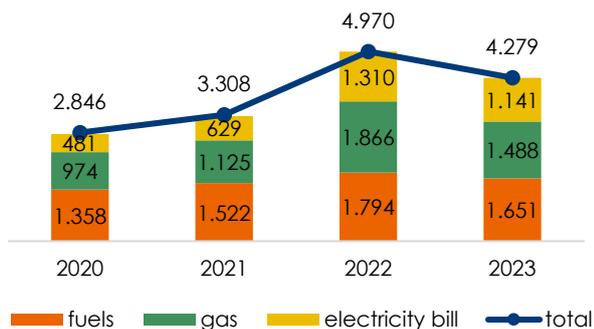
Nota: stime sulla crescita % annua del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, Consensus Forecasts di Consensus Economics

Fig. 2 – Negli ultimi mesi la moderazione dei prezzi energetici ci ha indotto a rivedere al ribasso (e al di sotto del consenso) le stime di inflazione sia per il 2023 che per il 2024



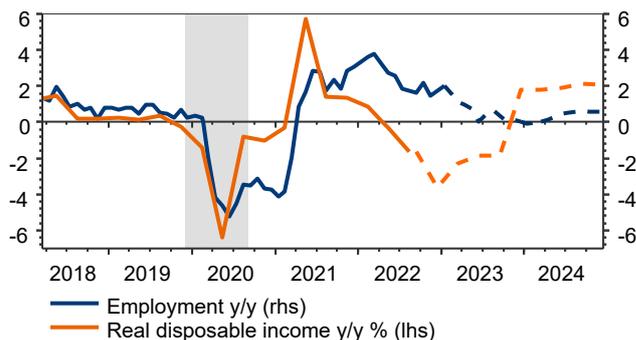
Nota: stime sulla crescita % annua del CPI (NIC). Fonte: Intesa Sanpaolo, Consensus Forecasts di Consensus Economics

Fig. 3 – In base agli ultimi sviluppi, la bolletta energetica per la famiglia tipo potrebbe costare meno nel 2023 rispetto al 2022 (ma molto più che nel 2020-21)



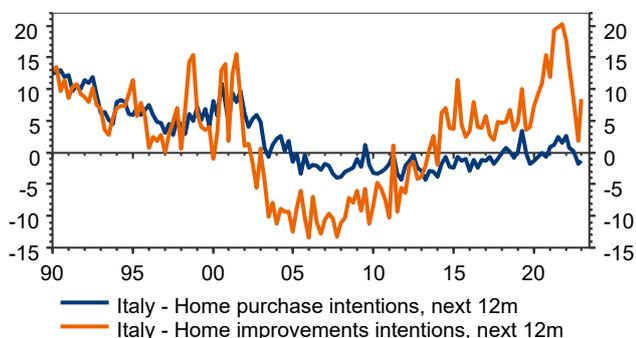
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, ARERA

Fig. 4 – Nonostante un rallentamento solo moderato dell'occupazione, il reddito disponibile reale delle famiglie rimarrà in territorio negativo sino all'ultimo trimestre del 2023



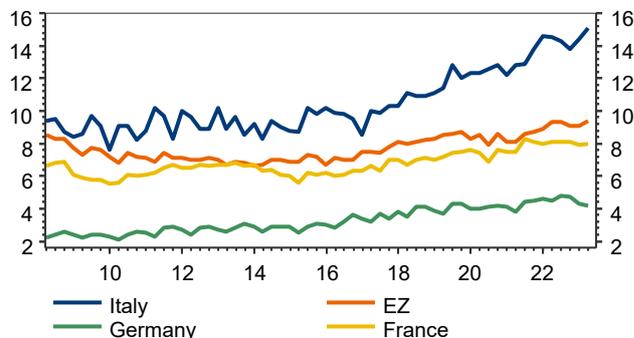
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 5 – Le intenzioni di ristrutturare casa, dopo aver toccato un massimo storico grazie alla spinta dagli incentivi, si stanno "normalizzando"; le intenzioni di acquisto sono in calo



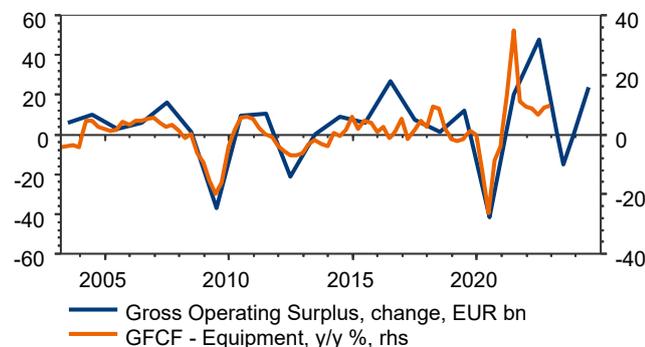
Fonte: Commissione UE

Fig. 6 – La produzione nelle costruzioni sarà sostenuta nel breve termine dal fatto che le imprese possono disporre di ben 15 mesi di lavori arretrati da completare (assai più che in altri Paesi UE)



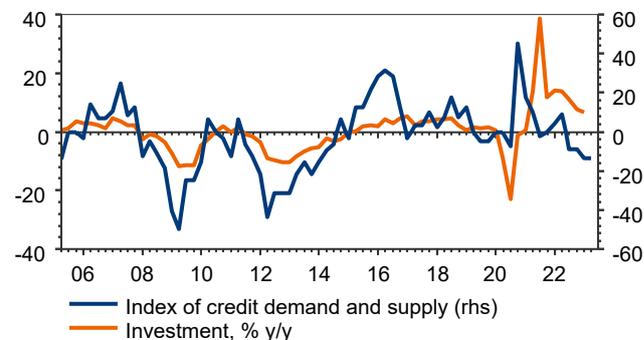
Fonte: Commissione UE

Fig. 7 – Gli investimenti in macchinari quest'anno saranno penalizzati dalla contrazione dei margini di profitto delle imprese, che però sono attesi in recupero nel 2024



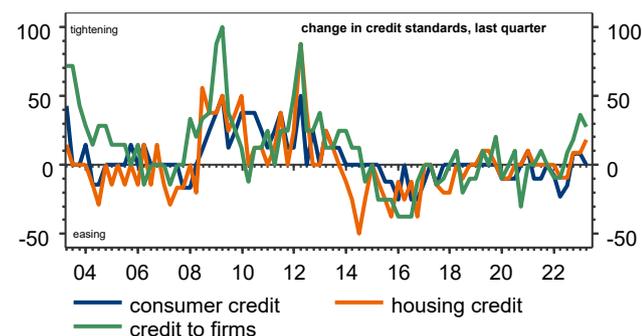
Fonte: Istat, Commissione UE

Fig. 8 – Anche fattori legati al credito (sia dal lato della domanda che dell'offerta) faranno da freno, ma non paragonabile a quanto visto durante la crisi finanziaria o la crisi del debito europeo



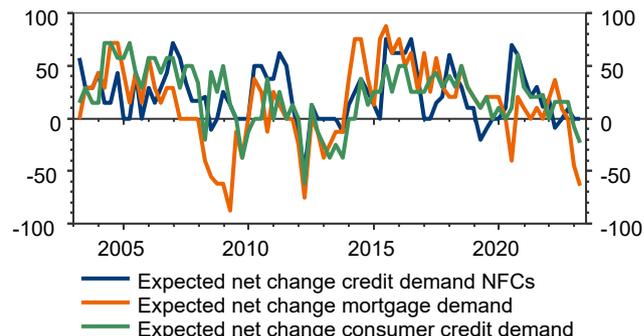
Nota: media tra le indicazioni nette sulla domanda di credito alle imprese e sulle condizioni finanziarie applicate alle imprese. Fonte: Istat e elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fig. 9 – L'indagine sul credito mostra una restrizione delle condizioni finanziarie alle imprese...



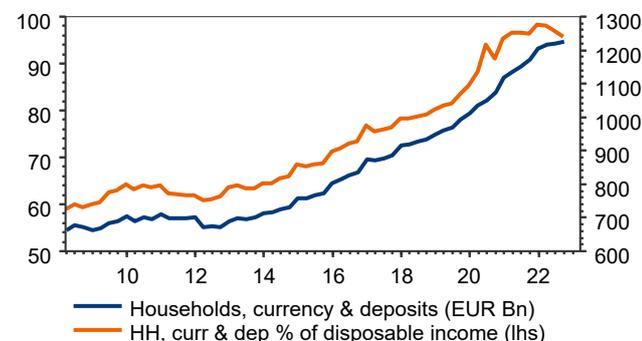
Fonte: BCE

Fig. 10 – ...ma il calo atteso per la domanda di credito riguarda quasi esclusivamente i mutui residenziali



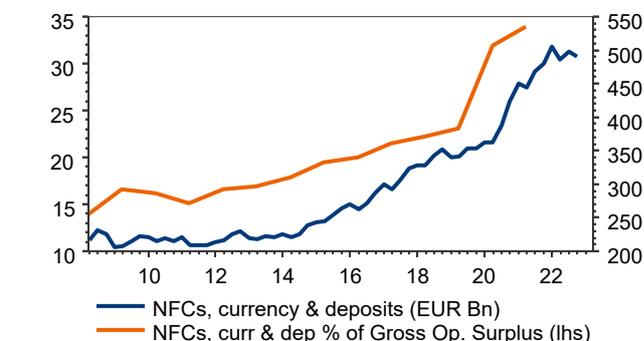
Fonte: BCE

Fig. 11 – Sia le famiglie...



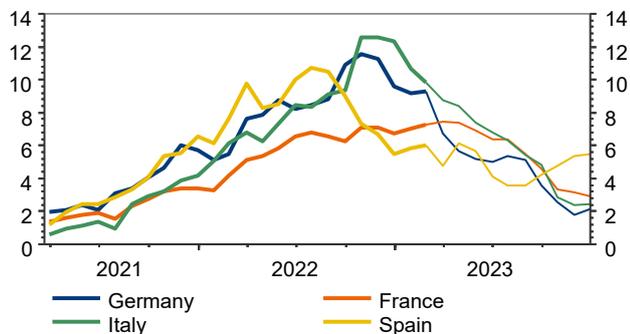
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia e Istat

Fig. 12 – ...che le imprese disponevano ancora al 3° trimestre 2022 di ampi bacini di liquidità



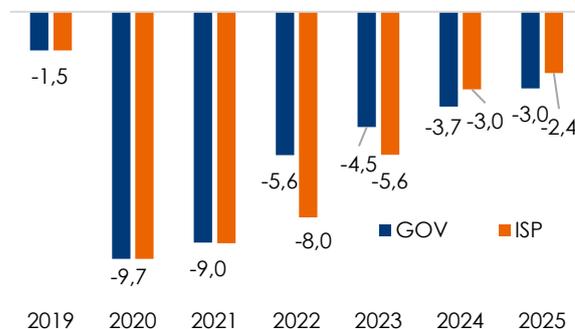
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Banca d'Italia e Commissione UE

Fig. 13 – L’inflazione ha svoltato, ma è attesa rimanere più alta che negli altri maggiori Paesi dell’Eurozona per quasi tutto il 2023 (per via di un maggior contributo dall’energia)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat (IPCA)

Fig. 14 – La riclassificazione dei crediti fiscali peserà anche sul deficit di competenza 2023, ma consentirà un ritorno più rapido sotto la soglia del 3% nei prossimi anni



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, quadro programmatico governativo NADEF rivista di novembre 2022

Sintesi della previsione macroeconomica

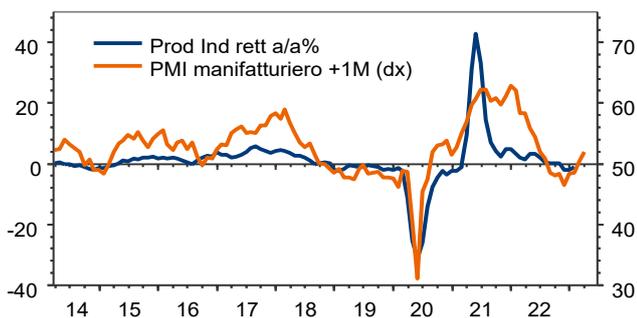
	2022	2023p	2024p	2022		2023			2024				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	0.8	1.5	2.5	1.4	1.3	0.5	0.4	0.8	1.2	1.4	1.7	1.8
- var.ne % t/t				0.4	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.3
Consumi delle famiglie	4.6	0.3	1.5	2.2	-1.6	-0.5	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
Consumi pubblici	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1
Investimenti fissi	9.7	2.3	2.2	0.2	2.0	0.6	-0.2	-0.1	0.2	0.9	0.9	0.8	0.8
Investimenti in macchinari	7.3	4.4	4.2	2.0	2.0	0.4	0.6	0.8	0.9	1.2	1.2	1.1	1.0
Investimenti in trasporti	8.2	6.1	4.1	7.6	4.1	-1.0	0.5	0.8	0.9	1.2	1.1	1.1	1.0
Investimenti in costruzioni	12.2	0.0	0.1	-2.2	1.7	1.0	-1.0	-1.0	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Esportazioni	10.2	3.4	2.5	0.0	2.6	0.2	0.6	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	0.5
Importazioni	12.5	0.4	2.7	2.5	-1.7	-1.0	0.6	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
Contr. % PIL													
Commercio estero	-0.5	1.0	0.0	-0.8	1.4	0.4	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	4.7	0.7	1.4	1.3	-0.4	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Var. scorte	-0.4	-1.0	0.1	-0.1	-1.1	-0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Attività produttiva													
Produzione industriale	0.4	0.2	2.0	-0.5	-1.4	0.2	0.6	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4	0.1
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	8.2	5.7	1.7	8.4	11.7	9.1	6.8	4.9	2.1	1.8	1.9	2.0	1.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	3.7	5.4	2.4	4.5	5.6	6.2	6.2	5.4	4.0	2.9	2.4	2.3	2.2
PPI (a/a)	34.4	0.8	0.8	39.6	29.6	8.7	4.8	-3.6	-5.3	0.5	0.9	0.9	0.9
Disoccupazione (%)	8.1	8.2	8.1	8.0	7.8	7.9	8.2	8.4	8.3	8.1	8.1	8.1	8.1
Occupati totali	2.5	0.7	0.4	0.0	0.5	0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Salari contrattuali	1.0	2.3	1.8										
Reddito disponibile reale	-1.2	-1.1	2.0										
Tasso di risparmio (%)	8.3	7.1	7.5										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	-0.7	-0.4	-0.7										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-8.0	-5.6	-3.0										
Debito (% Pil)	144.7	143.2	142.1										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.07	4.12	3.56	1.01	2.07	2.90	3.65	4.13	4.12	4.09	4.05	3.82	3.56
Long term (10Y) rate (%)	3.05	4.46	5.07	3.50	4.13	4.20	4.48	4.57	4.60	4.71	5.02	5.24	5.32
BTP/Bund spread	1.88	1.73	1.69	2.18	2.00	1.81	1.74	1.71	1.66	1.66	1.67	1.70	1.72

Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Produzione industriale resiliente a inizio 2023

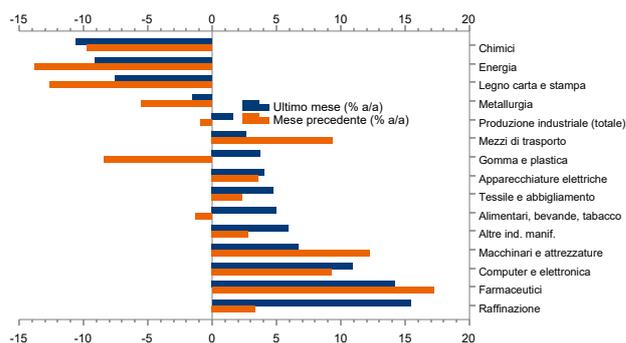
Il calo della produzione industriale a gennaio (-0,7% m/m) è stato più ampio delle attese ma non annulla il balzo di dicembre, che pure è stato rivisto al ribasso a 1,2% m/m da una prima stima a 1,6%. La flessione nel mese è **dovuta principalmente ai beni strumentali** (-2% dopo il 3,3% di dicembre), **e, in misura minore, ai beni intermedi** (-0,6%, in diminuzione per il quinto mese consecutivo, segnale che le imprese, specie dei settori energivori, potrebbero aver sostituito le parti più a monte della catena produttiva domestica con importazioni di beni intermedi, per far fronte all'aumento dei costi degli input). I beni durevoli hanno invece registrato un forte rimbalzo (3,7% dopo il -2,6% di dicembre), e i non durevoli ed energia sono cresciuti solo marginalmente nel mese. A differenza che in altri Paesi europei (Germania in primis), la produzione nei settori ad alta intensità energetica si è contratta ancora su base congiunturale a gennaio (-0,9% m/m), ma la tendenza di calo si è andata via via attenuando nel periodo più recente: la variazione negli ultimi tre mesi risulta pari a -2% t/t a gennaio, dopo un punto di minimo a -6,1% lo scorso settembre. **Le maggiori flessioni nel mese vengono da settori molto orientati all'export** come il farmaceutico e la meccanica (-6,1% e -4,7% m/m, rispettivamente), per via sia di una domanda estera più debole che di un tasso di cambio meno favorevole (fattore che nei mesi scorsi ha sostenuto le vendite specie verso i Paesi dell'area del dollaro, consentendo alle imprese di preservare una buona competitività sui mercati esteri nonostante l'incremento dei costi di produzione domestica). In sintesi, **l'effetto della moderazione dei prezzi energetici sulla produzione industriale deve ancora vedersi**, e potrà favorire una ripresa nei prossimi mesi.

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



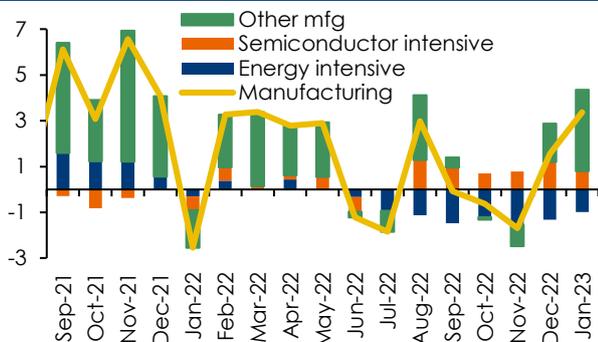
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Su base annua, i settori ad alta intensità energetica restano i più colpiti, in primis il comparto chimico



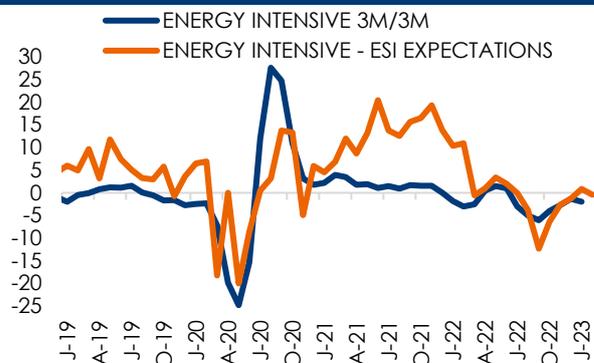
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Sulla variazione tendenziale, i comparti energivori continuano a contribuire negativamente, mentre gli altri settori si confermano in crescita...



Nota: contributi alla variazione % a/a; i settori ad alta intensità di semiconduttori sono computer ed elettronica, apparecchiature elettriche, mezzi di trasporto. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...ma anche nei settori ad alta intensità di energia 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

Fiducia delle imprese manifatturiere in miglioramento

Se la produzione industriale in febbraio e marzo si mantenesse ai livelli di gennaio, risulterebbe poco variata nell'intero 1° trimestre, dopo essere calata di ben -1,4% nell'ultimo trimestre del 2022. Inoltre, le indicazioni sull'output provenienti dalle indagini sulle imprese manifatturiere hanno mostrato un aumento a febbraio, segnalando una possibile **ripresa della produzione nei prossimi mesi, grazie alla moderazione dei prezzi dell'energia**.

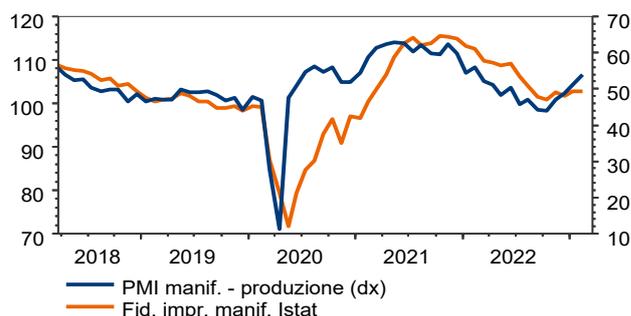
La fiducia delle imprese manifatturiere è rimasta invariata a 102,8 a febbraio (sui massimi dallo scorso agosto). Tuttavia, **il dettaglio della survey appare più positivo rispetto all'indice sintetico**, in quanto mostra un miglioramento sostanziale delle prospettive sia per gli ordini che per la produzione, nonché delle attese su economia e occupazione. A pesare sull'indice generale è stato soprattutto l'aumento delle scorte, che però potrebbe essere un ulteriore segnale di attenuazione delle difficoltà di approvvigionamento di materiali. I prezzi di vendita attesi hanno mostrato un rallentamento per il quarto mese consecutivo, a 18,3 da 23 di gennaio (il picco è stato toccato lo scorso settembre a 45,3). **L'indice PMI manifatturiere è salito a 52 a febbraio** da 50,4 precedente, sui massimi dallo scorso aprile e per il secondo mese al di sopra della soglia d'invarianza: la crescita della componente della produzione ha accelerato al ritmo più veloce da febbraio 2022, e sono tornati sopra la soglia di invarianza anche gli ordinativi. Il volume del **fatturato industriale** è cresciuto di 0,9% m/m (4,4% a/a) a dicembre chiudendo l'anno con un progresso del 3,8%.

Il divario tra il volume di fatturato e la produzione manifatturiera suggerisce la presenza di commesse ancora in lavorazione



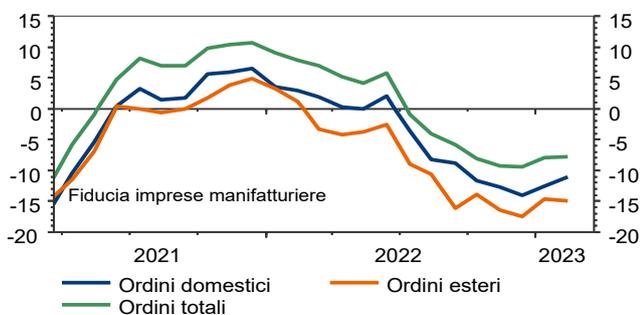
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini segnalano che la produzione potrebbe tornare a crescere a febbraio



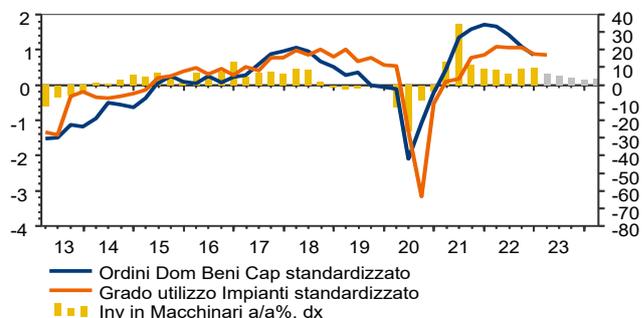
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Gli ordini restano deboli ma potrebbero aver superato il punto di minimo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Ordinativi e produzione di beni strumentali puntano verso un rallentamento degli investimenti in macchinari



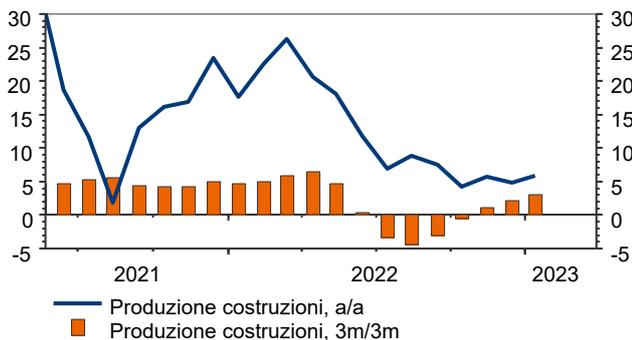
Nota: previsioni in grigio. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le costruzioni tengono più del previsto per ora, sostenute dai lavori arretrati

Gli effetti della restrizione monetaria stanno iniziando a riflettersi, in misura per ora modesta, sul mercato immobiliare: nel 4° trimestre l'indice dei prezzi delle abitazioni acquistate dalle famiglie è risultato invariato rispetto ai tre mesi precedenti, mentre la crescita tendenziale ha decelerato di un decimo al 2,8%. I prezzi delle abitazioni esistenti sono calati per il secondo trimestre consecutivo (-0,6% da -0,2% t/t) mentre quelli delle nuove strutture sono tornati a salire dopo la flessione estiva (2,7% da -5,4% t/t). La dinamica delle quotazioni immobiliari si innesta in un contesto di compravendite in calo del -2,1% t/t da un precedente 1,6%.

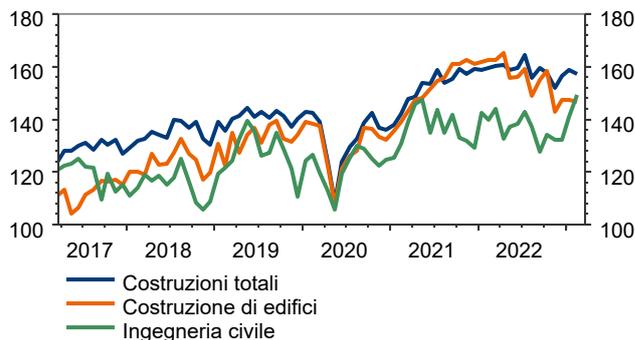
La **produzione nelle costruzioni è cresciuta per il terzo mese su base congiunturale a gennaio** (1,4% m/m da un precedente 0,4%), e la variazione tendenziale e corretta per i giorni lavorativi ha accelerato al 5,9% da 4,8% di dicembre. L'output ha visto un ampio rimbalzo nel 4° trimestre 2022, e il **dato di gennaio lascia la produzione in rotta per un'espansione anche a inizio 2023**. La **fiducia delle imprese del settore** è calata a febbraio, ma resta su livelli storicamente molto elevati. La correzione è dovuta a costruzione di edifici e lavori di costruzione specializzati, ma si nota un netto **aumento negli ultimi due mesi nel comparto dell'ingegneria civile, forse dovuto all'incipiente cantierizzazione delle infrastrutture finanziate da PNRR** (tale effetto è destinato a continuare e anzi ad accentuarsi nei prossimi mesi e anni, controbilanciando almeno in parte la debolezza attesa del comparto residenziale). Nel complesso, l'elevato volume di lavori arretrati da completare consentirà al settore di evitare un tracollo nei prossimi mesi, ma **l'effetto ritardato del rialzo dei tassi e della stretta sugli incentivi fiscali potrebbe causare una sostanziale stagnazione del comparto in media d'anno non solo nel 2023 ma anche nel 2024**.

Produzione nelle costruzioni in ripresa negli ultimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il morale nell'edilizia resta superiore alla media storica. Negli ultimi mesi si nota una netta ripresa nel settore dell'ingegneria civile



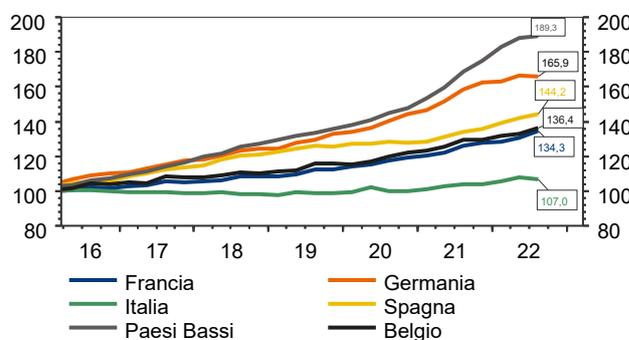
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Riaccelera a febbraio il ricorso al Superbonus 110%



Nota: investimenti aggiuntivi per mese, la linea tratteggiata indica la media
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA, Ministero della Transizione Ecologica

Prezzi delle abitazioni in Italia stagnanti a fine 2022



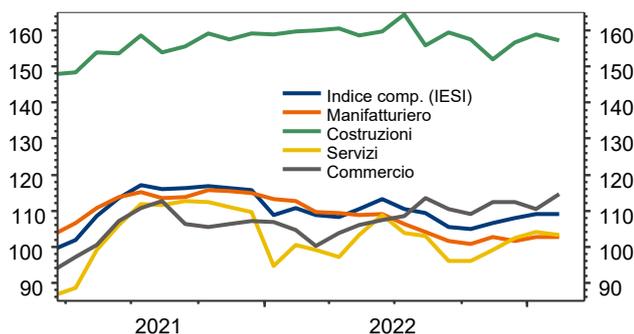
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Dopo la frenata di fine 2022, i servizi mostrano segnali di ripresa

Nel 4° trimestre il fatturato dei servizi è cresciuto di 1,8% t/t e 8,5% a/a, con incrementi diffusi a tutti i principali settori di attività. Nell'intero 2022, il fatturato dei servizi è aumentato del 13,5%, trainato soprattutto dai servizi di alloggio e ristorazione (+45,8%), che hanno superato in maniera marcata i livelli del 2019; viceversa, per trasporto aereo e agenzie di viaggio il fatturato resta molto al di sotto dei livelli pre-pandemici. **I dati di contabilità nazionale mostrano però una lieve contrazione per il valore aggiunto nei servizi (-0,1% t/t)**, un dato che nasconde un'ampia divergenza tra comparti: informazione e comunicazione (+1,3%) e pubblica amministrazione (+1%) sono risultati in netto progresso, mentre a frenare il valore aggiunto sono state le attività artistiche e di intrattenimento (-0,6%) nonché commercio, trasporti, alloggio e ristorazione (-1,4%).

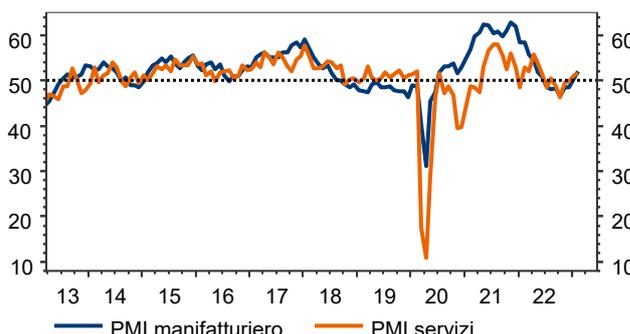
I servizi potrebbero tornare a contribuire positivamente alla crescita del PIL nel 1° trimestre: il PMI servizi si è portato a 51,6 da 51,2 a febbraio, in territorio espansivo per il secondo mese e al livello più elevato da giugno 2022. Anche lo spaccato dell'indagine è incoraggiante, in quanto mostra un'accelerazione delle commesse ai ritmi più veloci dalla scorsa primavera e un deciso progresso delle aspettative. Rallenta invece la crescita occupazionale, ora su ritmi solo modestamente positivi. I prezzi pagati decelerano in misura nettamente più contenuta rispetto all'industria, a fronte di una sostanziale stabilità per i prezzi ricevuti. **L'indice PMI composito è salito di un punto a 52,2, un massimo da maggio 2022 e su livelli coerenti con una crescita del PIL a inizio 2023.**

Le indagini Istat di febbraio hanno riportato un miglioramento del morale nel commercio a fronte di una correzione nei servizi



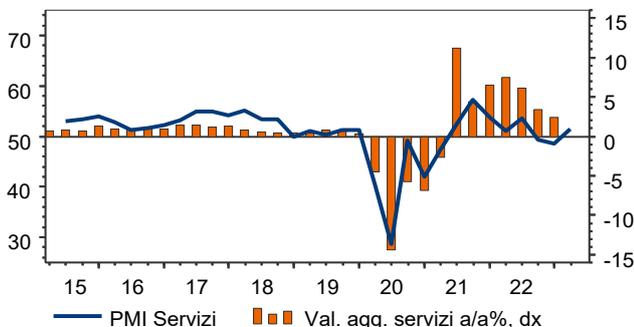
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

A febbraio sia il PMI manifatturiero che quello relativo ai servizi si sono attestati su livelli espansivi



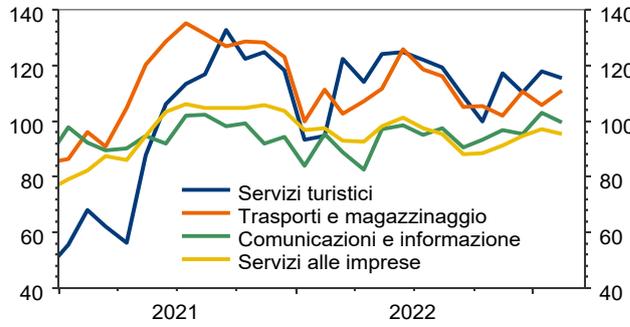
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

I servizi potrebbero tornare a contribuire positivamente alla crescita del valore aggiunto a inizio 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Nonostante la correzione di febbraio il morale delle imprese del turismo resta storicamente elevato

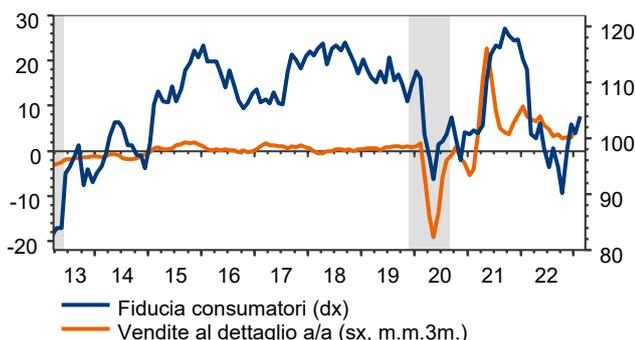


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo dei prezzi sostiene sia la fiducia che la spesa delle famiglie a inizio 2023

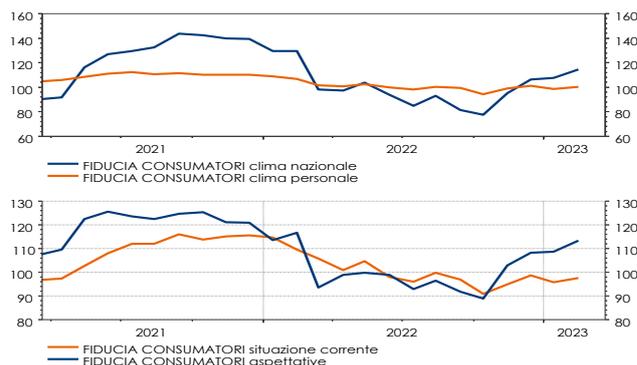
A febbraio il morale delle famiglie è salito più del previsto a 104 da 100,9 di gennaio, segnando il livello più alto dal febbraio dello scorso anno. L'aumento è guidato da un balzo del clima economico nazionale e delle aspettative per il futuro, mentre i progressi sono stati meno ampi per la situazione personale degli intervistati, e per le valutazioni sulla situazione corrente. Le attese sulla disoccupazione sono scese ai minimi da novembre 2021. Le possibilità future di risparmio hanno registrato un ampio recupero dopo il calo del mese precedente. L'inflazione percepita nell'ultimo anno ha rallentato in misura solo modesta rispetto al record storico di gennaio, ma l'inflazione attesa per i prossimi 12 mesi è scesa per il quinto mese consecutivo (per il terzo in territorio negativo), a -21,6, un minimo da settembre 2020. **Il morale è migliorato fortemente anche nel commercio al dettaglio** (a 114,6 da 110,6), dove ha raggiunto un nuovo record da ottobre 2015. **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.

Morale dei consumatori in recupero dai minimi dello scorso mese di ottobre



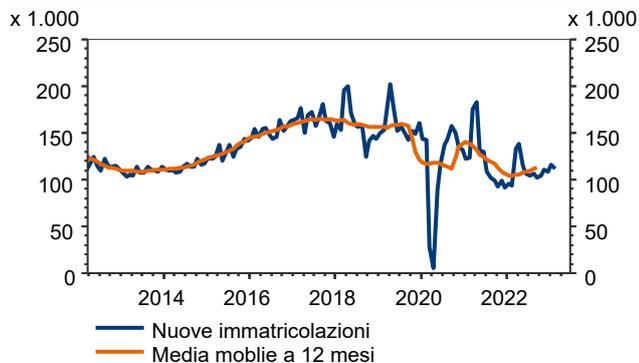
Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020; l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Clima nazionale e aspettative hanno guidato i progressi nella fiducia delle famiglie negli ultimi mesi



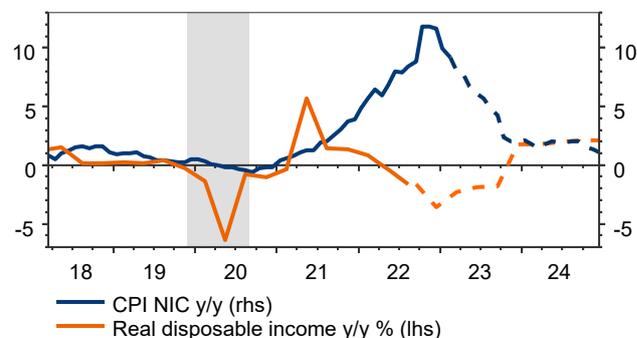
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le immatricolazioni di auto sono in ripresa grazie ai minori problemi dal lato dell'offerta



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

La crescita del reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe tornare positiva solo da fine 2023



Nota: l'area ombreggiata corrisponde al periodo recessivo. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il mercato del lavoro resta robusto

Nel 4° trimestre 2022 gli occupati sono cresciuti dello 0,5% t/t (+120 mila unità), mentre sono diminuiti gli inattivi (-108 mila; -0,8% t/t). 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 unità, -0,1%). Il monte ore lavorate per dipendente è diminuito nell'industria (-0,7%) mentre è aumentato nei servizi (0,4%). **I primi dati relativi a inizio 2023 hanno registrato un incremento di un decimo al 7,9% del tasso di disoccupazione a gennaio.** L'aumento è spiegato da un calo degli inattivi (-83 mila unità, con il tasso di partecipazione che ha toccato un nuovo massimo da almeno il 2004, al 66,1%) a fronte di una crescita solo modesta degli occupati (+35 mila, 0,2% m/m). Le persone in cerca di lavoro sono cresciute di 33 mila unità (+1,7%). In aumento i dipendenti permanenti (+64 mila unità), mentre sono calati per il secondo mese quelli a termine (-12 mila). Tornano infine a diminuire, dopo due mesi di crescita, gli autonomi (-17 mila). L'aumento della partecipazione è un segnale positivo, e le intenzioni di assunzione delle imprese restano in territorio espansivo. **Vediamo solo un limitato incremento del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi.**

Tasso di disoccupazione in lieve rialzo a gennaio



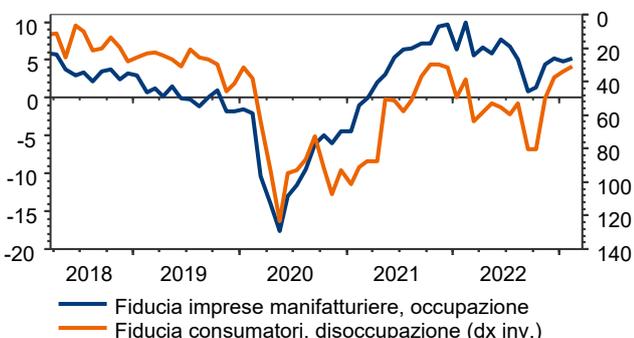
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'aumento è spiegato anche da un aumento della partecipazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le intenzioni di assunzione delle imprese industriali restano espansive, le attese sulla disoccupazione delle famiglie sono in netto miglioramento



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crescita dei salari negoziati sta riaccelerando ma resta al di sotto della media Eurozona

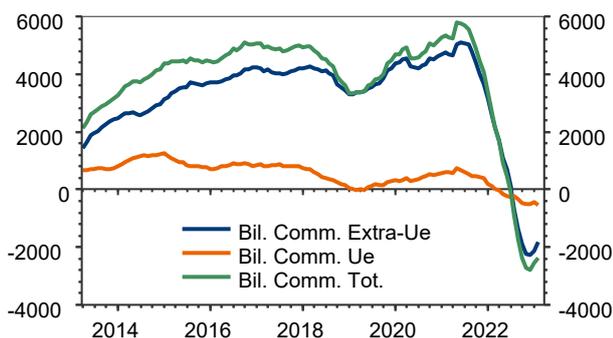


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Il deficit commerciale rimane molto ampio ma ha cominciato a ridursi

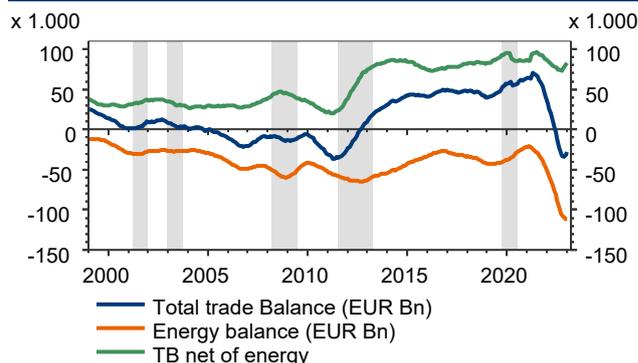
I dati sul commercio internazionale di gennaio hanno registrato un modesto incremento per le esportazioni (+0,2% m/m) a fronte di un ulteriore ampio calo (il quinto consecutivo) per le importazioni (-3,2% m/m). La sostanziale stagnazione dell'export è imputabile soprattutto all'energia (-18%), al netto 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%). **Su base tendenziale** l'export risulta in espansione del 15,3% contro l'8,4% messo a segno dall'import. **Anche considerando i dati espressi in volume** ovvero al netto dell'effetto-prezzi, **le esportazioni risultano più dinamiche rispetto alle importazioni**: 2,4% contro 0,3% a/a. Nel mese di gennaio sono state le vendite di prodotti farmaceutici verso la Cina a trainare le esportazioni (con un contributo di +3,3% a/a), ma anche gli scambi di macchinari verso Stati Uniti e Francia hanno offerto un solido apporto positivo (+0,8%). **A gennaio il deficit energetico rimane ampio ma sostanzialmente stabile rispetto ad 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 miliardi a gennaio 2022). Si riduce quindi il disavanzo commerciale, a -4,2 miliardi da -6,5 miliardi dello stesso mese dello scorso anno.

Il disavanzo commerciale resta ampio, specie verso i Paesi extra-UE, ma inizia a diminuire per effetto del calo dei prezzi dell'energia



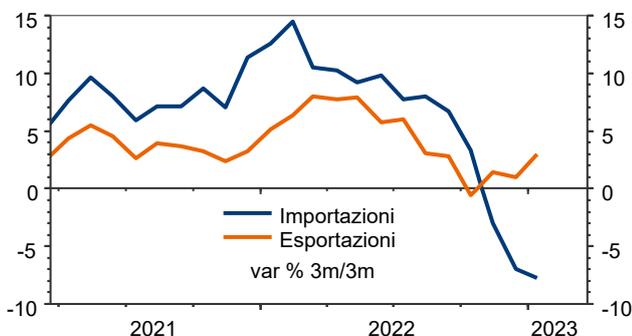
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Inoltre, è tornato ad aumentare negli ultimi mesi l'avanzo nell'interscambio di beni non energetici



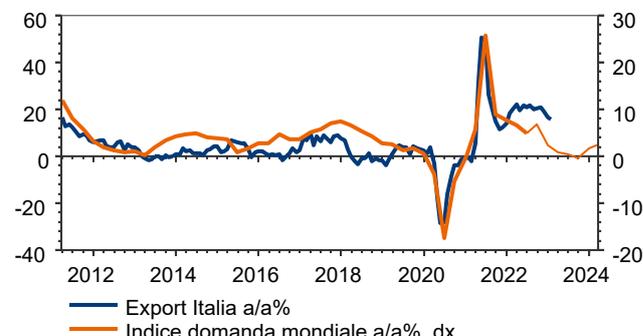
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a periodi di recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le esportazioni tornano a crescere a ritmi superiori all'import...



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...ma anche dal lato dell'export è attesa una moderazione, per effetto di una domanda estera meno vivace

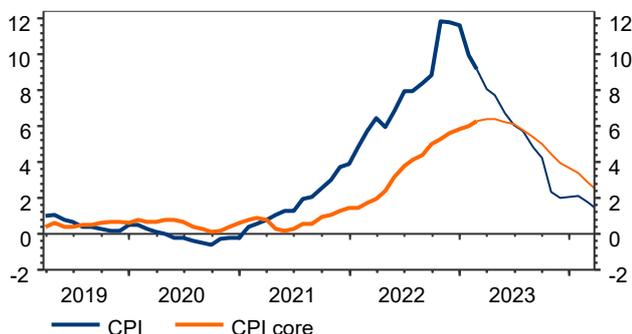


Nota: media mobile a 3 mesi della variazione % annua dell'export. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

L'inflazione ha iniziato a rallentare, ma restano rischi al rialzo sull'indice core

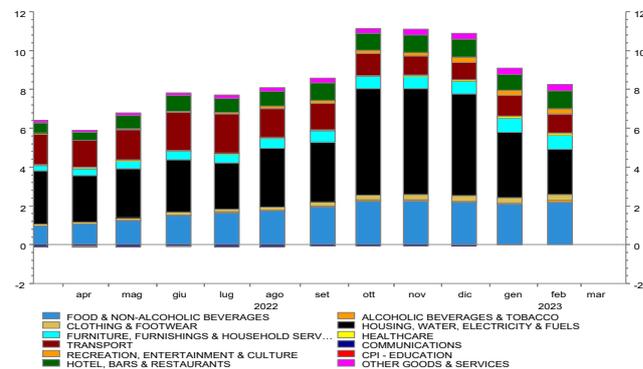
A febbraio l'inflazione calcolata sull'indice nazionale è scesa al 9,1% dal 10% di gennaio, mentre **l'inflazione armonizzata è calata al 9,8% dal 10,7% precedente**. Nel mese i prezzi sono cresciuti di +0,2% m/m sul NIC e di +0,1% m/m sull'IPCA. **Il rallentamento tendenziale è imputabile prevalentemente alla componente energetica** (da 42,5% a 28,2% a/a; -4,4% m/m), spinta al ribasso dalla flessione della componente regolamentata (da -12% a -16,4% 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). **L'inflazione al netto di energia e alimentari freschi ha accelerato dal 6% di gennaio al 6,3% a febbraio**, sorprendendo al rialzo come negli altri principali Paesi dell'Eurozona. Riteniamo che **la discesa graduale dell'inflazione italiana possa proseguire nei prossimi mesi, ma che essa continuerà a essere guidata quasi esclusivamente dall'energia**, vista la recente evoluzione dei prezzi del gas naturale: **vediamo un tendenziale a fine anno al 2,4% sull'IPCA** e al 2% sul NIC. **L'indice core**, sia pure su ritmi più contenuti che nel resto dell'Eurozona, **non sembra ancora aver raggiunto un picco**. I **prezzi alla produzione nell'industria** hanno registrato a gennaio una diminuzione di ben -7,5% m/m (nuovo minimo storico). La tendenza annua resta elevata (a 11,1%), ma è in progressivo rallentamento: anche in questo caso, la decelerazione è attesa continuare nei prossimi mesi, ma guidata ancora quasi esclusivamente dai prodotti energetici.

L'inflazione ha svoltato per quanto riguarda l'indice generale, mentre la dinamica "di fondo" non ha ancora raggiunto un picco



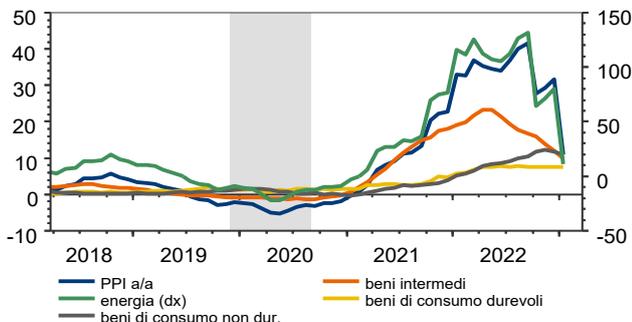
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In ridimensionamento il contributo dell'energia, ancora ampie le pressioni provenienti dagli alimentari



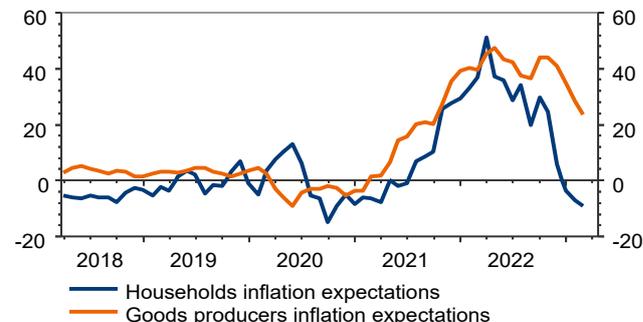
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crescita dei prezzi alla produzione dovrebbe continuare a rallentare nei prossimi mesi



Nota: in ombreggiato i periodi recessivi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le aspettative d'inflazione sia delle famiglie che (in minor misura) delle imprese produttrici di beni hanno svoltato



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

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

Macroeconomic Research

Paolo Mameli – Economista macro Italia

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi – Economista macro Area euro/Italia

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

Industry & Banking Research

Banking Research

Elisa Coletti – Economista Banche

elisa.coletti@intesasnpaolo.com