

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**FOMC: una colomba nella nebbia della crisi bancaria.** La riunione del FOMC si è conclusa con un rialzo dei fed funds di 25pb, a 5%, e un punto di arrivo dei tassi invariato a 5,25%. La guidance segnala che "un po' di ulteriore restrizione potrebbe essere appropriata", ma sottolinea l'incertezza relativa alla profondità e alla durata della restrizione del credito bancario.

**Banche centrali in azione: nuovi rialzi dei tassi anche da BoE, SNB e Norges Bank.** Le politiche monetarie nel Regno Unito, in Svizzera e in Norvegia si sono mosse in direzione ulteriormente restrittiva in risposta alle persistenti pressioni inflazionistiche, nonostante la turbolenza bancaria.

### I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante si prospetta ricca di dati. Le recenti dinamiche dei prezzi energetici sono compatibili con un calo dell'inflazione a marzo in Germania e Italia, nonché nel complesso dell'Eurozona, a fronte di un aumento in Francia; tuttavia, il focus sarà sulla dinamica "di fondo", attesa in ulteriore accelerazione. Le indagini di fiducia nazionali di marzo dovrebbero confermare un quadro ciclico in recupero in Germania e Italia, mentre le rilevazioni francesi potrebbero risentire degli effetti degli scioperi. In calendario anche i dati sul mercato del lavoro di febbraio: vediamo un tasso di disoccupazione invariato in Eurozona e Germania e in crescita marginale per il secondo mese in Italia. In Francia i consumi privati dovrebbero tornare a calare a febbraio dopo il rimbalzo del mese precedente.

In settimana ci sono pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**. La fiducia dei consumatori a marzo dovrebbe calare sulla scia della turbolenza dei mercati finanziari. La spesa e il reddito personale dovrebbero registrare variazioni moderate in termini nominali e nulle in termini reali, dopo gli incrementi solidi di gennaio. Il deflatore core di febbraio è atteso in aumento di 0,3% m/m, con un rallentamento della dinamica mensile che dovrebbe essere solo temporaneo. Il trend dell'inflazione core dovrebbe essere stabile. La stima finale del PIL del 4° trimestre dovrebbe essere invariata a 2,7% t/t ann.

24 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

Rates, FX & Commodities  
Research

**Asmara Jamaleh**  
Economista

## Il punto

**FOMC: una colomba nella nebbia della crisi bancaria.** La riunione del FOMC si è conclusa con un rialzo dei fed funds di 25pb, a 5%, e un punto di arrivo dei tassi invariato a 5,25%. La guidance segnala che “un po’ di ulteriore restrizione potrebbe essere appropriata”, ma sottolinea l’incertezza relativa alla profondità e alla durata della restrizione del credito bancario. L’inflazione “elevata” rimane però un fattore preoccupante.

- La **riunione del FOMC** di marzo ha segnato una svolta radicale nella guidance per la politica monetaria, spostando il bias da hawkish a dovish in seguito agli sviluppi, se pure preliminari, della crisi bancaria. Il comunicato e la conferenza stampa riconoscono esplicitamente l’enorme incertezza causata dalla crisi bancaria, ma evidenziano anche che “gli sviluppi recenti probabilmente risulteranno in condizioni del credito più restrittive per famiglie e imprese e peseranno su attività economica, occupazione e inflazione”.
- Pertanto, la **guidance** viene modificata per indicare che **al massimo potrebbe esserci ancora, forse, un rialzo**. Nel comunicato, si afferma che “il Comitato prevede che possa essere appropriato un po’ di ulteriore restrizione” (“**some** additional policy firming **may** be appropriate”, grassetto nostro), sostituendo il testo utilizzato nelle precedenti otto riunioni, in cui la previsione era di probabili “continui aumenti” (“ongoing increases”). Powell ha esplicitamente fatto notare la condizionalità della nuova formulazione, sottolineando l’importanza delle parole usate (“some”, “may” e “firming”). Powell non ha più detto che la Fed “ha ancora lavoro da fare” ma ha indicato che le decisioni verranno prese “riunione per riunione” valutando la totalità dei dati e gli sviluppi del credito.
- Il comunicato e la conferenza stampa affermano che il **sistema bancario** è “solido e resiliente”. Nell’analisi dell’evoluzione della crisi, Powell ha indicato che, a fronte di serie difficoltà di “un piccolo numero di banche”, la Fed ha agito per contenere gli “isolati problemi bancari”. Questo ha evitato un’erosione della fiducia che avrebbe potuto inceppare il funzionamento del sistema bancario nel suo complesso. La Fed si impegna a monitorare le condizioni bancarie ed è pronta ad agire con tutti gli strumenti necessari per mantenere il sistema “al sicuro”. Powell in particolare ha detto che gli interventi intrapresi “dimostrano che i risparmi di tutti i depositanti sono sicuri”. Nella discussione su come è stato possibile avere una crisi così veloce che nessuno aveva previsto, Powell ha detto che ci sarà una review dei fallimenti bancari di due settimane fa, mirata non solo a capirne la genesi ma anche a evitare che possa ripetersi. A una domanda precisa relativa alla presenza e al numero di altre banche problematiche, Powell non ha risposto ma ha ammesso che ci sono alcune istituzioni sotto osservazione.

Le **ricadute macroeconomiche della crisi** sono state al centro della conferenza stampa e sono anche il fulcro delle previsioni macro e dei tassi. Infatti, come affermato sia nel comunicato sia nella conferenza stampa, la Fed ritiene che la crisi bancaria, comunque si evolva, influenzerà la disponibilità di credito per famiglie e imprese, attuando **una restrizione aggiuntiva** rispetto a quella associata al rialzo dei tassi. Su questo punto, Powell ha ripetuto più volte che **l’incertezza riguarda la profondità e la durata di tale restrizione aggiuntiva**, impossibile da valutare a sole due settimane dallo scoppio della crisi. Per questo, la guidance sui tassi è vaga: la restrizione del credito ci sarà, ma è difficile da quantificare ora. Powell ha ricordato che l’esperienza storica mostra effetti macroeconomici collegati a credit crunch, ma ora è prematuro valutarli.

- Nella discussione del quadro macroeconomico, come atteso, sia il comunicato sia la conferenza stampa rilevano condizioni più forti rispetto a inizio anno per crescita e mercato del lavoro. L’inflazione rimane “elevata” e non è più giudicata “in rallentamento”. Sul fronte dell’inflazione Powell ha notato che la disinflazione prosegue, ma che continuano a non esserci progressi nel comparto dei prezzi dei servizi core al netto dell’abitazione.

Nel complesso, Powell ritiene che sia **necessaria una politica più restrittiva, che potrebbe essere generata dalle condizioni del credito, invece che dai rialzi dei tassi**. A una domanda che chiedeva se le proiezioni dei partecipanti includono gli effetti della crisi, Powell ha

**La crisi bancaria implica restrizione del credito aggiuntiva rispetto a quella causata dai rialzi dei tassi**

**Garanzia di interventi per mantenere il sistema bancario “sicuro”**

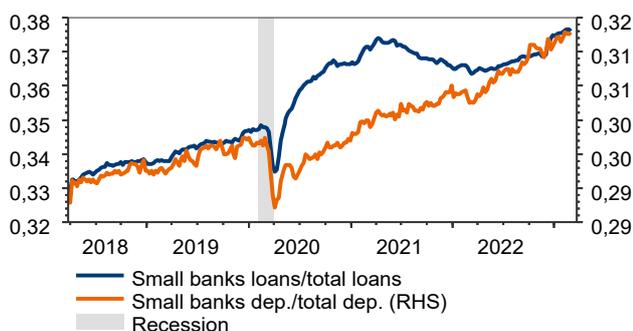
**Le banche attueranno una restrizione del credito, con profondità e durata ancora incerte**

**Condizioni macroeconomiche più forti, inflazione sempre elevata: è necessaria ulteriore restrizione**

genericamente risposto che “un numero significativo di partecipanti prevede effetti significativi” derivanti dalla turbolenza attuale. Riguardo a un’eventuale **svolta dei tassi**, Powell ha detto che non è inclusa nello scenario base per il 2023 e nessuno dei partecipanti la prevede.

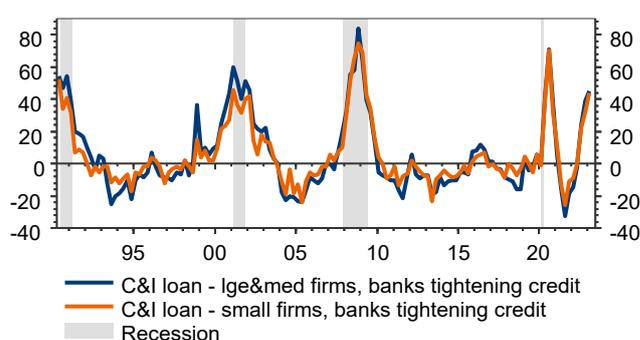
■ In conclusione, **la Fed ora naviga a vista**, in attesa di valutare l’entità della restrizione del credito bancario. Concordiamo con la previsione che la crisi bancaria generi restrizione del credito aggiuntiva rispetto a quella attuata attraverso il rialzo dei tassi e per questo **rivediamo il punto di arrivo dei tassi a 5,25%, condizionandolo all’evoluzione della turbolenza del sistema bancario**. Continuiamo a prevedere una recessione moderata con inizio nella parte centrale dell’anno, al contrario della Fed, che mantiene uno scenario di soft landing (peraltro difficilmente conciliabile con la previsione di rialzo del tasso di disoccupazione di 1pp entro fine anno). La persistenza dell’inflazione e i ritardi con cui anche la restrizione del credito, oltre ai rialzi dei tassi, si trasmetterà al mercato del lavoro ci fanno prevedere, per ora, tassi fermi almeno nei prossimi due trimestri. Per ora manteniamo una svolta a inizio 2024, che però potrebbe essere anticipata all’autunno 2023. Anche noi, come la Fed e i mercati, navighiamo a vista.

**Le banche di piccola dimensione hanno un ruolo centrale nell'erogazione del credito**



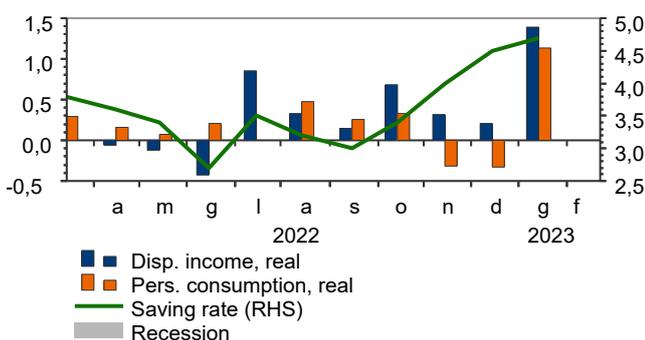
Fonte: Federal Reserve Board

**La crisi è appena cominciata, ma la restrizione delle condizioni del credito era già in atto prima del suo scoppio**



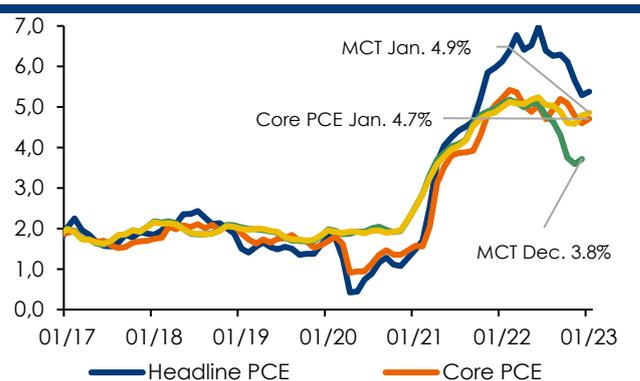
Fonte: Federal Reserve Board

**Le revisioni di fine 2022 e i nuovi dati dipingono un quadro positivo per risparmio e reddito delle famiglie**



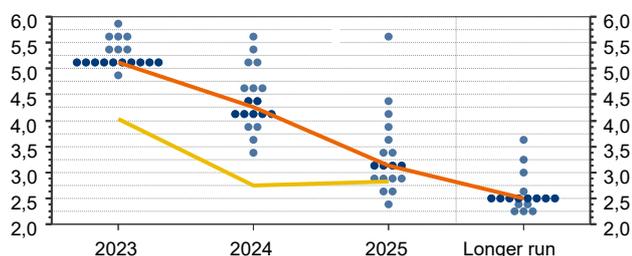
Nota: dati in mld di dollari. Fonte: Federal Reserve Board

**L'inflazione è più elevata e persistente del previsto**



Nota: MCT= Multivariate core trend, che costruisce il trend del deflatore core come somma di un trend comune di trend settoriali ponderati per le quote di spesa. Fonte: BEA, NY Fed

### La turbolenza generata dai fallimenti bancari ha rivoluzionato le aspettative sui tassi



● FOMC participants' fed funds target rate, Mar. 2022  
 — Median, Mar. 2022  
 — Fed Funds Futures 23/03/2023

Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

### Proiezioni del FOMC: inflazione più elevata, ma sentiero dei fed funds invariato per via dei rischi di credit crunch

Variabile	Mediana			
	2023	2024	2025	Più lungo termine
<b>PIL reale</b>	<b>0.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>
Proiezione dic.	0.5	1.6	1.8	1.8
<b>Tasso disocc.</b>	<b>4.5</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.0</b>
Proiezione dic.	4.6	4.6	4.5	4.0
<b>Deflatore consumi</b>	<b>3.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Proiezione dic.	3.1	2.5	2.1	2.0
<b>Deflatore core</b>	<b>3.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	
Proiezione dic.	3.5	2.5	2.1	
<b>Per memoria: proiezione sentiero appropriato dei tassi</b>				
<b>Tasso federal funds</b>	<b>5.1</b>	<b>4.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>
Proiezione dic.	5.1	4.1	3.1	2.5

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, marzo 2023. Fonte: Federal Reserve Board

**Banche centrali in azione: nuovi rialzi dei tassi anche da BoE, SNB e Norges Bank.** Le politiche monetarie nel Regno Unito, in Svizzera e in Norvegia si sono mosse in direzione ulteriormente restrittiva in risposta alle persistenti pressioni inflazionistiche, nonostante la turbolenza bancaria.

- La **Bank of England** ha alzato i tassi di 25pb, a 4,25%, anche questa volta con una maggioranza di 7 su 9 (Dhingra e Tenreiro hanno ancora dissentito votando per tassi fermi). Per quanto riguarda le prossime mosse, la BoE ha mantenuto la stessa formulazione impiegata alla precedente riunione di febbraio, indicando che è pronta ad alzare ancora i tassi nel caso in cui i dati diano evidenza di pressioni inflazionistiche più persistenti. Ha comunque spiegato che gli sviluppi recenti non forniscono un indirizzo chiaro, in quanto dai dati emergono segnali più positivi sul fronte della crescita, ma di possibili minori pressioni inflative nel breve, con indicazioni contrastanti anche sul mercato del lavoro dove la dinamica occupazionale appare più robusta ma quella salariale sembra più contenuta. Ad accrescere l'incertezza contribuiscono poi i recenti sviluppi sul fronte bancario, che la BoE monitorerà attentamente, pur indicando per ora che a livello domestico le condizioni del sistema bancario appaiono solide. **La prossima decisione dipenderà pertanto sia dai dati** – e da qui alla prossima riunione dell'11 maggio uscirà una tornata abbondante – **sia dall'evoluzione delle condizioni del sistema bancario**. Un altro eventuale rialzo, di 25pb, che il mercato ora sconta pienamente entro l'estate, dovrebbe comunque essere, molto probabilmente, l'ultimo.
- Anche la **SNB** ha alzato i tassi come da attese ieri, da 1,00% a 1,50% alla luce del deterioramento del quadro inflazionistico, confermando anche la **disponibilità a intervenire sul mercato dei cambi se necessario** (l'anno scorso la SNB è intervenuta vendendo valuta per sostenere il franco svizzero, quale strumento ulteriore per ridurre l'inflazione da prezzi importati). **Altri rialzi rimangono probabili**, ma il minor livello di inflazione in Svizzera rispetto all'area euro dovrebbe comunque mantenere i tassi SNB inferiori a quelli della BCE.
- Infine, la **Norges Bank** ha alzato i tassi, come da attese, da 2,75% a 3,00%, ma ha rivisto ancora verso l'alto il sentiero atteso dei prossimi rialzi alla luce dell'ulteriore deterioramento del quadro inflazionistico. **La NB si aspetta di alzare ancora i tassi alla prossima riunione** del 4 maggio portandoli verso 3,50% entro l'estate. Le nuove proiezioni della NB collocano i tassi ufficiali in media annua a 3,3% quest'anno e 3,5% il prossimo, rivisti verso l'alto rispetto a dicembre dai precedenti 3,0% e 2,9% rispettivamente.

## I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante si prospetta ricca di dati. Le recenti dinamiche dei prezzi energetici sono compatibili con un calo dell'inflazione a marzo in Germania e Italia, nonché nel complesso dell'Eurozona, a fronte di un aumento in Francia; tuttavia, il focus sarà sulla dinamica "di fondo", attesa in ulteriore accelerazione. Le indagini di fiducia nazionali di marzo dovrebbero confermare un quadro ciclico in recupero in Germania e Italia, mentre le rilevazioni francesi potrebbero risentire degli effetti degli scioperi. In calendario anche i dati sul mercato del lavoro di febbraio: vediamo un tasso di disoccupazione invariato in Eurozona e Germania e in crescita marginale per il secondo mese in Italia. In Francia i consumi privati dovrebbero tornare a calare a febbraio dopo il rimbalzo del mese precedente.

In settimana ci sono pochi dati in uscita negli **Stati Uniti**. La fiducia dei consumatori a marzo dovrebbe calare sulla scia della turbolenza dei mercati finanziari. La spesa e il reddito personale dovrebbero registrare variazioni moderate in termini nominali e nulle in termini reali, dopo gli incrementi solidi di gennaio. Il deflatore core di febbraio è atteso in aumento di 0,3% m/m, con un rallentamento della dinamica mensile che dovrebbe essere solo temporaneo. Il trend dell'inflazione core dovrebbe essere stabile. La stima finale del PIL del 4° trimestre dovrebbe essere invariata a 2,7% t/t ann.

### Lunedì 27 marzo

#### Area euro

■ **Germania.** L'indice **IFO** è atteso crescere a marzo, a 91,7 da 91,1 precedente per effetto dell'introduzione del tetto al prezzo del gas. Ci aspettiamo un miglioramento sia delle attese a 89 da 88,5 precedente, che dell'indice sulla situazione corrente, a 94,5 da 93,9. L'indagine di questo mese non dovrebbe risentire delle recenti turbolenze sui mercati finanziari. Il PIL tedesco è atteso stagnante a inizio 2023 ma i rischi sono verso l'alto.

### Martedì 28 marzo

#### Area euro

■ **Italia.** La **fiducia di famiglie e imprese** è attesa ancora in recupero a marzo. La ripresa dovrebbe essere più marcata per il morale delle aziende (vediamo un indice composito IESI a 109,5 da 109,1 e una fiducia manifatturiera a 103,5 da 102,8) che non per la fiducia dei consumatori (attesa a 104,2 dopo il balzo a 104 del mese precedente). La moderazione dei rischi energetici sembra poter ancora prevalere sugli effetti dei rialzi dei tassi BCE e delle recenti turbolenze sui mercati finanziari.

■ **Francia.** Gli indici INSEE di **fiducia delle imprese** di marzo potrebbero risentire degli scioperi che hanno limitato l'attività in alcuni settori. Prevediamo un calo dell'indice manifatturiero a 103 da 104 di febbraio. Tuttavia, le componenti anticipatorie delle ultime indagini Banque de France erano coerenti con un'accelerazione dell'attività a inizio marzo, sia nell'industria che nei servizi, un segnale che lascia ben sperare per un rimbalzo già ad aprile.

#### Stati Uniti

■ La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a marzo è prevista in calo a 101 da 102,9 di febbraio. La turbolenza dei mercati finanziari dovrebbe determinare una riduzione contenuta dell'indice del Conference Board, che è influenzato maggiormente dalle condizioni del mercato del lavoro, sempre positive.

### Mercoledì 29 marzo

#### Area euro

■ **Francia.** L'indice INSEE di **fiducia dei consumatori** potrebbe tornare a calare a marzo, stimiamo di un punto a 81. Le componenti più anticipatorie della lettura di febbraio puntano

verso una correzione, inoltre le tensioni per la riforma delle pensioni nonché l'aumento della tassazione sui tabacchi e un'inflazione che, a differenza delle altre principali economie, non ha ancora raggiunto un picco dovrebbero pesare sul morale. La fiducia dei consumatori francesi ha risentito meno di altri paesi della crisi energetica ma da inizio anno si trova su livelli inferiori al resto dell'Eurozona e non ha ancora mostrato chiari segnali di recupero.

## Giovedì 30 marzo

### Area euro

- **Area euro.** L'indice composito di fiducia economica **ESI** dovrebbe salire a 100 a marzo dopo la marginale, ma inattesa, correzione a 99,7 del mese precedente. Il calo dei prezzi energetici dovrebbe sostenere il morale nell'industria, prevediamo a 0,8 da 0,5, nonostante ordinativi che non mostrano ancora chiari segnali di riaccelerazione. Il progresso dovrebbe riguardare anche i servizi, attesi in riavvicinamento alla media di lungo periodo a 10 da 9,5 di febbraio.
- **Germania.** A marzo i **prezzi al consumo** dovrebbero mostrare una crescita marginale di mezzo punto sull'indice nazionale e +0,6% m/m sull'armonizzato UE. La tendenza annua è attesa calare al 7,1% dall'8,7% sul CPI e al 7,3% dal 9,3% sull'IPCA di febbraio. Il crollo di marzo è legato all'impatto del tetto sul prezzo del gas sulla componente energia mentre è attesa accelerare nuovamente l'inflazione core. In media annua stimiamo una crescita dei prezzi intorno al 5,5% sull'indice domestico.
- **Italia.** Il **tasso di disoccupazione** potrebbe aumentare ancora di un decimo a febbraio come già nel primo mese dell'anno, a 8% da 7,9% precedente, per effetto del rallentamento della domanda di lavoro. Tuttavia, vediamo una salita del tasso dei senza-lavoro solo dell'ordine di qualche decimo nei prossimi mesi.

### Stati Uniti

- La lettura finale del **PIL del 4° trimestre** dovrebbe essere in linea con la seconda stima, e registrare una variazione di 2,7% t/t ann.

## Venerdì 31 marzo

### Area euro

- **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere rimasto invariato al 6,7% a febbraio. I dati nazionali già pubblicati hanno registrato una marginale correzione delle persone in cerca di occupazione, mentre le indagini di fiducia non mostrano ancora segnali d'inversione nelle intenzioni di assunzione. Nel nostro scenario centrale ci aspettiamo un mercato del lavoro resiliente nel corso del 2023 con un tasso di disoccupazione sostanzialmente stabile nei prossimi mesi.
- **Area euro.** L'**inflazione** è attesa calare in marzo a 7,6% dall'8,5% di febbraio visto il ribasso atteso della componente energia; di contro, l'indice core (al netto di energia e alimentari freschi) dovrebbe crescere a 7,6% da 7,4% precedente. Nel mese, i prezzi sono visti aumentare dell'1,6% m/m. Nelle nostre stime, l'inflazione potrebbe attestarsi, a fine anno, al 2% sull'indice headline e al 3,5% sul core, e scendere temporaneamente sotto il 2% nella prima parte del 2024. I rischi sul nostro scenario previsivo restano moderatamente al rialzo sulla componente "di fondo".
- **Germania.** A marzo, il tasso di **disoccupazione** dovrebbe mantenersi invariato al 5,5%. Le componenti relative all'occupazione delle indagini di fiducia restano su livelli espansivi. Il mercato del lavoro rimane teso, suggerendo rischi al rialzo sulla crescita delle retribuzioni nel corso del 2023.
- **Francia.** L'**inflazione** è attesa in crescita a marzo, al 7,4% a/a dal 7,3% sull'IPCA e al 6,5% a/a dal 6,3% di febbraio. Nel mese, i prezzi al consumo dovrebbero mostrare una crescita di +1,6% m/m sull'indice domestico e di +1,7% m/m sull'armonizzato. L'inflazione potrebbe iniziare a

calare solo da maggio; in media annua, la crescita dei prezzi dovrebbe flettere lievemente al 5,7% (sull'indice armonizzato) nel 2023, dal 5,9% dello scorso anno.

- **Francia.** A febbraio le **spese per consumi** potrebbero correggere dopo il rimbalzo del mese precedente, stimiamo di -0,5% m/m da un precedente 1,5% m/m. Il progresso di gennaio era risultato diffuso a tutte le componenti ma gonfiato soprattutto dalla contabilizzazione a carico delle famiglie della *Chèque énergie*. Anche i nuovi acquisti di auto dovrebbero tornare a calare a febbraio: negli ultimi mesi i consumatori hanno segnalato minori intenzioni di acquisto di beni durevoli e il recupero delle immatricolazioni sembra essere dovuto soprattutto alle consegne in scia al riassorbimento delle strozzature lungo le filiere produttive.
- **Italia.** L'**inflazione** è attesa scendere ancora a marzo, a 8,1% a/a da 9,1% sull'indice nazionale e a 8,7% da 9,8% sull'armonizzato, sulla scia del ribasso della componente energia. Di contro, la dinamica "di fondo" (al netto di energetici e alimentari freschi) è attesa crescere a 6,5% da 6,3% di febbraio sul NIC. Nel mese i prezzi al consumo avrebbero registrato una stagnazione sull'indice domestico e un aumento di +1,3% m/m sull'IPCA. Come altrove nell'Eurozona, i rischi sono concentrati sulla componente "core".

### Stati Uniti

- La **spesa personale** di febbraio è prevista in rialzo di 0,3% m/m, dopo 1,8% m/m di gennaio, sulla scia di un ritracciamento dei consumi di beni dopo il boom di gennaio, in linea con le informazioni delle vendite al dettaglio, e di una crescita moderata dei servizi. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 0,3% m/m, dopo 0,6% m/m, in seguito alla normalizzazione della dinamica occupazionale e alla stabilizzazione dei trasferimenti pubblici. Il **deflatore** è atteso in aumento di 0,3% m/m, sia per l'indice headline sia per quello core. L'inflazione annua dovrebbe rimanere elevata, con un calo a 5,1% a/a per l'indice totale e una stabilizzazione a 4,7% a/a per quello core. Il rallentamento della dinamica mensile del deflatore core dovrebbe essere solo temporaneo e dovuto al calo transitorio delle tariffe aeree e dei prezzi delle auto usate.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a marzo (finale) è prevista a 61, in ulteriore calo rispetto alla lettura preliminare.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (27 – 31 marzo)...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 27/3	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		mar	93.9	94.3	94.5
	10:00	GER	IFO (attese)		mar	88.5	87.9	89.0
	10:00	GER	IFO	**	mar	91.1	90.9	91.7
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	feb	3.5	% 3.2	3.2
Mar 28/3	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	mar	104	103	103
	11:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	mar	102.8		103.5
	11:00	ITA	Fiducia consumatori		mar	104.0		104.2
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		feb	-91.5	Mld \$ -91.0	
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		gen	-0.1	%	
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		gen	4.6	%	
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	mar	102.9	101.0	101.0
Mer 29/3	08:00	GER	Fiducia consumatori		apr	-30.5	-29.0	
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		mar	82		81
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		feb	-1.4	Mld €	
Gio 30/3	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		mar	6.0	% 4.3	
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	feb	7.9	%	8.0
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		mar	prel -19.2		-19.0
	11:00	EUR	Fiducia industria		mar	0.5	0.5	0.8
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	mar	99.7	100.0	100.0
	11:00	EUR	Fiducia servizi		mar	9.5	8.7	10.0
	11:00	ITA	PPI m/m		feb	-7.5	%	
	11:00	ITA	PPI a/a		feb	31.7	%	
	13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	191	x1000	
	13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.694	Mln	
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	mar	9.3	% 7.9	7.3
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	mar	8.7	% 7.3	7.1
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	mar	0.8	% 0.7	0.5
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	mar	1.0	% 0.9	0.6
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T4	prel 4.3	%	
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T4	prel 3.9	%	
14:30	USA	PIL t/t ann. finale		T4	prel 2.7	% 2.7	2.7	

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

## Calendario dei dati macroeconomici (27 – 31 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Ven	31/3	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		feb	2.4	%	2.4	
		01:30	GIA	Job to applicant ratio		feb	1.4		1.4	
		01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		feb	5.0	(6.3)	%	5.8
		01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		feb	-5.3		%	2.7
		03:30	CN	PMI composito - Caixin		mar	56.4			
		03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		mar	56.3			
		03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	mar	52.6			
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	feb	-0.3		%	0.5
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		feb	-6.9		%	
		08:00	GB	PII t/t finale		T4	prel 0.0		%	0.0
		08:00	GER	Prezzi import a/a		feb	6.6		%	
		08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	feb	1.5		%	-0.5
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	mar	7.3		%	6.7
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		mar	5.5		%	5.5
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	mar	7.4		%	7.6
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	feb	6.7		%	6.7
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	mar	8.5		%	7.3
		12:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	mar	9.8		%	8.5
		12:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	mar	0.1		%	0.8
		12:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	mar	9.2		%	8.5
		12:00	ITA	Fatturato industriale m/m		gen	0.7		%	
		12:00	ITA	Fatturato industriale a/a		gen	14.9		%	
		12:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	mar	0.2		%	0.0
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	feb	4.7		%	4.7
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	feb	5.4		%	5.1
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	feb	0.6		%	0.3
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		feb	0.6		%	0.3
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	feb	1.8		%	0.3
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	mar	43.6			
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		mar	prel 63.4			61.0

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

## Calendario degli eventi (27 – 31 marzo)

Data	Ora	Paese	*	Evento	
Lun	27/3	09:00	EUR	Discorso di Simkus (BCE)	
		16:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)	
		17:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)	
		19:00	GB	*	Discorso di Bailey (BoE)
		23:00	USA		Discorso di Jefferson (Fed)
Mar	28/3	10:00	EUR	Discorso di Muller (BCE)	
		10:45	GB	*	Audizione di Bailey su (BoE) su SVB
Mer	29/3	10:00	EUR	Discorso di Kazimir (BCE)	
		20:50	GB		Discorso di Mann (BoE)
Gio	30/3	18:45	USA	Discorso di Barkin (Fed)	
		18:45	USA	Discorso di Collins (Fed)	
Ven	31/3	09:00	EUR	Discorso di Kazaks (BCE)	
		16:00	USA	**	Audizione di Barr (vice-presidente Fed, responsabile della supervisione) di fronte alla Commissione Servizi Finanziari della Camera
		21:00	USA		Discorso di Williams (Fed)
		22:00	USA		Discorso di Waller (Fed)
		23:45	USA		Discorso di Cook (Fed)
		--	GER	*	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Germania
		--	EUR	*	Discorso di Lagarde (BCE)

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Vendite di case esistenti (mln ann.)	feb	4.00	Mln	4.20	4.58
Richieste di sussidio	settim	192	x1000	197	191
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.680 ( <del>+1.684</del> )	Mln	1.684	1.694
Saldo partite correnti	T4	-219.0 ( <del>-217.1</del> )	Mld \$	-213.2	-206.8
Vendite di nuove case (mln ann.)	feb	0.633 ( <del>0.670</del> )	Mln	0.650	0.640
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	feb	-4.5	%	0.6	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	feb	0.8	%	0.2	
Markit PMI Composito prelim.	mar	50.1			
Markit PMI Manif. prelim.	mar	47.3		47.0	
Markit PMI Servizi prelim.	mar	50.6		50.5	

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

Le **vendite di case esistenti** a febbraio sono aumentate di 14,5% m/m (-22,6% a/a), contro attese per un calo, e dopo 12 mesi consecutivi di contrazioni. Il prezzo mediano è diminuito di -0,2% a/a, in territorio negativo per la prima volta dal 2012. I tassi sui mutui a febbraio erano vicini al 6%, circa 1pp sotto i picchi dell'autunno.

Le **vendite di case nuove** di febbraio hanno mostrato un rialzo a 640 mila, da 633 mila di gennaio (rivisto verso il basso), segnando il terzo aumento consecutivo e indicando una possibile stabilizzazione del mercato immobiliare residenziale.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	feb	4.2	%	3.1	3.1
CPI (naz.) a/a	feb	4.3	%		3.3
PMI manifatturiero prelim	mar	47.7			48.6

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

Il **CPI al netto degli alimentari freschi** a febbraio ha segnato una variazione di 3,1% a/a, da 4,2% a/a di gennaio, grazie all'entrata in vigore dei sussidi pubblici ai prezzi dell'energia. L'inflazione dovrebbe proseguire su un trend in calo per tutto l'anno, verso l'1% a/a in autunno.

I **PMI flash** di marzo registrano modesti miglioramenti, con l'indice per il manifatturiero a 47,4 da 45,3 e quello dei servizi a 54,2 da 54. Il PMI composito, a 51,9, è in territorio espansivo per il terzo mese consecutivo, grazie alla ripresa dei servizi seguita all'esaurimento degli effetti dell'ultima ondata di Covid. Nel manifatturiero, l'attività resta in contrazione, ma le imprese riportano persistente riduzione delle strozzature all'offerta.

### Area euro

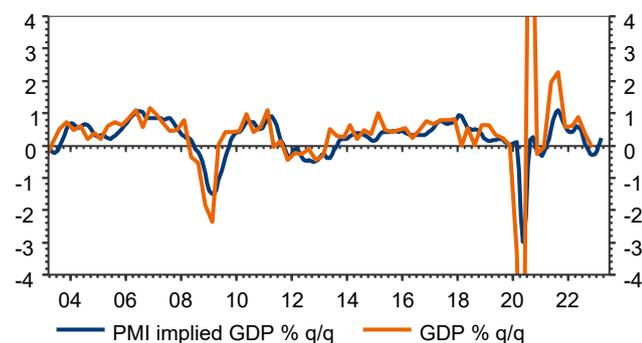
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
BEL	Indice ciclico BNB	mar	-12.8			
EUR	Fiducia consumatori flash	mar	-19.1 ( <del>-19.0</del> )	-18.3	-19.2	
EUR	PMI servizi prelim	mar	52.7	52.5	55.6	
EUR	PMI manifatturiero prelim	mar	48.5	49.0	47.1	
EUR	PMI composito prelim	mar	52.0	51.9	54.1	
FRA	PMI servizi prelim	mar	53.1	52.5	55.5	
FRA	PMI manifatturiero prelim	mar	47.4	48.0	47.7	
GER	PPI m/m	feb	-1.2 ( <del>-1.0</del> )	%	-0.5	-0.3
GER	PPI a/a	feb	17.6 ( <del>17.8</del> )	%	14.5	15.8
GER	ZEW (Sit. corrente)	mar	-45.1	-44.3	-46.5	
GER	ZEW (Sentiment econ.)	mar	28.1	17.1	13.0	
GER	PMI servizi prelim	mar	50.9	51.0	53.9	
GER	PMI manifatturiero prelim	mar	46.3	47.0	44.4	
SPA	PIL t/t finale	T4	0.2	%	0.2	0.2

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

**Area euro.** Sorprende al rialzo il **PMI composito** di marzo: la crescita a 54,1 da un precedente 52 batte le attese per una modesta correzione (consenso: 51,9) e porta l'indice ai massimi da maggio dello scorso anno, su livelli espansivi per il terzo mese consecutivo. Il progresso è dovuto ai **servizi** (55,6 da 52,7), che già avevano registrato un ampio balzo a febbraio, a fronte viceversa di un calo nel **manifatturiero** (47,1 da 48,5). Il comunicato stampa rileva la presenza presso le aziende del timore che le recenti tensioni sui mercati finanziari possano causare un inasprimento delle condizioni creditizie; tuttavia, al momento le aspettative sul ciclo restano ottimistiche. Le indicazioni sui **prezzi** offrono segnali incoraggianti di ridimensionamento delle pressioni a monte delle filiere produttive nell'industria, ma anche nei servizi gli indici relativi ai prezzi, sia pagati che ricevuti, sono tornati a rallentare attestandosi entrambi ai minimi da oltre un anno. Nei servizi la crescita dei prezzi, seppur in decelerazione, rimane comunque superiore alla media storica. Sulla base della relazione storica con il PIL, i PMI sarebbero coerenti con una crescita intorno allo 0,3% t/t tra 1° e 2° trimestre dell'anno.

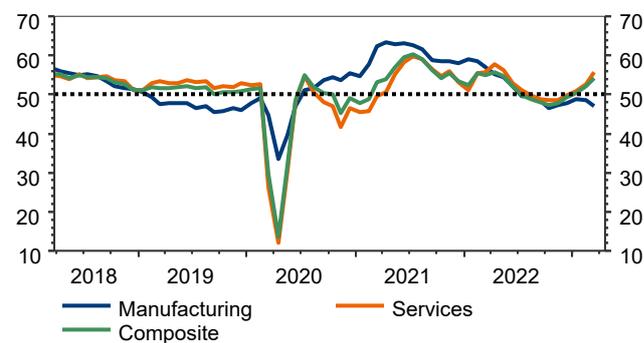
Gli indici PMI compositi risultano migliori delle attese sia in **Germania** (52,6 da 50,7, consenso 51) che in **Francia** (54 da 51,7, consenso 51,8), entrambi sui massimi dallo scorso maggio. Gli incrementi sono trainati soprattutto dai servizi a fronte di indici manifatturieri su livelli ancora compatibili con una contrazione dell'attività nel settore. In Germania il PMI manifatturiero ha toccato un minimo dalla prima ondata pandemica (44,4 da 46,3), mentre in Francia l'incremento è solo marginale (47,7 da 47,4) e inferiore alle stime. **I dati pubblicati sono compatibili con un miglioramento dell'attività anche in Italia e Spagna.**

#### PMI composito coerente con una crescita del PIL intorno a 0,3% t/t tra 1° e 2° trimestre



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

#### I progressi sono trainati dai servizi mentre la manifattura resta su livelli recessivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

**Area euro.** La stima flash dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea di marzo ha registrato un'inattesa, seppur marginale, correzione a -19,2 da un precedente -19,1 (rivisto da -19). Il comunicato stampa rileva che almeno l'80% delle risposte sono state raccolte prima del fallimento di SVB, suggerendo che difficilmente il morale è stato condizionato in misura significativa dalle recenti tensioni sui mercati finanziari. L'indice rimane al di sotto della media di lungo periodo e suggerisce che i consumi privati potrebbero restare deboli nel 1° semestre.

**Area euro.** A gennaio la **produzione nelle costruzioni** è rimbalsata di 3,9% m/m dopo la flessione di -2,3% a dicembre. Tra le principali economie è stata la Germania a sostenere l'output (12,6% m/m dopo due mesi di pesanti contrazioni), ma anche Italia (1,4%) e Spagna (3%) hanno messo a segno robusti rialzi. Poco più che stagnante l'edilizia francese (0,2%), a fronte di cali per Belgio e Paesi Bassi. Oltre al fisiologico rimbalzo tedesco, è probabile che nel mese il settore abbia beneficiato di condizioni meteorologiche migliori della media stagionale. Ci aspettiamo che la produzione torni a calare nei prossimi mesi, frenata dagli effetti della restrizione monetaria.

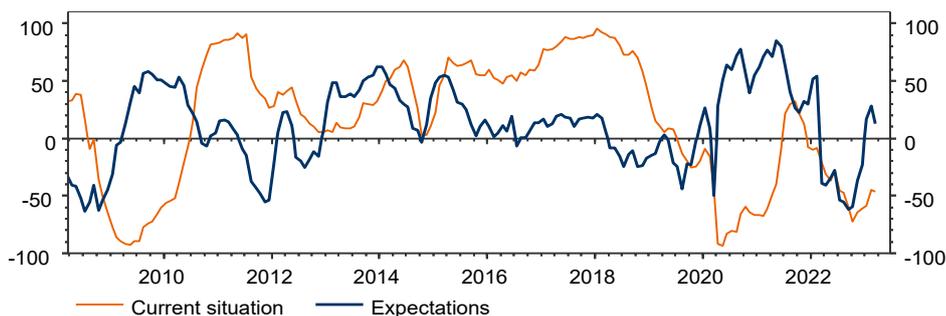
**Area euro.** Nel 4° trimestre il **tasso di posizioni vacanti** è rimasto stabile al 3,1%, solo un decimo al di sotto del record storico toccato la scorsa primavera. Su base settoriale l'indice è rimasto invariato nell'industria (2,8%) ed è calato nei servizi (3,3% da 3,5%). Il dato segnala un contesto di eccesso di domanda di lavoro.

**Area euro.** I dati sul **commercio estero** di gennaio hanno registrato un calo degli scambi più ampio per le importazioni (-1,8% m/m) che per le esportazioni (-1,1%). Di conseguenza il disavanzo commerciale destagionalizzato si è ristretto a -11,3 miliardi di euro dai -13,4 miliardi di dicembre. Nei prossimi mesi il calo dei prezzi energetici dovrebbe continuare ad alleviare le pressioni sulle ragioni di scambio.

**Area euro.** L'avanzo di **partite correnti** si è ampliato a 17 miliardi di euro a gennaio dai 13 miliardi di dicembre, con un surplus diffuso a beni e servizi. Gli elevati prezzi dell'energia avevano causato un deficit nel 2022 ma la successiva correzione sta riportando il saldo su un trend in surplus.

**Germania.** L'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia, è calato più del previsto a marzo, a 13 da 28,1 precedente. Il peggioramento è legato alle turbolenze sui mercati finanziari degli ultimi giorni; tuttavia, le aspettative restano in territorio positivo. L'indicatore sulla situazione corrente è sceso in misura minore, a -46,5 da -45,1.

#### ZEW: le turbolenze sui mercati finanziari hanno causato un calo dell'indice ZEW a marzo



Fonte: ZEW

**Italia.** 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%.

**Paesi Bassi.** La crescita del **PIL** nel 4° trimestre 2022 è confermata a 0,6% t/t dopo la stagnazione del trimestre precedente; la variazione annua è stata rivista a 3,2% da 3% della lettura preliminare (e da 3,4% dei tre mesi precedenti). Il maggiore contributo viene ancora dalla domanda interna: i consumi privati sono saliti di 1,2% t/t da 0,6% precedente, mentre la spesa pubblica e gli investimenti fissi di 1,3% e 0,5% t/t rispettivamente. Le importazioni sono cresciute a un ritmo di poco superiore alle esportazioni (1,6% t/t contro 1,5%), con il canale estero netto che ha fornito anch'esso un apporto marginalmente positivo al PIL. Negativo invece il contributo delle scorte. La crescita media annua è attesa in rallentamento a 0,8% nel 2023.

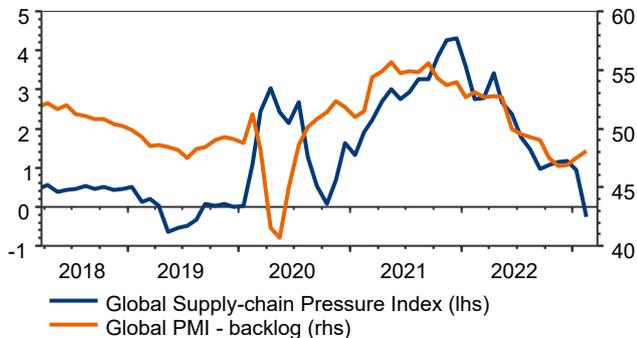
**Cina**

<b>Dato</b>	<b>Periodo</b>	<b>Precedente</b>	<b>Consenso</b>	<b>Effettivo</b>
Tasso prime rate a 1 anno	mar	3.65	%	3.65
Tasso prime rate a 5 anni	mar	4.30	%	4.30

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

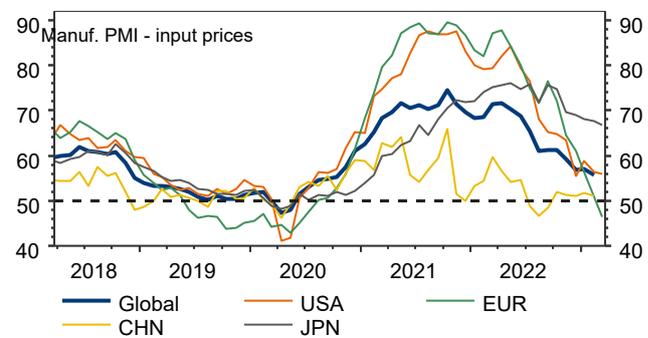
## Monitor congiunturale

### Livello di tensione delle catene di approvvigionamento



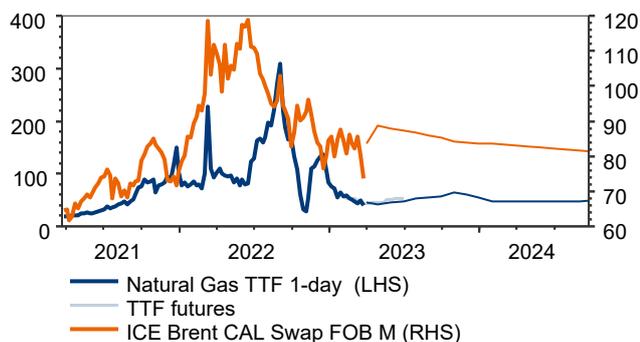
Fonte: New York Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



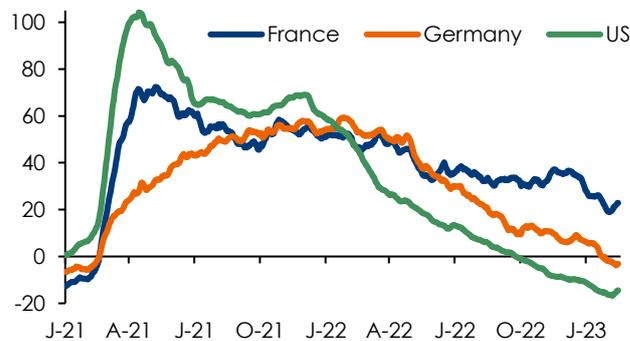
Nota: indici di diffusione. Fonte: S&P Global

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



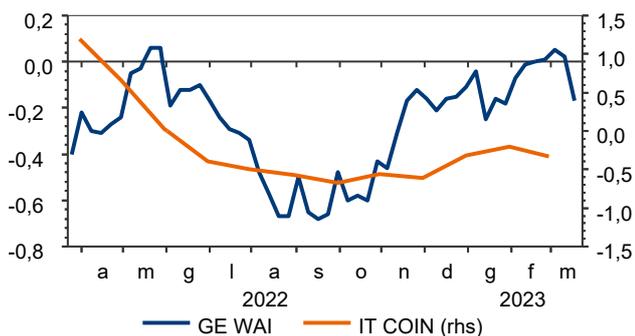
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

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



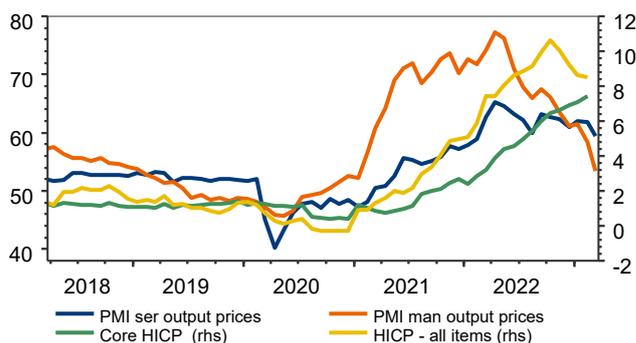
Fonte: Indeed Hiring Lab

### 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

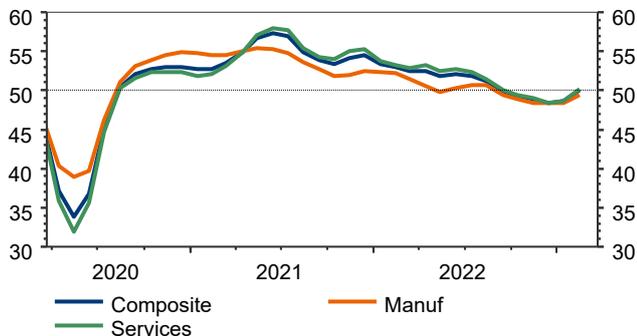
### Indicatori di inflazione nell'Eurozona



Fonte: Eurostat, S&P Global

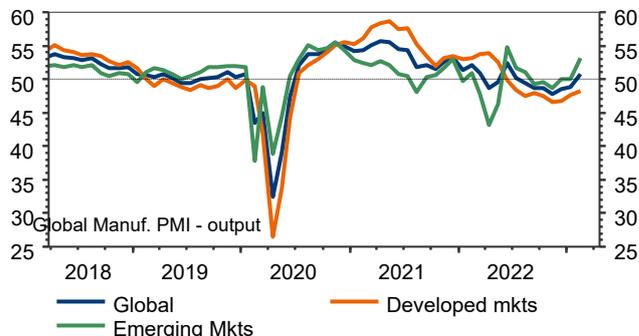
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



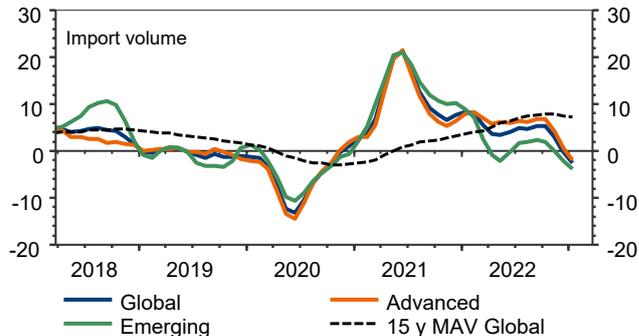
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



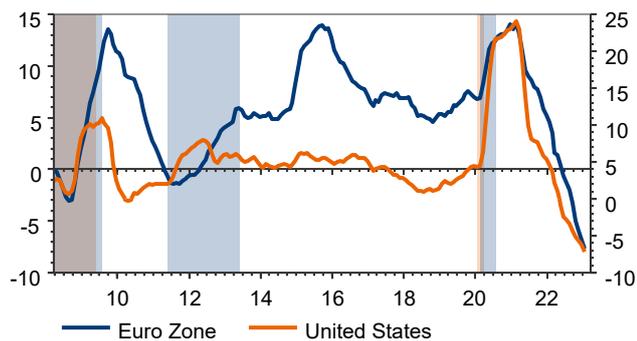
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

### Andamento del commercio mondiale



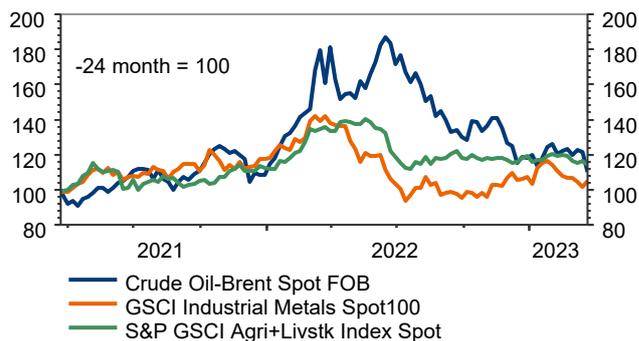
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat e BLS

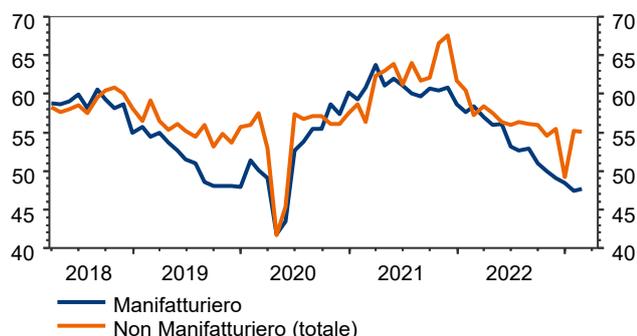
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

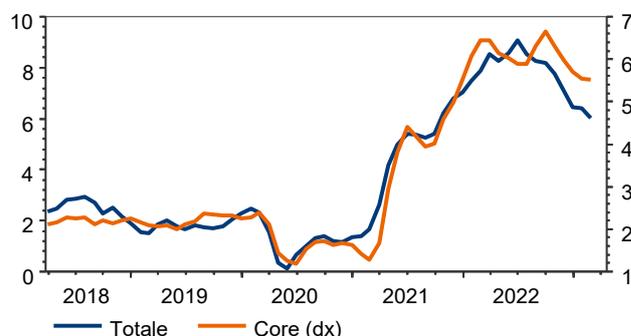
## Stati Uniti

### Indagini ISM



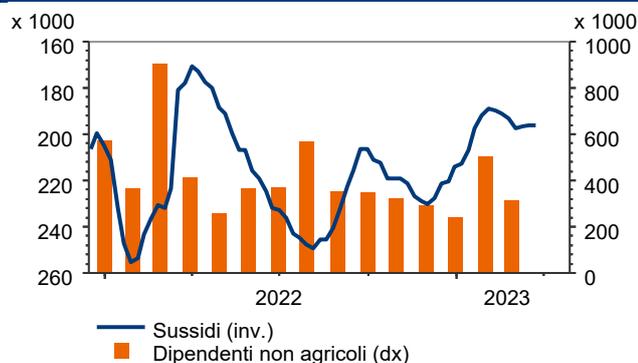
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISM

### CPI – Var. % a/a



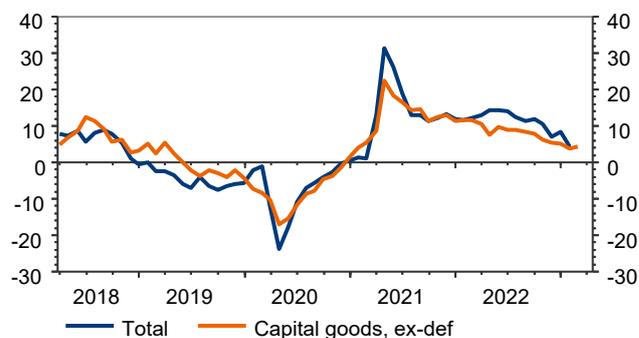
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

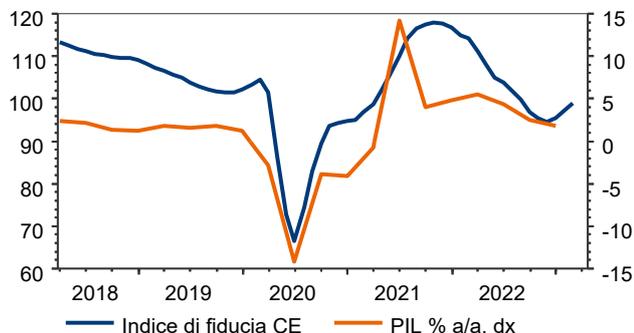
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022				2023			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.0	0.8	3.7	1.8	1.9	0.9	1.7	1.9	0.7	-0.2
- trim./trim. annualizzato				-1.6	-0.6	3.2	2.7	1.5	0.3	-1.7	-1.0
Consumi privati	2.8	1.4	0.8	1.3	2.0	2.3	1.4	2.8	1.4	-1.2	-0.5
IFL - privati non residenziali	3.8	1.6	0.4	7.9	0.1	6.2	3.3	3.5	0.5	-3.5	-3.8
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	-0.1	2.5	18.4	2.2	-7.3	-4.2	2.7	3.6	1.1	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.3	-0.1	0.3	-2.1	-1.4	1.9	-0.7	-0.5	-0.6	-0.3
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	4.0	3.4	3.0
Produzione Industriale	3.7	-2.0	0.1	1.2	1.2	0.3	-0.9	-0.9	-0.4	-1.0	-0.7
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

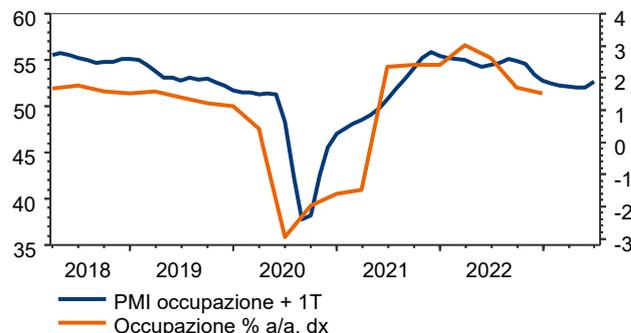
## Area euro

### PIL



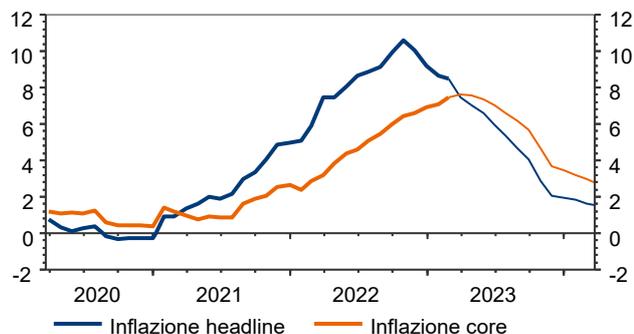
Fonte: Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



Fonte: Eurostat, S&P Global

### Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni inflazione

%	2022	2023	2024
gennaio	5.1	8.6	1.8
febbraio	5.9	8.5	1.6
marzo	7.4	7.5	1.5
aprile	7.4	7.0	1.7
maggio	8.1	6.6	1.8
giugno	8.6	5.9	2.0
luglio	8.9	5.4	2.4
agosto	9.1	4.6	2.5
settembre	9.9	4.1	2.6
ottobre	10.6	2.9	2.6
novembre	10.1	2.1	2.7
dicembre	9.2	2.0	2.7

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	0.2	1.4	0.1	1.1	0.9	-0.9	-0.1	0.1	0.2	0.3
Investimenti fissi	3.8	0.9	2.6	-0.7	0.9	3.9	-3.6	0.8	0.4	0.5	0.6
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	2.2	2.2	1.4	1.7	1.7	0.1	0.1	0.4	0.5	0.6
Importazioni	8.0	1.5	1.8	-0.6	1.9	4.2	-1.9	-0.1	0.3	0.4	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	0.2	0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1
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	5.4	2.2	6.1	8.0	9.3	10.0	8.2	6.5	4.7	2.3
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

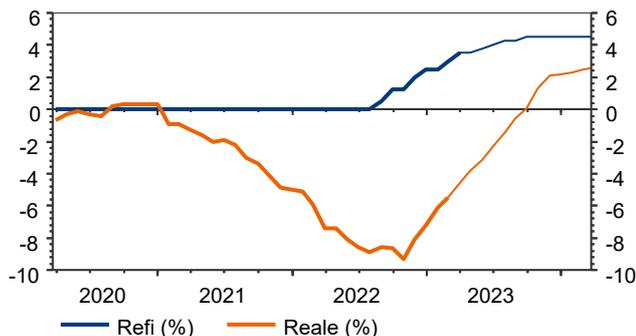
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	giu	set	dic	23/3	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	1.25	2.50	<b>3.50</b>	3.50	4.00	4.50	4.50
Euribor 1m	-0.51	0.68	1.88	<b>2.93</b>	2.56	3.38	3.92	4.03
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	<b>3.03</b>	2.90	3.65	4.13	4.12

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

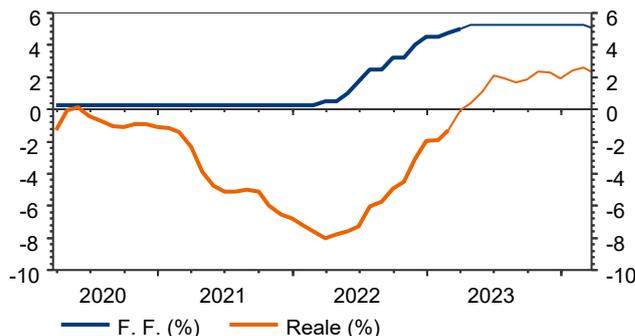


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	giu	set	dic	23/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	1.75	3.25	4.50	<b>5.00</b>	5.00	5.25	5.25	5.25
OIS 3m	2.18	3.66	4.61	<b>4.88</b>	5.00	5.28	5.28	5.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

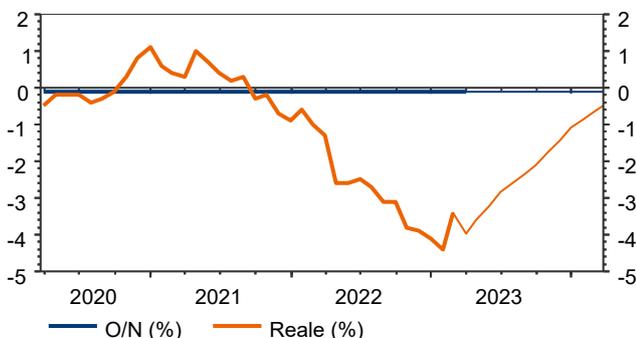


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

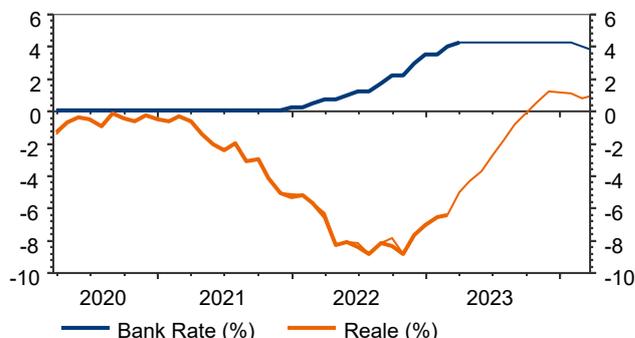


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	23/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	1.25	2.25	3.50	<b>4.25</b>	4.25	4.25	4.25	4.25
Libor GBP 3m	1.67	3.34	3.87	<b>4.39</b>	4.30	4.25	4.20	4.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	24/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.10	0.98	1.06	1.06	<b>1.0741</b>	1.08	1.10	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	109	122	143	133	136	<b>130.11</b>	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.37	1.32	1.09	1.21	1.19	<b>1.2209</b>	1.22	1.24	1.25	1.26	1.28
EUR/CHF	1.11	1.02	0.96	0.99	0.99	<b>0.9884</b>	0.99	1.01	1.02	1.04	1.05
EUR/JPY	129	134	139	141	144	<b>139.79</b>	142	140	138	136	135
EUR/GBP	0.86	0.83	0.88	0.88	0.88	<b>0.8798</b>	0.89	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

#### Rates, FX & Commodities Research

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com