

Weekly Economic Monitor

Il punto

Scenario 2023: all'ombra del vulcano. Le prospettive per l'economia mondiale sono molto incerte: la sequenza di crisi bancarie avvenute in marzo potrebbe rendere le condizioni finanziarie significativamente più restrittive anche senza nuovi rialzi dei tassi, e negli scenari peggiori, si rischia una profonda recessione tra fine 2023 e metà 2024. Al momento, però riteniamo relativamente più probabile che la situazione si assesti: in tal caso, potremmo osservare ulteriori rialzi dei tassi ufficiali e un rallentamento più contenuto della crescita economica.

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di dati congiunturali. La produzione industriale di febbraio in Germania e Francia dovrebbe confermare il debole recupero del manifatturiero. Nello stesso mese, anche gli ordini tedeschi sono attesi mostrare un aumento, seppur lieve. Sempre a febbraio, il PPI nell'Eurozona dovrebbe diminuire per il secondo mese in scia al calo dei prezzi dell'energia. Infine, la lettura finale delle indagini PMI relative al mese di marzo è attesa confermare la tenuta del ciclo grazie alla ripresa nei servizi.

In settimana, negli **Stati Uniti**, verranno pubblicati i principali dati macroeconomici di marzo, che non dovrebbero ancora riflettere in misura significativa gli effetti della turbolenza del settore bancario. Il focus è ora più concentrato sugli aggiornamenti settimanali dei dati dei bilanci bancari e del bilancio della Fed per valutare i nuovi trend dei depositi presso le banche e dei prestiti dalla Fed. Sul fronte macro, a marzo, gli occupati non agricoli sono previsti in aumento di 250 mila, in rallentamento solo marginale rispetto a febbraio. Il tasso di disoccupazione dovrebbe mantenersi stabile a 3,6%. Gli indici ISM a marzo dovrebbero essere in miglioramento, con accelerazione della crescita nei servizi e contrazione meno marcata nel manifatturiero. La spesa in costruzioni a febbraio dovrebbe essere stabile.

31 marzo 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista - Italia

Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone

Il punto

Scenario 2023: all'ombra del vulcano. Le prospettive per l'economia mondiale sono molto incerte: la sequenza di crisi bancarie avvenute in marzo potrebbe rendere le condizioni finanziarie significativamente più restrittive anche senza nuovi rialzi dei tassi, e negli scenari peggiori, si rischia una profonda recessione tra fine 2023 e metà 2024. Al momento, però riteniamo relativamente più probabile che la situazione si assesti: in tal caso, potremmo osservare ulteriori rialzi dei tassi ufficiali e un rallentamento più contenuto della crescita economica.

- Alcuni vulcani restano tranquilli per decenni o anche secoli, tanto che chi vive nei loro dintorni tende a considerarli innocui. Anche quando iniziano a dare indizi di risveglio, spesso prevale l'inclinazione a respingere l'idea che sia necessario abbandonare le proprie case. In molti casi, la scelta si rivela giusta. Talora, però, i segnali si traducono in eruzioni esplosive, dalle conseguenze tragiche. Se il nostro vulcano è il sistema finanziario globale, quanto grave è la minaccia che pone oggi all'economia mondiale?
- Nelle ultime settimane si è andato concretizzando uno degli scenari di rischio paventati alcuni mesi fa, dopo l'accelerazione impartita dalle banche centrali alla stretta monetaria. In marzo, due banche americane di medie dimensioni, SVB e Signature Bank, che nel complesso avevano attivi per circa 300 miliardi di dollari, sono state travolte da una violenta fuoriuscita di depositi. Una terza banca di analoghe dimensioni, First Republic, si è trovata sotto forte stress; ma tutto il sistema delle banche di piccola e media dimensione ha subito una perdita di raccolta a vantaggio dei fondi monetari e delle banche di grande dimensione. Nei giorni successivi, anche la banca svizzera Credit Suisse, con attivi per oltre 530 miliardi di CHF e con un passato già molto travagliato, ha subito una crisi di liquidità tale da consigliare le autorità elvetiche ad organizzarne in tutta fretta l'acquisizione da parte di UBS. Dunque, il rapido rialzo dei tassi di interesse dopo anni di tassi nulli o negativi sta mettendo in difficoltà alcune componenti più fragili del sistema finanziario internazionale. Nell'area dell'euro non sono emersi casi di contagio nel comparto bancario, ma già nel novembre del 2022 la BCE aveva mostrato preoccupazione per la stabilità degli operatori finanziari non bancari, dati i criteri meno stringenti di supervisione a cui sono sottoposti.
- La rapida reazione delle autorità monetarie sembra aver stabilizzato la situazione. Le riserve del sistema bancario sono aumentate, elemento che evidenzia allo stesso tempo volontà e capacità di rinforzare gli argini. Tuttavia, soltanto nelle prossime settimane si potranno valutare gli effetti delle turbolenze sulle condizioni finanziarie e, quindi, sulle prospettive economiche. Le nostre attuali previsioni si basano sull'ipotesi che le turbolenze rientrino senza significative conseguenze. Questo rende i rischi della previsione molto asimmetrici. Ma di quanto? Un evento della dimensione della Grande Crisi Finanziaria del 2007-08 sembra improbabile per una serie di motivi: minori squilibri macroeconomici, maggiore solidità dei bilanci di famiglie e imprese, più ampia diffusione di prestiti a tasso fisso invece che a tasso variabile, migliori strumenti di controllo dei rischi nel sistema bancario (a parte l'allentamento che ha caratterizzato nel 2018 proprio le banche americane di media dimensione oggi in difficoltà). Tuttavia, l'episodio di marzo potrebbe essere sufficiente a ridurre e rendere più costosa la disponibilità di capitali, frenando più di quanto precedentemente previsto la domanda aggregata e aumentando il rischio di insolvenza tra le imprese finanziariamente più fragili. In questo momento, non ci sono ancora elementi oggettivi per valutare la possibile intensità degli effetti.
- Abbiamo ugualmente provato a congetturare un possibile scenario di persistenti tensioni finanziarie, con l'obiettivo di fissare un punto di riferimento per quantificare la dimensione massima del rischio macroeconomico che ci troviamo a fronteggiare. Lo scenario ipotizza una restrizione delle condizioni creditizie pari a circa la metà di quella osservata durante la Grande Crisi Finanziaria, oltre a uno shock del 13% sugli indici azionari e del 10% sui prezzi immobiliari. La simulazione include l'effetto mitigante degli stabilizzatori fiscali automatici, ma non l'adozione di misure discrezionali a sostegno della domanda, che potrebbero ridurre gli effetti sulla crescita reale.

Lo scenario previsto centrale si basa su una valutazione ottimistica degli sviluppi delle crisi bancarie. Ma non si può escludere che conducano invece a una restrizione significativa delle condizioni finanziarie

Se ciò avvenisse, potrebbe profilarsi una fase recessiva tra fine 2023 e metà 2024...

- La simulazione suggerisce che tensioni finanziarie prolungate e globalmente diffuse potrebbero condurre nel 2023-24 a una significativa recessione negli Stati Uniti (rispetto a una base che include una recessione modesta nel secondo semestre 2023) e una contrazione del PIL meno intensa ma protratta nell'Eurozona (invece di una crescita positiva, anche se inferiore al potenziale). L'inflazione risulterebbe significativamente più bassa nel 2024: non esiste un vero trade-off tra stabilità monetaria e stabilità finanziaria, in quanto l'instabilità finanziaria ha effetti disinflazionistici. Di fronte al *credit crunch* e a un rallentamento maggiore del previsto della domanda interna, le banche centrali inizierebbero prima e più aggressivamente la fase di riduzione dei tassi ufficiali, che nel biennio 2024-25 risulterebbero globalmente inferiori di 134pb rispetto alla previsione di base. In questo scenario, dunque, la fase di aumento dei tassi risulterebbe già sostanzialmente conclusa. Sul fronte valutario, questo scenario potrebbe rafforzare il dollaro, oltre che yen e franco svizzero. In scia alla crisi principale, potrebbero poi verificarsi onde secondarie a discapito di paesi caratterizzati da squilibri finanziari esterni più marcati.
- Se le tensioni finanziarie rientrano senza conseguenze durature, invece, le banche centrali dovranno agire più attivamente per garantire il ritorno dell'inflazione stabilmente verso gli obiettivi. Come detto poc'anzi, questo è lo scenario descritto nel rapporto. La tenuta della domanda interna è stata superiore alle attese sia negli Stati Uniti, sia in Europa; la Cina sta riaccelerando dopo aver allentato le misure contro la pandemia; nei paesi avanzati, il mercato del lavoro è più teso di quanto prevedessimo a dicembre. Indubbiamente, data la velocità dell'aumento dei tassi, è plausibile che gli effetti di questi ultimi non si siano ancora pienamente dispiegati, e che la domanda sensibile alle condizioni di finanziamento freni ulteriormente nei trimestri centrali dell'anno anche senza ulteriori mosse. D'altro canto, la minore sensibilità di imprese e famiglie alla variazione dei tassi a breve e la migliore struttura finanziaria delle imprese rispetto ad altri cicli economici potrebbe aver reso la politica monetaria relativamente meno efficace. Senza l'amplificazione delle turbolenze finanziarie o una restrizione delle politiche fiscali, dunque, non è scontato che l'inflazione torni al 2% senza un ulteriore aumento dei tassi. Nello scenario di base, i tassi reali a breve termine salgono globalmente da -0,5% nel 2023 a +1,5% nel 2024, ma soprattutto per il calo dell'inflazione. Riteniamo che anche in questo scenario il rialzo dei tassi ufficiali sia ormai vicino a concludersi, ma che la successiva riduzione potrebbe essere avviata soltanto nel corso del 2024.
- In conclusione, la gamma di esiti possibili è molto ampia. La probabilità che attribuiamo alla realizzazione dello scenario base è inferiore al solito, e i rischi della previsione sono nettamente distorti verso il basso in termini di crescita, inflazione e tassi di interesse.

... associata a pressioni disinflazionistiche, allentamento delle politiche monetarie e flight-to-quality globale

Nello scenario base, basato sull'ipotesi di rientro della crisi, il rallentamento dell'attività economica è più moderato...

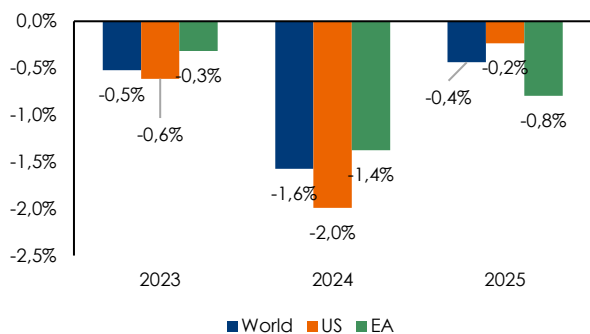
... e sono necessari altri rialzi dei tassi per completare il rientro dell'inflazione

La crescita economica per area geografica nello scenario centrale di Intesa Sanpaolo

	2021	2022	2023p	2024p	2025p
Stati Uniti	5.9	2.1	1.0	0.8	2.5
Giappone	2.2	1.0	0.8	0.9	1.0
Area Euro	5.3	3.5	0.7	1.4	1.6
Europa orientale	5.3	-0.9	-0.6	3.8	2.9
America Latina	7.8	4.1	0.2	2.8	3.2
OPEC	6.0	5.1	3.1	3.3	2.9
Cina	8.5	3.0	4.9	5.1	5.2
India	8.9	6.7	5.2	6.2	6.2
Crescita mondiale	6.4	3.3	2.3	3.2	3.6

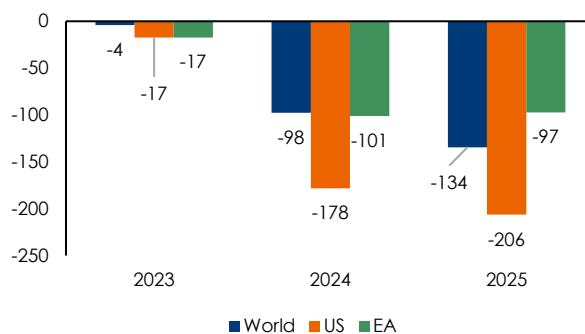
Nota: aggregati continentali in USD a prezzi costanti e cambi PPP. Variazioni del PIL per US, Giappone, Area euro, Cina, India calcolati su aggregati a prezzi costanti in divisa locale. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Scenario ipotetico di crisi finanziaria: impatto sulla crescita media annua del PIL (deviazione da base)



Fonte: Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis. I numeri rappresentano lo scarto fra la crescita media annua del PIL nello scenario alternativo e quello di base

Scenario ipotetico di crisi finanziaria: impatto sul livello dei tassi ufficiali di interesse (deviazione da base)



Fonte: Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis. I numeri rappresentano lo scarto in punti base fra il livello dei tassi ufficiali nello scenario alternativo e quello di base. Per l'aggregato globale, sono stati usati i tassi a 3 mesi

I market mover della settimana

Nell'**area euro**, la settimana è piuttosto povera di dati congiunturali. La produzione industriale di febbraio in Germania e Francia dovrebbe confermare il debole recupero del manifatturiero. Nello stesso mese, anche gli ordini tedeschi sono attesi mostrare un aumento, seppur lieve. Sempre a febbraio, il PPI nell'Eurozona dovrebbe diminuire per il secondo mese in scia al calo dei prezzi dell'energia. Infine, la lettura finale delle indagini PMI relative al mese di marzo è attesa confermare la tenuta del ciclo grazie alla ripresa nei servizi.

In settimana, negli **Stati Uniti**, verranno pubblicati i principali dati macroeconomici di marzo, che non dovrebbero ancora riflettere in misura significativa gli effetti della turbolenza del settore bancario. Il focus è ora più concentrato sugli aggiornamenti settimanali dei dati dei bilanci bancari e del bilancio della Fed per valutare i nuovi trend dei depositi presso le banche e dei prestiti dalla Fed. Sul fronte macro, a marzo, gli occupati non agricoli sono previsti in aumento di 250 mila, in rallentamento solo marginale rispetto a febbraio. Il tasso di disoccupazione dovrebbe mantenersi stabile a 3,6%. Gli indici ISM a marzo dovrebbero essere in miglioramento, con accelerazione della crescita nei servizi e contrazione meno marcata nel manifatturiero. La spesa in costruzioni a febbraio dovrebbe essere stabile.

Lunedì 3 aprile

Area euro

■ **Area euro.** Le **stime finali degli indici PMI manifatturieri** non sono attese registrare revisioni (secondo la lettura preliminare, a marzo l'indice relativo al complesso dell'Eurozona è calato a 47,1 da un precedente 48,5). I dati nazionali già disponibili, relativi a Francia e Germania, sono compatibili con un calo rispetto a febbraio anche nei Paesi minori. Nel caso italiano, i recenti progressi dell'indagine Istat sono coerenti con un indicatore ancora su livelli espansivi, stimiamo a 50,8 da 52 di febbraio.

Stati Uniti

■ L'**ISM manifatturiero** a marzo è previsto in rialzo a 48,1 da 47,7 di febbraio. Le indagini hanno dato segnali misti, con indicazioni sempre deboli a livello regionale (Empire e Philadelphia Fed), a fronte di un miglioramento per il PMI, sempre sotto 50 ma in ripresa. Le imprese dovrebbero segnalare miglioramento dal lato dell'offerta, con un'ulteriore riduzione delle strozzature, e indicazioni di contrazione dell'attività sempre diffusa, ma a ritmi più contenuti. Le indagini di settore non riportano informazioni sul credito e occorrerà attendere metà aprile per l'aggiornamento dell'indagine della National Federation of Independent Business che ha diversi indici specifici relativi alla disponibilità di credito per avere le prime valutazioni delle ricadute della crisi bancaria sull'attività delle imprese.

■ La **spesa in costruzioni** a febbraio dovrebbe essere invariata, dopo -0,1% m/m di gennaio, con un rialzo della componente residenziale controbilanciato dalla debolezza nel comparto non residenziale.

Martedì 4 aprile

Area euro

■ **Area euro.** Il **PPI** dovrebbe calare per il secondo mese a febbraio, stimiamo di -0,4% m/m da -2,8% di gennaio (13,4% a/a da 15%). Come nel mese precedente, il calo dei prezzi alla produzione dovrebbe essere dovuto quasi esclusivamente ad energia e beni intermedi.

Mercoledì 5 aprile

Area euro

■ **Area euro.** La **seconda stima del PMI servizi** dovrebbe confermare l'ampio progresso di marzo (55,6 da 52,7), a conferma della tenuta della domanda interna. L'Italia dovrebbe unirsi a

Francia e Germania nel registrare un solido rialzo, stimiamo a 53 da 51,6 del mese precedente.

- **Francia.** Dopo il sorprendente calo di -1,9% m/m di inizio anno, la **produzione industriale** dovrebbe tornare a crescere a febbraio, in linea con quanto suggerito dalle indagini di fiducia: stimiamo un aumento dell'output di 1,5% m/m. Gli scioperi nel settore petrolifero dovrebbero aver avuto un impatto complessivamente marginale, data la ridotta durata delle agitazioni, mentre la produzione di energia dovrebbe rimbalzare dopo i cali di gennaio in scia alla riattivazione delle centrali nucleari.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono attesi ancora in recupero (per il terzo mese) a febbraio, anche se in misura minore rispetto a quanto visto nei mesi precedenti (0,5% m/m); la variazione annua resterebbe in territorio ampiamente negativo. Le indagini continuano a segnalare una protratta debolezza della domanda di beni manifatturieri tedeschi, in particolare dall'estero.

Stati Uniti

- Il **deficit della bilancia commerciale** di febbraio è previsto in modesto allargamento a -68,7 mld da -68,3 mld di gennaio, alla luce delle informazioni della bilancia commerciale dei beni (prel.). Le esportazioni di beni sono calate di -3,8% m/m, con contrazioni ampie per le materie prime (effetto prezzo) e il settore auto. Dal lato delle importazioni, la correzione di -2,3% m/m è dovuta a flessioni diffuse alla maggior parte dei settori.
- La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** a marzo è attesa dal consenso a 200 mila, dopo 242 mila di febbraio.
- L'**ISM dei servizi** a marzo è atteso in aumento a 56 da 55,1. Le indagini di settore a marzo sono state omogeneamente positive, con indicazioni di accelerazione per attività, ordini e occupazione. Le imprese restano generalmente ottimiste sulle prospettive di crescita, nonostante le persistenti preoccupazioni per la restrizione monetaria e l'inflazione. L'evoluzione della crisi bancaria potrebbe essere un fattore di freno nei prossimi mesi, a seconda degli sviluppi riguardo alla disponibilità di credito.

Giovedì 6 aprile

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** è attesa quasi stagnante a febbraio (0,1% m/m) dopo l'aumento di 3,5% m/m a gennaio. Le indagini di fiducia segnalano che la debolezza nel manifatturiero non è ancora rientrata. Se confermato, il dato di febbraio lascerebbe la produzione in rotta per un aumento di 2% t/t nel 1° trimestre, dopo il -0,5% t/t del 4° trimestre, segnalando rischi al rialzo sul PIL di inizio anno.

Venerdì 7 aprile

Stati Uniti

- Gli **occupati non agricoli** a marzo sono previsti in aumento di 250 mila, dopo 311 mila di febbraio. Le richieste di sussidi di disoccupazione nella settimana di rilevazione, a 191 mila, sono circa in linea con quelle della settimana corrispondente a febbraio, con indicazioni di crescita occupazionale solida. La domanda di lavoro dovrebbe essere ancora spinta dai servizi, in particolare ricreazione e ospitalità, a fronte di moderata debolezza per il manifatturiero, in linea con le indicazioni delle indagini di settore. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere invariato a 3,6%, con il tasso di partecipazione stabile a 62,5%, come a marzo (massimo da marzo 2022), dopo tre aumenti consecutivi da 62,2% di novembre. I **salari orari** sono attesi in aumento di 0,3% m/m, in linea con il trend moderato visto da inizio anno.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (3 – 7 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 3/4	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifatturiere	**	T1	19	20		
	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T1	7	3		
	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 48.6			
	03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	mar	51.6	51.7		
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	mar	52.0	51.4	50.8	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 47.7	47.7	47.7	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 44.4	44.4	44.4	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 47.1	47.1	47.1	
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	mar	48.0			
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		mar	49.3			
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		feb	-0.1	% -0.1	-0.1	
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	mar	47.7	47.1	48.1	
Mar 4/4	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		feb	16.7	Mld €		
	11:00	EUR	PPI a/a		feb	15.0	%	13.7	13.4
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		feb	-1.6	%	-0.5	
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	feb	prel 0.0	%		
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	feb	prel -1.0	%		
Mer 5/4	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	feb	1.0	%	0.5	0.5
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	feb	-1.9	%	0.9	1.5
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		feb	-0.4	%		
	09:45	ITA	PMI servizi	*	mar	51.6		52.3	53.0
	09:50	FRA	PMI servizi finale		mar	prel 55.5		55.5	55.5
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	mar	prel 53.9		53.9	53.9
	10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T4	4.7	%		
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	mar	prel 54.1		54.1	54.1
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	mar	prel 55.6		55.6	55.6
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	mar	52.8		52.8	
	11:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		feb	6.2	%		
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		mar	242	x1000	200	
	14:30	USA	Bilancia commerciale		feb	-68.3	Mld \$	-68.6	-68.7
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		mar	53.3			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		mar	53.8			
16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	mar	55.1		54.6	56.0	
Gio 6/4	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	mar	55.0			
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	feb	3.5	%	0.4	0.1
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	198	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.689	Mln		
Ven 7/4	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	feb	-0.3	%	4.3	
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	mar	311	x1000	240	250
	14:30	USA	Salari orari m/m		mar	0.2	%	0.3	0.3
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	mar	3.6	%	3.6	3.6

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 (3 – 7 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 3/4	12:00	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
	12:00	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
Mar 4/4	10:00	EUR	Consumer Expectations Survey della BCE
	11:15	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
	18:30	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
Mer 5/4	00:15	USA	Discorso di Mester (Fed)
	11:15	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
	16:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
Gio 6/4	16:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)
Ven 7/4	15:00	ITA	* Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Bilancia commerciale prelim.	feb	-91.09	Mld \$	-91.00	-91.63	
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	gen	4.6	%	2.5	2.5	
Indice dei prezzi delle case m/m	gen	-0.1	%		0.2	
Fiducia consumatori (CB)	mar	103.4	(102.9)	101.0	104.2	
Richieste di sussidio	settim	191	x1000	196	198	
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.685	(1.694)	Mln	1.697	1.689
PIL t/t ann. finale	T4	2.7	%	2.7	2.6	
Deflatore consumi core t/t finale	T4	4.3	%	4.3	4.4	
PIL, deflatore t/t ann. finale	T4	3.9	%	3.9	3.9	
Deflatore consumi (core) a/a	feb	4.7	%	4.7		
Deflatore consumi a/a	feb	5.4	%			
Spesa per consumi (nominale) m/m	feb	1.8	%	0.3		
Redditi delle famiglie m/m	feb	0.6	%	0.2		
Deflatore consumi (core) m/m	feb	0.6	%	0.4		
PMI (Chicago)	mar	43.6		43.4		
Fiducia famiglie (Michigan) finale	mar	63.4		63.2		

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

I **dati settimanali del bilancio della Fed** hanno mostrato una stabilizzazione delle pressioni associate alla turbolenza del sistema bancario, con un marginale calo dei prestiti di emergenza. L'utilizzo della finestra di sconto è sceso a 88 mld da 110 mld della settimana precedente, mentre i prestiti originati con il Bank Term Funding Program istituito a metà marzo sono aumentati a 64 mld da 54 mld e i prestiti erogati attraverso le "altre estensioni di credito" (per la gestione da parte dell'FDIC delle banche fallite) sono circa stabili a 180 mld.

La **stima finale del PIL del 4° trimestre** ha rivisto la crescita a 2,6% t/t ann., da 2,7% t/t ann. della seconda stima, con una crescita più contenuta dei consumi (a 1% t/t ann.) e delle esportazioni (-3,7% t/t ann.) parzialmente controbilanciate da maggiori investimenti fissi, sia residenziali sia non residenziali, e spesa pubblica, e da minori importazioni. La variazione trimestrale del deflatore dei consumi core è stata rivista verso l'alto di un decimo a 4,4%.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 25 marzo sono saliti marginalmente, a 198 mila da 191 mila della settimana precedente, mantenendosi su livelli coerenti con il pieno impiego.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a marzo ha registrato un modesto rialzo a 104,2 da 103,4 a febbraio, con un peggioramento delle condizioni correnti, anche per il mercato del lavoro, e un incremento delle aspettative per reddito, economia e occupazione. Le famiglie segnalano l'intenzione di ridurre la spesa per servizi discrezionali, ma di aumentare quella per servizi meno discrezionali come sanità, manutenzione della casa e dell'auto. L'indagine è stata condotta con una data di chiusura al 20 marzo, quindi include solo marginalmente i primi effetti della crisi bancaria.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Job to applicant ratio	feb	1.35		1.36	1.34	
Tasso di disoccupazione	feb	2.4	%	2.4	2.6	
Vendite al dettaglio a/a	feb	5.0	(6.3)	%	5.8	6.6
Produzione industriale m/m prelim	feb	-5.3	%	2.7	4.5	

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

La **produzione industriale** a febbraio (prel.) ha sorpreso verso l'alto, con una variazione di 4,5% m/m, spinta da settore auto e dell'elettronica. Le imprese prevedono un rialzo di 2,3% m/m a marzo e di 4,4% m/m ad aprile, segnalando una crescita solida nel 1° e nel 2° trimestre.

Il **tasso di disoccupazione** a febbraio è salito a 2,6%, da 2,4% di gennaio, toccando il massimo da ottobre, con un calo di occupati più ampio rispetto alla contrazione della forza lavoro, mentre il jobs-to-applicant ratio è calato 1,34 da 1,35. Le vendite al dettaglio di febbraio sono aumentate di 6,6% a/a, sulla scia della fine dell'ondata pandemica.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo		
EUR	M3 dest. a/a	feb	3.5	%	3.2	2.9	
EUR	Fiducia consumatori finale	mar	-19.2		-19.2	-19.2	
EUR	Fiducia servizi	mar	9.5		10.3	9.4	
EUR	Fiducia industria	mar	0.4	{0.5}	0.2	-0.2	
EUR	Indice di fiducia economica	mar	99.6	{99.7}	99.8	99.3	
EUR	CPI a/a stima flash	mar	8.5	%	7.1	6.9	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	mar	7.4	%	7.5	7.5	
EUR	Tasso di disoccupazione	feb	6.6	{6.7}	%	6.7	6.6
FRA	Fiducia consumatori	mar	82		81	81	
FRA	Spese per consumi m/m	feb	1.7	{1.5}	%	0.0	-0.8
FRA	IPCA a/a prelim.	mar	7.3	%	6.5	6.6	
GER	IFO	mar	91.1		91.0	93.3	
GER	IFO (sit. corrente)	mar	93.9		94.1	95.4	
GER	IFO (attese)	mar	88.4	{88.5}	88.3	91.2	
GER	Fiducia consumatori	apr	-30.6	{-30.5}	-29.2	-29.5	
GER	IPCA m/m prelim.	mar	1.0	%	0.8	1.1	
GER	IPCA a/a prelim.	mar	9.3	%	7.5	7.8	
GER	CPI (Lander) a/a prelim.	mar	8.7	%	7.3	7.4	
GER	CPI (Lander) m/m prelim.	mar	0.8	%	0.7	0.8	
GER	Vendite al dettaglio a/a	feb	-6.9	%		-7.1	
GER	Vendite al dettaglio m/m	feb	0.1	{-0.3}	%	0.5	-1.3
GER	Prezzi import a/a	feb	6.6	%	4.2	2.8	
GER	Tasso di disoccupazione	mar	5.5	%	5.5	5.6	
GER	Variazione n° disoccupati	mar	2	x1000	0	16	
ITA	Fiducia consumatori	mar	104.0		104.0	105.1	
ITA	Indice di fiducia delle imprese	mar	103.0	{102.8}	102.5	104.2	
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	feb	-1.36	Mld €		4.02	
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	feb	8.0	{7.9}	%	8.0	8.0
ITA	PPI a/a	feb	31.7	%		9.6	
ITA	PPI m/m	feb	-7.5	%		-1.0	
ITA	Fatturato industriale a/a	gen	14.9	%		8.6	
ITA	Fatturato industriale m/m	gen	0.7	%		-1.1	
ITA	IPCA m/m prelim.	mar	0.1	%	1.4	0.8	
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim.	mar	9.1	%	8.2	7.7	
ITA	IPCA a/a prelim.	mar	9.8	%	8.9	8.2	
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim.	mar	0.2	%	0.0	-0.3	
SPA	IPCA a/a prelim	mar	6.0	%	4.0	3.1	

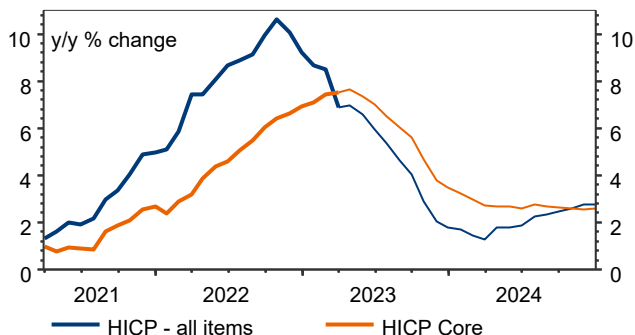
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. L'inflazione ha sorpreso al ribasso in marzo, calando al 6,9% da 8,5% di febbraio, ben al di sotto delle attese (consenso: 7,3%). Di contro, l'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi è salita al 7,5% dal 7,4%. Nel mese i prezzi al consumo sono saliti di 0,9% m/m, l'indice core di 1,2% m/m. L'aumento congiunturale di marzo è trainato dai beni industriali non energetici (+2,4% m/m) e dagli alimentari (+1,3% m/m), spinti al rialzo dalla componente degli alimentari freschi (+1,9% m/m); sono cresciuti anche i servizi (+0,6% m/m). Viceversa, è calata come atteso l'energia (-2,2% m/m), crollando su base annua a -0,9% da 13,7% di febbraio, per via sia di effetti base che della caduta del prezzo del gas; all'energia è imputabile interamente il rallentamento dell'inflazione tendenziale. Su base annua restano su un trend di crescita i servizi (5% da 4,8%), mentre iniziano a rallentare i beni industriali non energetici (6,6% da 6,8% precedente): tale trend è atteso proseguire nei prossimi mesi sulla scia dell'allentamento delle problematiche di approvvigionamento.

In prospettiva, pensiamo che in aprile l'inflazione possa riaccelerare lievemente, prima di tornare a calare da maggio. **L'inflazione al netto di energia e alimentari freschi potrebbe toccare un picco proprio ad aprile e rimanere elevata nel 1° semestre** (con una media del 7,3%), per poi scendere più rapidamente solo nella seconda parte dell'anno. A fine anno, l'inflazione potrebbe attestarsi all'1,8% sull'indice headline e al 3,5% sul core, e, sull'indice generale, scendere

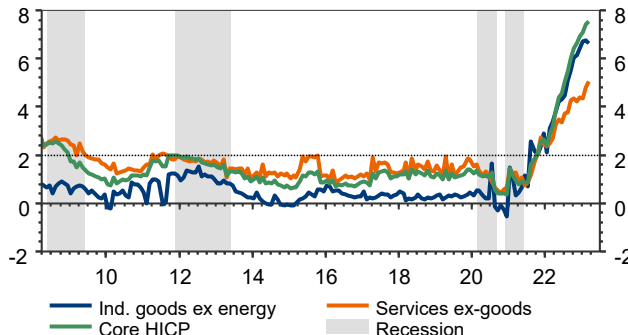
temporaneamente sotto il 2% nella prima parte del 2024; ci aspettiamo poi una risalita successiva per effetto del venir meno delle misure calmieranti implementate dai governi nazionali. I rischi al rialzo sullo scenario previsto sono concentrati sulla componente "di fondo": se da un lato, il calo repentino dei prezzi dell'energia potrebbe favorire una discesa più rapida dell'indice sottostante, dall'altro una crescita dei salari più alta dell'inflazione core potrebbe mantenere quest'ultima sopra il 2% più a lungo rispetto alle attese.

Dinamica dei prezzi Eurozona



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

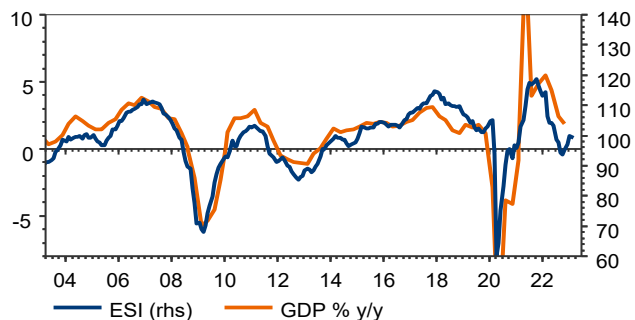
Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo

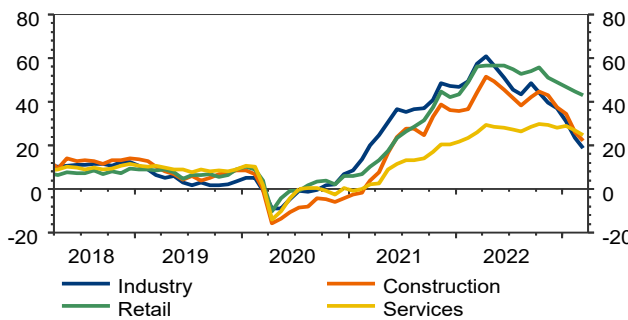
Area euro. L'indice composito di fiducia economica **ESI** ha corretto marginalmente a marzo, a 99,3 da un precedente 99,6 (secondo mese consecutivo di calo). La correzione riguarda tutti i principali settori ma risulta guidata dal commercio al dettaglio (-1,4 da -0,2), ed è meno ampia per industria (-0,2 da 0,4) e costruzioni (1 da 1,6). Sostanzialmente stabile il morale nei servizi (9,4 da 9,5). La seconda stima ha inoltre la marginale correzione della fiducia dei consumatori già registrata dalla lettura flash (-19,2 da -19,1). Le aspettative sui prezzi confermano la tendenza al ribasso emersa nei mesi precedenti, soprattutto nel settore industriale, ma anche negli altri comparti gli indici hanno corretto rispetto ai picchi dei mesi precedenti pur rimanendo su livelli storicamente elevati e coerenti con pressioni inflattive ancora robuste, soprattutto nei servizi e nel commercio al dettaglio. Il quadro che emerge dalle indagini della Commissione Europea è meno favorevole rispetto a quello dipinto dai PMI flash della scorsa settimana ma, nonostante le correzioni di febbraio e marzo, l'indice ESI rimane su livelli espansivi e superiori a quelli di fine 2022. Le indagini non mostrano significativi segnali di indebolimento del ciclo ma è possibile che nei prossimi mesi possano risentire degli effetti della restrizione monetaria. Per quanto riguarda infine i prezzi le indagini suggeriscono che anche l'inflazione core potrebbe presto raggiungere un picco ma i rischi restano al rialzo.

Nonostante i cali degli ultimi due mesi l'indice resta su livelli espansivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission, Eurostat

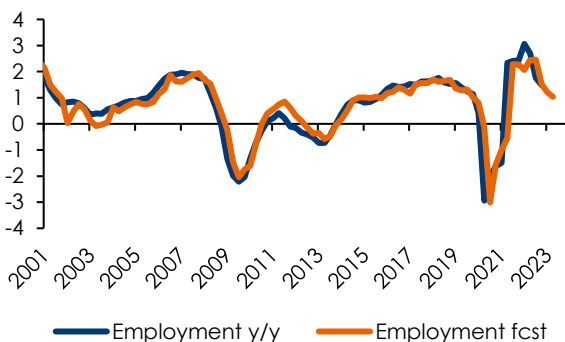
Le aspettative sui prezzi confermano la tendenza di rallentamento ma restano su livelli superiori alla media storica



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission

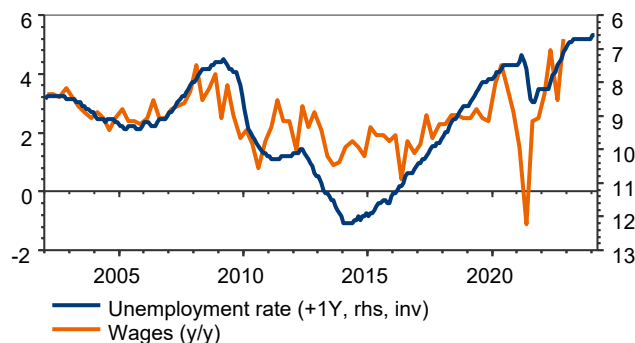
Area euro. A febbraio il **tasso di disoccupazione** è rimasto invariato al minimo storico di 6,6%, dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto al ribasso di un decimo. Nel mese le persone in cerca di occupazione sono calate di 59 mila unità, la flessione più ampia dallo scorso maggio. Nonostante il rallentamento ciclico il mercato del lavoro resta in buona salute: i più recenti indici PMI hanno evidenziato una riaccelerazione delle assunzioni a marzo e anche le indagini della Commissione Europea sono rimaste espansive. Nei prossimi mesi la crescita dell'occupazione non potrà non essere meno vivace ma al momento non vediamo significativi segnali d'inversione della domanda di lavoro: stimiamo un tasso di disoccupazione sostanzialmente stabile, intorno al 6,7%, nel 2023, uno scenario coerente con ulteriori rialzi del costo del lavoro nei prossimi mesi.

Le indagini di fiducia sono coerenti con un rallentamento dell'occupazione nei prossimi mesi ma non con una contrazione



Nota: crescita dell'occupazione stimata sulla base delle indagini di fiducia
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission, S&P Global

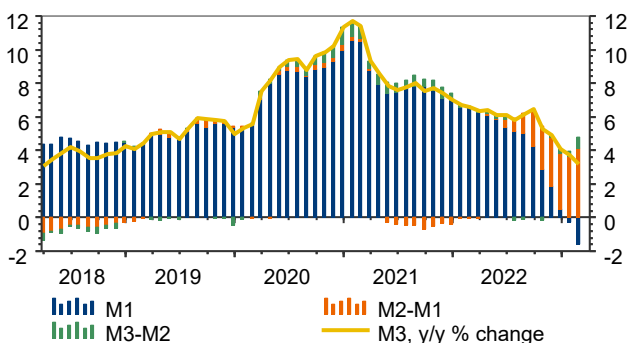
Lo stato del mercato del lavoro è coerente con una robusta crescita dei salari nel corso del 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

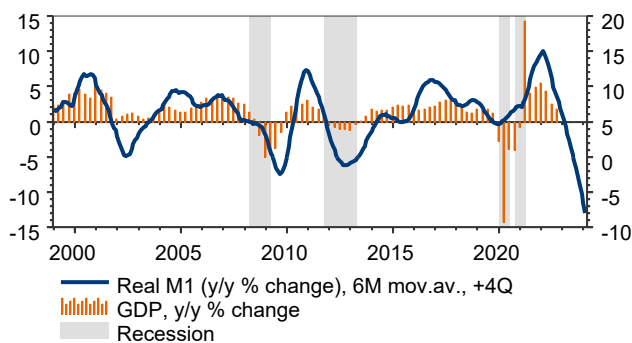
Area euro. La crescita di **M3** ha rallentato più del previsto a febbraio, a 2,9% a/a da un precedente 3,5%. M1 ha accelerato al ribasso a -2,7% a/a da -0,8%, e i prestiti hanno evidenziato una frenata sia verso le imprese che verso le famiglie. I dati suggeriscono che anche prima delle recenti tensioni sui mercati finanziari la restrizione monetaria stava già iniziando a trasferirsi all'economia reale attraverso il canale bancario.

La frenata della base monetaria va trasferendosi progressivamente sugli aggregati monetari più ampi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

M1 reale in territorio ampiamente negativo segnala rischi al ribasso sul ciclo nei prossimi mesi

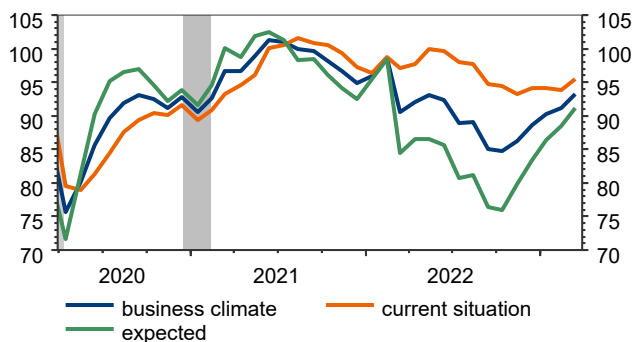


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, Eurostat

Germania. L'indice **IFO** di marzo ha sorpreso al rialzo, a 93,3 da un precedente 91,1, mentre il consenso si attendeva una sostanziale stabilità. L'indice sintetico è ai massimi da febbraio dell'anno scorso ma ancora al di sotto della media di lungo termine (96,6). Il miglioramento riguarda sia le attese per i prossimi mesi, con l'indice che è balzato a 91,2 da un precedente 88,4, che l'indice sulle condizioni correnti, salito a 95,4 punti da 93,9. Il dettaglio dell'indagine

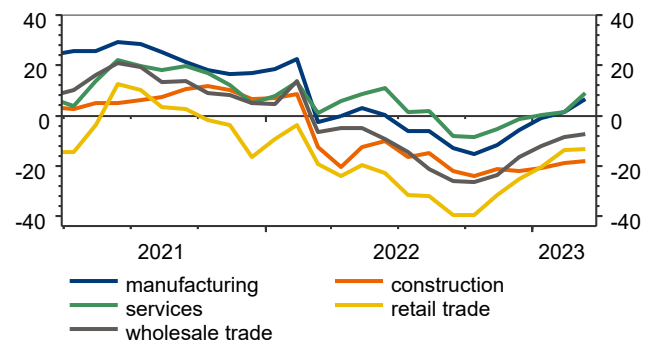
mostra un marcato aumento del clima nel manifatturiero (in particolare nei settori automobilistico ed elettronico), sulla scia dell'allentamento delle strozzature all'offerta e del calo del prezzo del gas. In crescita anche il morale nei servizi, ai massimi da oltre un anno; viceversa, il sentiment nelle costruzioni e nel commercio al dettaglio, nonostante un marginale miglioramento, rimane in territorio ampiamente negativo. La relazione storica tra PIL e IFO suggerisce una crescita intorno allo 0,5% t/t, indicando rischi verso l'alto sulle nostre attuali previsioni di breve termine (che vedono un PIL poco variato nel 1° semestre). Più a medio termine incideranno gli effetti ritardati dell'aumento dei tassi di interesse. Nel complesso, ci aspettiamo una crescita di appena 0,1% nel 2023. Una domanda globale più robusta del previsto implicherebbe rischi al rialzo sulla nostra previsione ma il difficile contesto geopolitico e le recenti tensioni sui mercati finanziari, che potrebbero portare ad un inasprimento delle restrizioni delle condizioni finanziarie e creditizie, impongono una certa cautela.

La ripresa recente dell'indice IFO è trainata soprattutto dal miglioramento delle aspettative



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

Il dettaglio settoriale mostra che il clima rimane ben inferiore alla media storica per commercio e costruzioni



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

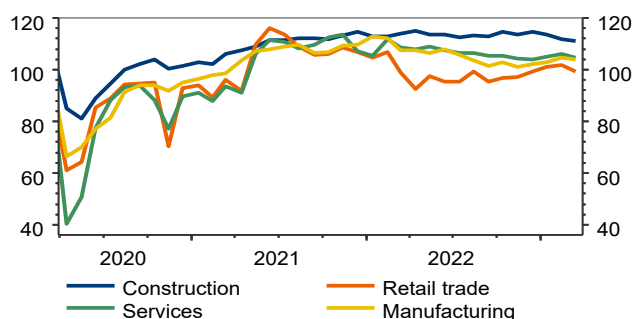
Germania. In marzo l'**inflazione** è scesa meno del previsto, al 7,4% a/a dal 8,7% di febbraio su base nazionale e al 7,8% a/a dal 9,3% precedente sull'indice armonizzato. La variazione congiunturale è stata di +1,1% m/m sulla misura armonizzata e di +0,8% su quella nazionale, più alta delle attese. Lo spaccato parziale dell'indice nazionale indica che il rallentamento è esclusivamente dovuto alla componente energia, crollata a 3,5% a/a da 19,1% precedente per effetto dell'introduzione del tetto al prezzo del gas, mentre sono cresciuti ancora gli alimentari (a 22,3% da 21,8% precedente) e i servizi (a 4,8% da 4,7%). È rimasta stabile al 2% a/a la componente degli affitti. Il calo dell'inflazione è atteso proseguire nei prossimi mesi, sull'onda degli effetti base legati al confronto con l'anno passato sulla componente energia, nonché dell'impatto delle misure calmieranti introdotte dal governo, ma restano rischi al rialzo sulla componente di fondo, legati anche all'accelerazione della dinamica salariale. Di recente, abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni sull'indice nazionale, al 5,6% per il 2023, in rallentamento rispetto al 6,9% dello scorso anno, e al 2,4% per il 2024, alla luce sia della recente revisione dei pesi delle componenti del paniere che del calo del prezzo del gas. Sull'indice armonizzato l'inflazione dovrebbe calare al 5,7% nel 2023 e al 2,5% nel 2024.

Germania. Il tasso di disoccupazione è salito a 5,6% a marzo da 5,5% precedente, sulla scia sia dell'impatto ritardato del rallentamento del ciclo che dell'ulteriore afflusso di rifugiati dall'Ucraina. Le indagini sono ancora coerenti con una modesta crescita dell'occupazione: nel nostro scenario centrale l'aumento del tasso dei senza-lavoro nel corso del 2023 potrebbe risultare complessivamente contenuto.

Francia. L'indice **INSEE** di fiducia delle imprese di marzo è calato di un punto a 103 dopo che la lettura del mese precedente è stata rivista al rialzo di un punto a 104. L'indicatore è rimasto al di sopra della media di lungo periodo ma ha registrato correzioni diffuse a tutti i settori ad eccezione del commercio all'ingrosso (dove però la rilevazione è trimestrale). Nonostante le flessioni nel

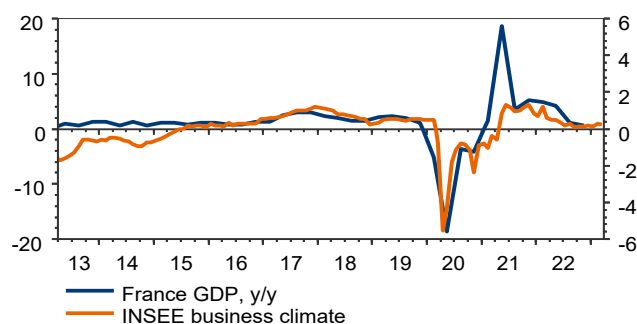
manfatturiero (a 104 da 105, dopo tre mesi di rialzi consecutivi) e nei servizi (a 105 da 106, in linea con i livelli di gennaio), gli indici segnalano nel complesso ancora espansione dell'attività, anche considerando che il rallentamento recente potrebbe essere imputabili all'effetto degli scioperi. Le indicazioni sulle aspettative e sugli ordinativi confermano la tendenza di recupero avviata nei mesi scorsi lasciando ben sperare per un rimbalzo del morale nei prossimi mesi, in linea con quanto segnalato sia dalle indagini PMI che da quelle della Banque de France. Infine, segnali positivi provengono anche dall'indice sull'occupazione che per il quarto mese consecutivo rimane ampiamente in territorio espansivo (110). Le indagini di marzo restano dunque compatibili con una crescita del PIL su base congiunturale tra 1° e 2° trimestre. L'estensione degli scioperi rappresenta un rischio verso il basso alla nostra stima di 0,1% t/t a inizio anno, tuttavia di norma gli effetti sono temporanei e riassorbiti nei mesi successivi (in caso di economia stagnante a inizio anno, si avrebbe un recupero più accentuato in primavera).

Il calo del morale di marzo è risultato diffuso a tutti i principali settori



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

L'indice composto di fiducia delle imprese rimane comunque su livelli espansivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

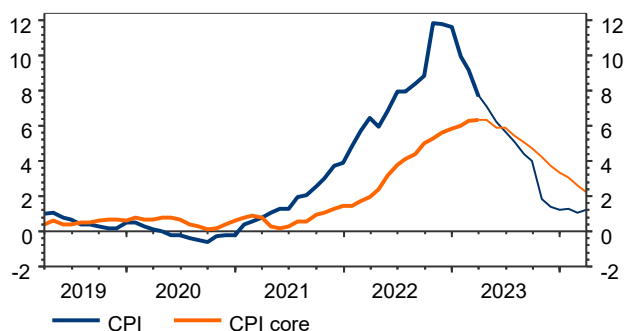
Francia. L'indice INSEE di **fiducia dei consumatori** di marzo è tornato a calare, come da aspettative, a 81 da 82 di febbraio, rimanendo ampiamente al di sotto della media di lungo periodo. Il morale delle famiglie francesi, influenzato dalle tensioni per la riforma delle pensioni e dall'aumento della tassazione sui tabacchi, ha registrato un ampio peggioramento del tenore di vita percepito negli ultimi dodici mesi (a -83, un ritorno al minimo storico di luglio 2022) e in quello atteso per i mesi a venire (a -65, terzo calo mensile consecutivo). L'inflazione in Francia, a differenza che nel resto dell'Eurozona, solo in marzo ha mostrato un primo segnale di inversione, e ciò si riflette in un'inflazione percepita dalle famiglie ai massimi storici. Rimane costante la valutazione degli intervistati sulla propria situazione finanziaria e si registra un lieve aumento della capacità di risparmio corrente e prospettica. Unica nota positiva resta il calo della disoccupazione attesa (che prosegue dallo scorso novembre), che conferma la tenuta del mercato del lavoro.

Francia. A febbraio i **consumi di beni** sono calati di -0,8% m/m dopo che l'ampio rialzo di gennaio (1,7% m/m) era stato in parte condizionato dalla contabilizzazione a carico delle famiglie della *Chèque énergie*. La spesa per energia è rimasta sostanzialmente stabile, pertanto le flessioni riguardano tutte le altre principali componenti, in particolare gli acquisti di alimentari (-1,2% da 0,6%), probabilmente ancora frenati dai rincari dei prezzi, e di beni durevoli (-1,4%), un comparto tipicamente sensibile al rialzo dei tassi. Il dato lascia le spese in rotta per una modesta espansione nel 1° trimestre dopo l'ampia contrazione dello scorso autunno, tuttavia i livelli ancora compressi della fiducia delle famiglie suggeriscono che i consumi privati possano rimanere fiacchi probabilmente per tutto il primo semestre dell'anno.

Italia. A marzo, l'inflazione calcolata sull'indice nazionale è scesa al 7,7% dal 9,1% di febbraio, quella armonizzata è calata all'8,2% dal 9,8%. Nel mese i prezzi sono cresciuti di +0,3% m/m sul NIC e di +0,8% m/m sull'IPCA. Il marcato rallentamento tendenziale è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 28,2% a 10,8% a/a; -8,9% m/m), spinta al ribasso dai prezzi del gas e

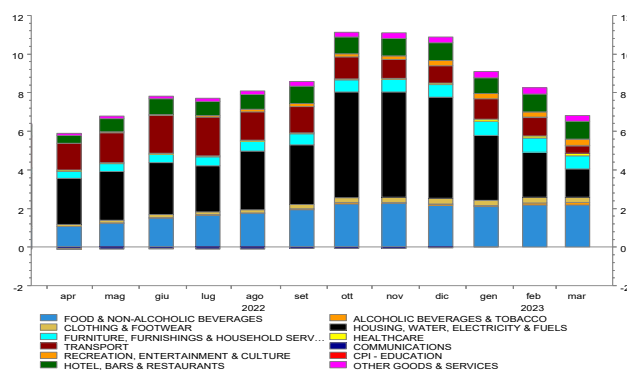
dell'energia elettrica. I prezzi degli alimentari sono rimasti stabili (12,9% a/a; +0,9% m/m), con una accelerazione degli alimentari freschi (da 8,7% a 9,3%; +1,2% m/m) spazzata da un lieve rallentamento di quelli lavorati (da 15,5% a 15,3%; +0,7% m/m); continua l'accelerazione tendenziale per i servizi (da +4,4% a +4,5%), spinti dai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona e dai servizi di alloggio. Di conseguenza, l'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi ha registrato un'ulteriore salita, da 6,3% a 6,4% a/a. Riteniamo che la discesa dell'inflazione possa continuare nei prossimi mesi spinta dagli effetti base sull'energia; **stimiamo una media annua al 5,7% sull'IPCA e al 5,2% sul NIC nel 2023**. Come altrove nell'Eurozona, i rischi sono concentrati sulla componente core.

L'inflazione italiana prosegue lungo un trend decrescente, sembra vicino al picco anche la componente "di fondo"



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

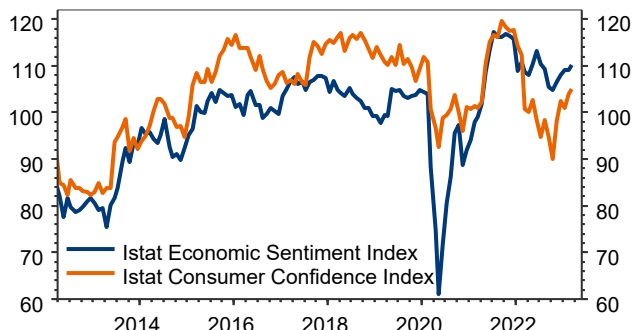
Italia: contributi all'inflazione annua



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

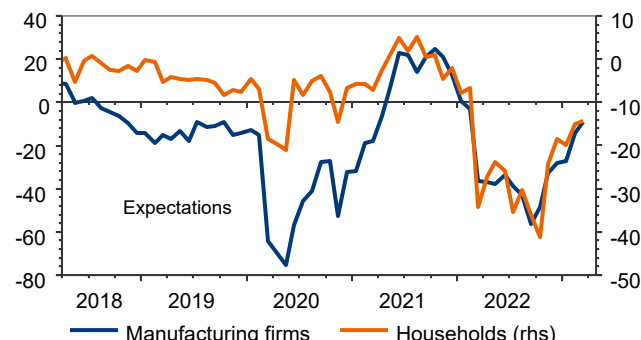
Italia. L'incremento del clima di **fiducia delle imprese manifatturiere**, da 103 a febbraio a 104,2 a marzo, è stato più ampio di quanto previsto. Il miglioramento è trainato dalle aspettative, e i prezzi di vendita attesi hanno subito un rallentamento per il sesto mese consecutivo, toccando un minimo da due anni. Anche l'**indicatore composito dell'Istat sul clima di fiducia delle imprese (IESI)** è salito, a 110,2 (il valore più alto dallo scorso agosto), da 109,2 precedente. Gli indici settoriali mostrano forti aumenti per il commercio al dettaglio (da 114,7 a 116, nuovo massimo storico assoluto) e per le costruzioni (a 159,1 da 157,2), e un miglioramento più contenuto per i servizi (a 103,8 da 103,3). Infine, il **morale delle famiglie** è salito a sorpresa, a 105,1 da 104 di febbraio. È il livello più alto dallo scoppio della guerra in Ucraina. L'aumento è guidato da un balzo del clima economico nazionale e delle valutazioni correnti. La disoccupazione attesa è scesa al livello più basso nell'era post-pandemica. I risparmi sia attuali che futuri sono diminuiti, un segnale che le famiglie stanno riducendo il tasso di risparmio per sostenere la spesa nonostante la perdita di potere d'acquisto. L'inflazione attesa è scesa per il sesto mese consecutivo, a un nuovo minimo da settembre 2020. In sintesi, il miglioramento delle indagini Istat a marzo riflette probabilmente ancora la moderazione dei prezzi energetici, oltre che, nell'industria, l'attenuazione dei problemi di approvvigionamento di materiali. Il nostro attuale profilo previsivo vede un PIL stabile nel 1° trimestre, con rischi al rialzo, e in aumento di 0,2% t/t nei mesi primaverili. Le indagini non sono state influenzate dalle recenti turbolenze sui mercati finanziari, suggerendo che il livello corrente di irrigidimento delle condizioni finanziarie e creditizie non sembra tale da invertire la tendenza dell'attività economica. Sorprende in questa fase in particolare la tenuta del settore delle costruzioni nonostante la stretta sui bonus edilizi, segnalando che l'elevato volume di lavori arretrati dovrebbe attenuare significativamente l'impatto di breve termine della minore generosità degli incentivi.

La fiducia sia dei consumatori che delle imprese resta su un trend di recupero



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

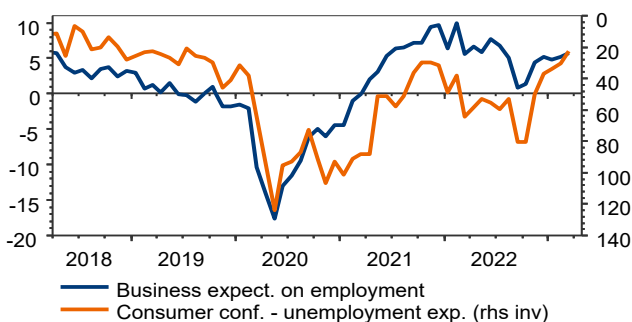
Le aspettative sull'economia stanno migliorando in modo sostanziale sia per le famiglie che per le imprese



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

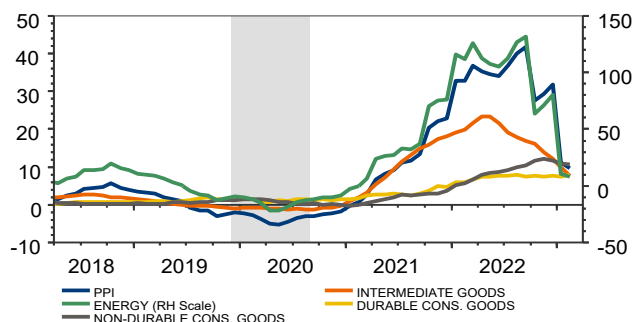
Italia. È rimasto stabile il **tasso di disoccupazione** a febbraio, dopo che la lettura del mese precedente è stata rivista al rialzo a 8% (da 7,9%). Si è registrata una lieve diminuzione mensile dei disoccupati spiegata dalla crescita degli occupati (trainati dalla componente maschile e dagli autonomi e diffusa a tutte le classi d'età ad eccezione dei 35-49enni), a fronte di un tasso di attività sostanzialmente invariato. Con tassi di attività e di occupazione (rispettivamente al 66,2% e al 60,8%), sui massimi da almeno il 2004 e un tasso di disoccupazione su livelli mediamente inferiori a quelli registrati nell'ultimo decennio, il mercato del lavoro italiano sembra restare in buona salute e non vediamo ancora significativi segnali d'inversione. Le intenzioni di assunzione delle imprese restano in territorio espansivo, le preoccupazioni sulla disoccupazione dei nuclei familiari sono in calo e il tasso di posizioni vacanti resta prossimo ai massimi storici in tutti i principali settori: nel corso del 2023 non vediamo un significativo incremento della disoccupazione.

Il mercato del lavoro resta in buona salute e le indagini non mostrano ancora segnali d'inversione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il calo del PPI negli ultimi mesi è spiegato soprattutto da energia e, in misura minore, beni intermedi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Italia. I prezzi alla produzione nell'industria sono scesi di -1% m/m a febbraio (9,6% a/a da 11,1%) per effetto del calo di -3,2% m/m (8,1% a/a) dei prodotti energetici (più marcato sul mercato interno e nell'area non euro) e, in misura minore, dei beni intermedi (-0,5% m/m, 7,8% a/a). Al netto dell'energia, il PPI ha registrato un aumento congiunturale modesto (+0,1%) e una crescita tendenziale in rallentamento (8,7% da 9,7% di gennaio). Nei prossimi mesi vediamo un ulteriore calo dell'inflazione dei prezzi alla produzione in scia al calo dei prezzi energetici che dovrebbe presto riflettersi anche sui costi dei beni manufatti e degli alimentari.

Italia. I dati di febbraio sul **commercio estero extra-UE** hanno registrato un aumento per l'export (1,7% m/m da 0,7%) a fronte del sesto calo mensile consecutivo per le importazioni (-1,8% m/m da -9,5%). La tendenza al ribasso dell'import continua ad essere guidata dall'energia soprattutto per via del calo dei prezzi, e permette al saldo commerciale di registrare un avanzo di 4 miliardi a fronte di un deficit di -1,2 miliardi un anno prima. Al netto dell'energia il surplus si amplia a 9,8 miliardi da 5,6 miliardi di febbraio dello scorso anno, a conferma del fatto che le imprese esportatrici sembrano essere riuscite a mantenere una buona competitività sui mercati esteri.

Italia. Dopo due mesi di crescita il **fatturato industriale** è calato di -1,1% m/m a gennaio, appesantito dai mercati esteri (-2,6%) a fronte di una correzione più modesta per l'indice domestico (-0,3%). La flessione riguarda tutti i principali comparti ma è più marcata per l'energia (-4,4%). In volume, il fatturato ha registrato un calo più accentuato, di -2,1% m/m.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	mar	56.4		57.0
PMI manifatturiero - NBS	mar	52.6	51.5	51.9
PMI non manifatturiero - NBS	mar	56.3		58.2

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

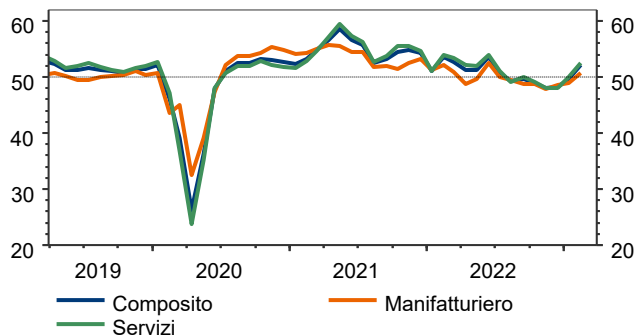
Gli **indici PMI rilevati dal NBS** hanno segnalato che la riaccelerazione dell'attività economica seguita alle riaperture è rimasta robusta in marzo, più sostenuta nel settore dei servizi e in leggera moderazione nel settore manifatturiero.

Il **PMI manifatturiero** è sceso da 52,6 in febbraio a 51,9 in marzo, seppur meno delle attese (consenso Bloomberg: 51,6), spinto al ribasso da una diminuzione generalizzata di tutte le componenti e in particolare degli ordini esteri (da 52,4 in febbraio a 50,4 in marzo), della produzione (da 56,7 in febbraio a 54,6 in marzo) e dei prezzi di acquisto (da 54,4 in febbraio a 50,9 in marzo). Le scorte si sono ridotte, soprattutto quelle di prodotti finiti; la componente occupazione è scesa nuovamente poco sotto 50, mentre i tempi di consegna migliorano seppur ad un ritmo inferiore a febbraio. La scomposizione per tipologia di impresa indica che l'accelerazione dell'attività prosegue ad un ritmo robusto solo nelle grandi imprese, mentre si è ridimensionata nelle medie e piccole imprese. Per queste ultime, al contrario, l'indice PMI di Standard Chartered segnala un netto miglioramento dell'attività, soprattutto sul fronte degli ordini.

L'indice **PMI non manifatturiero** è invece salito da 56,3 in febbraio a 58,2 in marzo, molto più delle attese (consenso Bloomberg: 55), grazie all'aumento del PMI dei servizi e al balzo di quello delle costruzioni. Il **PMI servizi** è salito da 55,6 in febbraio a 56,9 in marzo, toccando il livello più alto dal 2011, spinto da un aumento degli ordini (da 54,7 in febbraio a 58,5 in marzo) e quello delle **costruzioni** è balzato di oltre 5 punti, da 60,2 in febbraio a 65,6 in marzo. Questo aumento è però difficilmente riconciliabile con la discesa delle singole componenti, particolarmente ampia per gli ordini (da 62,1 in febbraio a 50,2 in marzo).

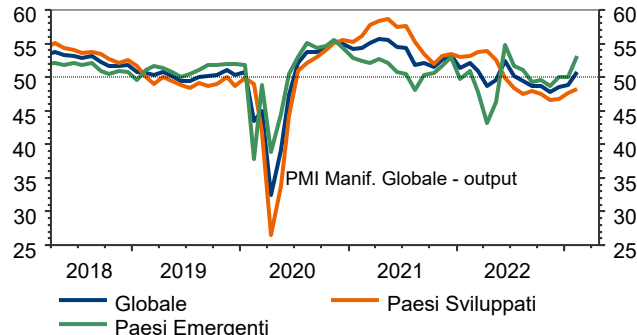
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



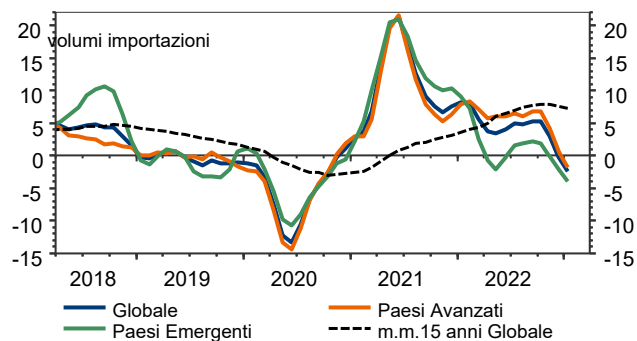
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



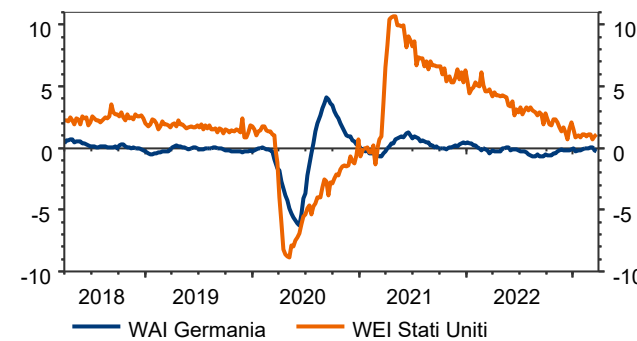
Fonte: S&P Global

Andamento del commercio mondiale (var. % a/a)



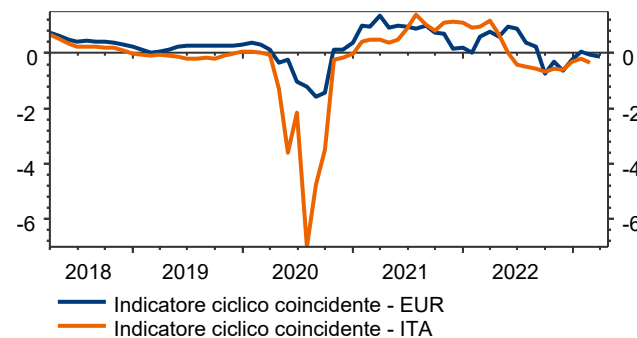
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



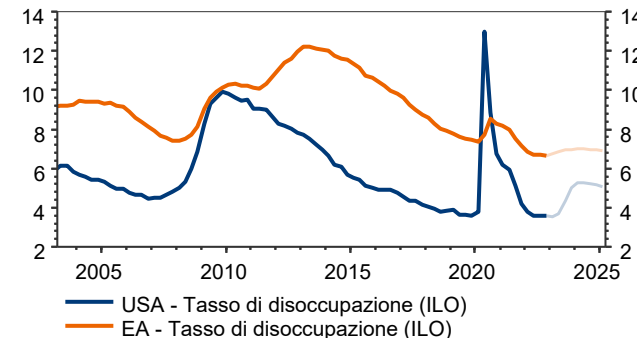
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

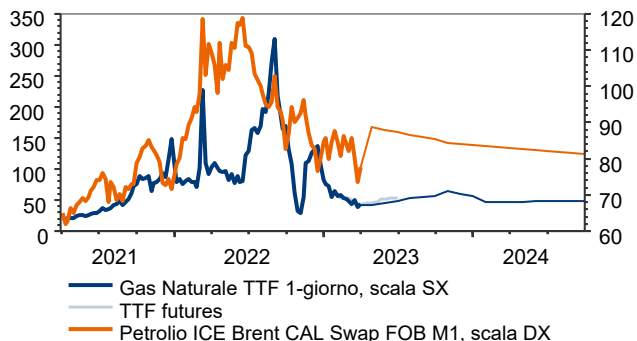
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

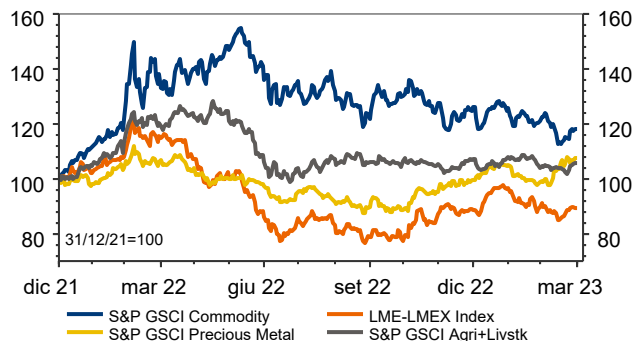
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



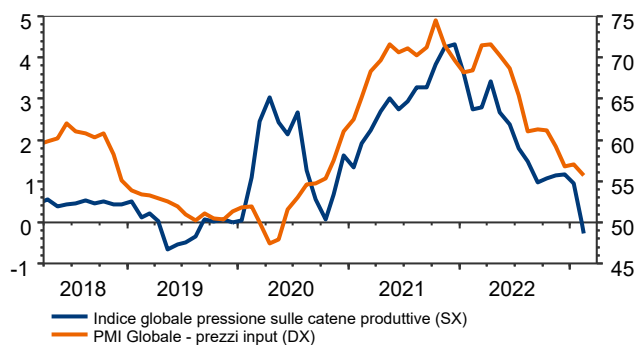
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



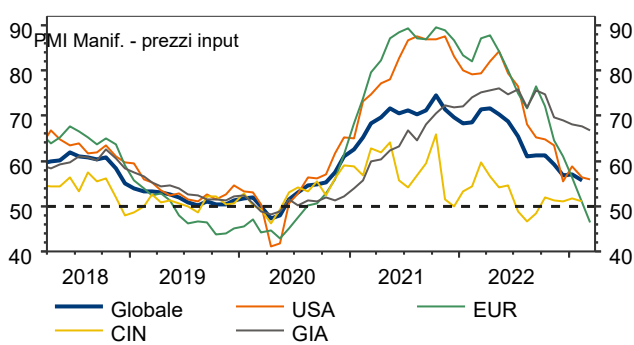
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



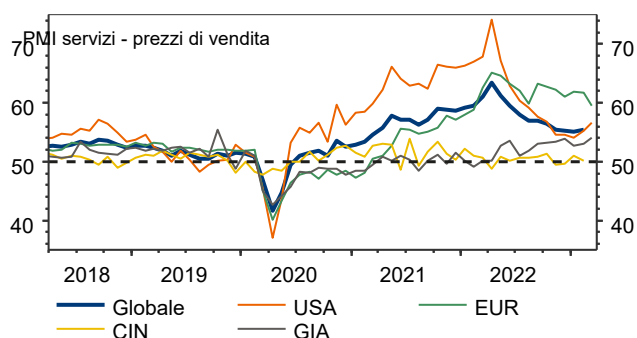
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



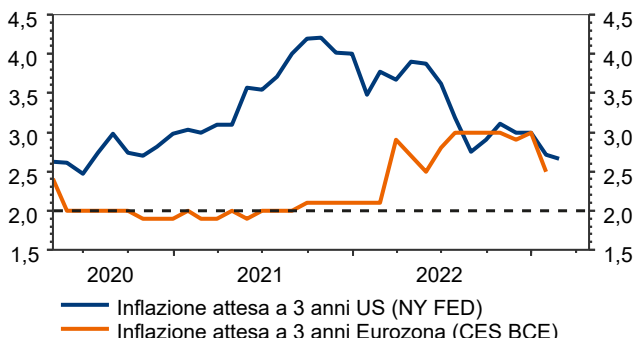
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

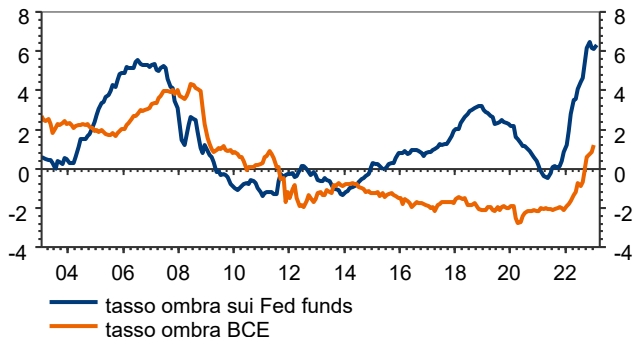
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

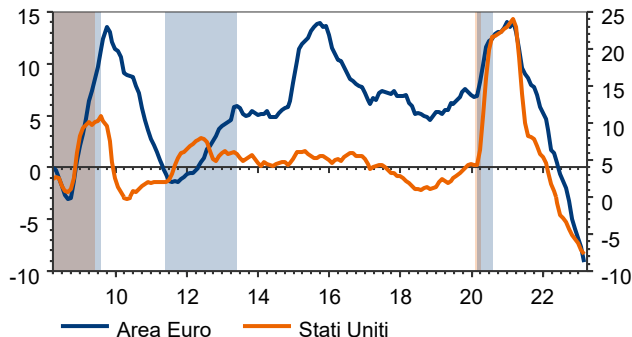
Condizioni Finanziarie

Tassi "ombra" di politica monetaria (fed funds e €STR)



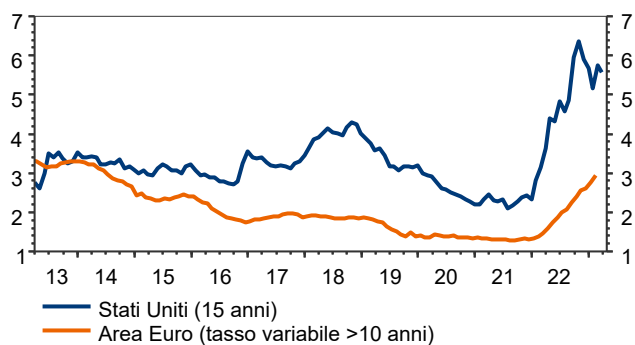
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



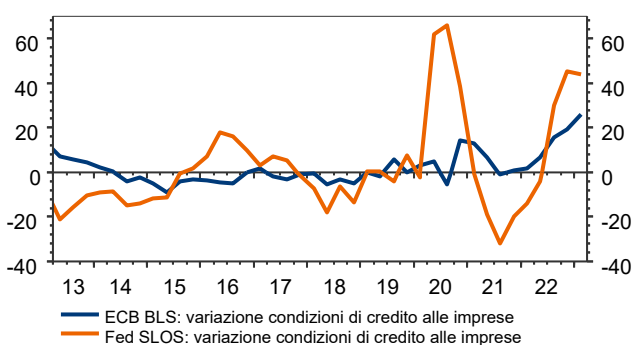
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



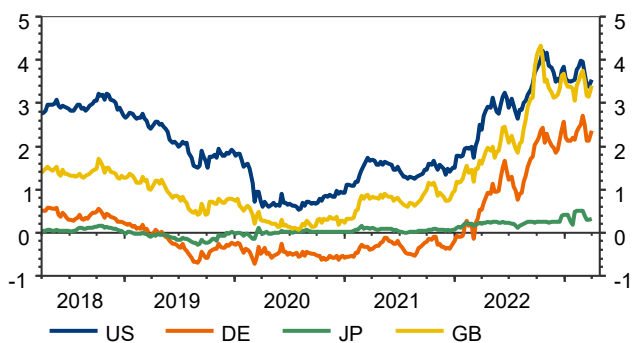
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



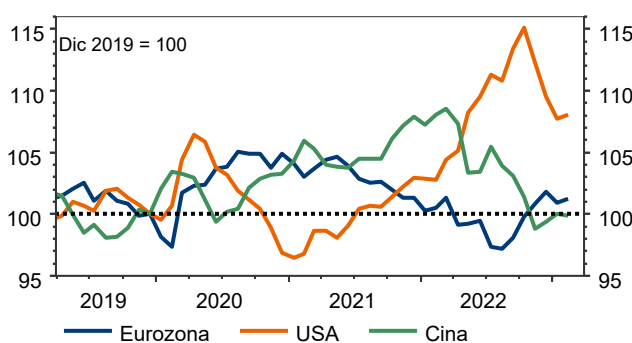
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

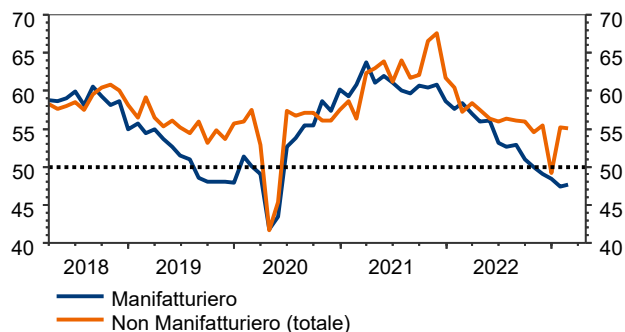
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

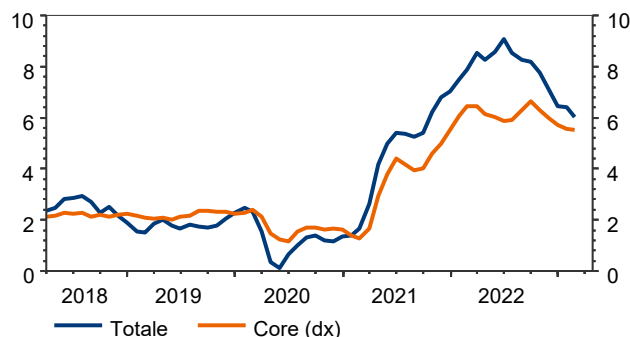
Stati Uniti

Indagini ISM



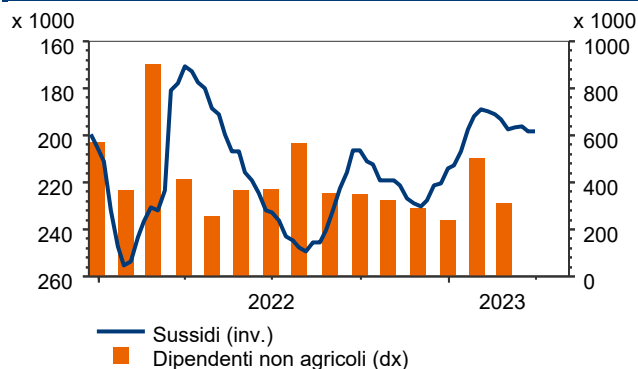
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



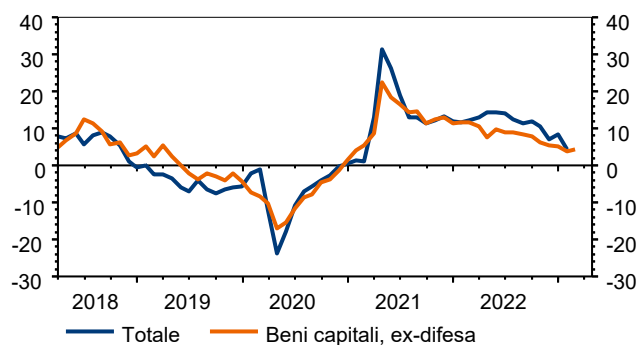
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, U.S. Department of Labor

Nuovi ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

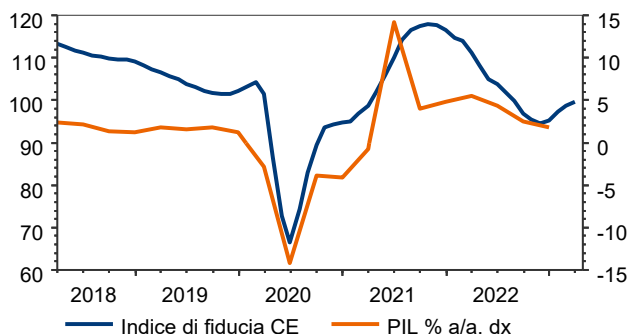
Previsioni

	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	2.6	1.5	0.3	-1.7	-1.0
Consumi privati	2.7	1.4	0.8	1.3	2.0	2.3	1.0	2.8	1.4	-1.2	-0.5
IFL - privati non residenziali	3.9	1.8	0.4	7.9	0.1	6.2	4.0	3.5	0.5	-3.5	-3.8
IFL - privati residenziali	-10.6	-16.1	0.8	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-15.0	-8.2	-6.0	-3.0
Consumi e inv. pubblici	-0.6	1.7	1.0	-2.3	-1.6	3.7	3.8	1.0	1.1	1.1	1.0
Esportazioni	7.1	4.3	4.9	-4.6	13.8	14.6	-3.7	4.5	4.2	3.5	2.6
Importazioni	8.1	-0.4	2.5	18.4	2.2	-7.3	-5.5	2.7	3.6	1.1	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.3	-0.1	0.3	-2.1	-1.4	2.0	-0.7	-0.5	-0.6	-0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-3.3	-3.6								
Deficit Pubblico (% PIL)	-4.5	-5.1	-5.7								
Debito pubblico (% PIL)	144.6	144.6	145.4								
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	3.4	-1.5	0.1	0.9	1.0	0.5	-0.6	-0.6	-0.4	-1.0	-0.7
Disoccupazione (%)	3.7	4.0	4.9	3.8	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	4.1	4.6

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

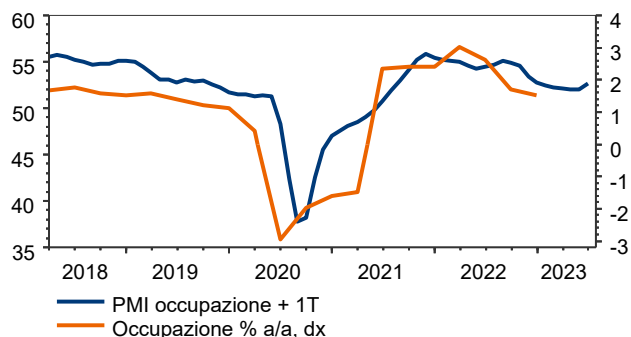
Area euro

PIL



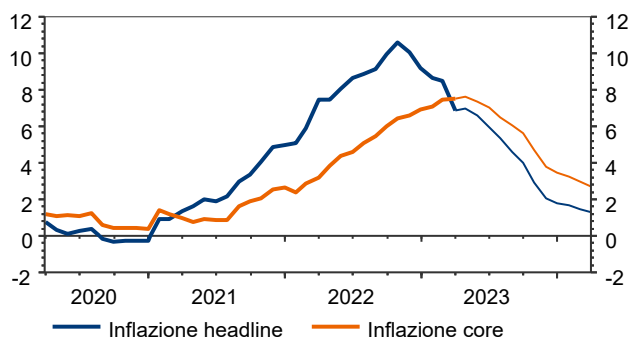
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2022	2023	2024
gennaio	5.1	8.6	1.7
febbraio	5.9	8.5	1.5
marzo	7.4	6.9	1.3
aprile	7.4	7.0	1.8
maggio	8.1	6.6	1.8
giugno	8.6	5.9	1.9
luglio	8.9	5.3	2.2
agosto	9.1	4.6	2.3
settembre	9.9	4.0	2.5
ottobre	10.6	2.9	2.6
novembre	10.1	2.0	2.8
dicembre	9.2	1.8	2.7

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

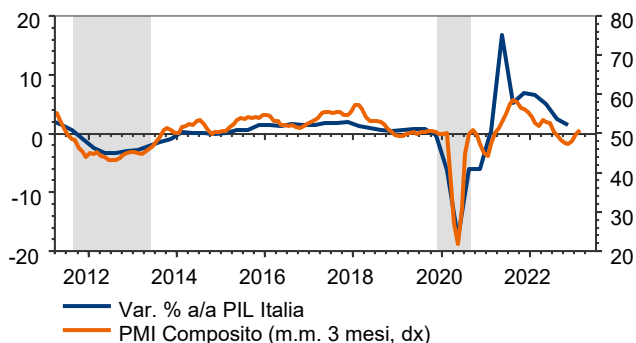
Previsioni

	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
- i/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	5.3	2.1	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.5	4.7	2.2
Produzione industriale (a/a)	2.2	1.2	1.7	1.6	2.0	3.3	2.1	1.0	0.8	1.0	1.8
Disoccupazione (%)	6.7	6.7	6.6	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6	6.7	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

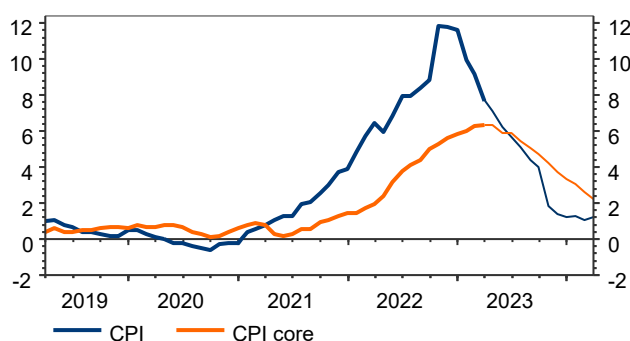
Italia

PIL



Nota: in grigio i periodi recessivi. Fonte: Istat, S&P Global, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione



Nota: var. % a/a indici NIC. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-23	119.3	119.1	118.2	118.3	10.7	10.0	9.6	9.8
feb-23	119.4	119.3	118.4	118.5	9.8	9.1	8.7	8.9
mar-23	120.4	118.9	118.0	118.1	8.2	7.7	7.4	7.5
apr-23	120.2	118.2	117.2	117.3	7.6	7.1	6.7	6.9
mag-23	120.3	118.2	117.1	117.2	6.7	6.3	5.9	6.0
giu-23	121.1	118.9	117.8	117.9	6.1	5.6	5.3	5.4
lug-23	119.0	118.8	117.7	117.8	5.5	5.1	4.8	4.9
ago-23	119.2	118.9	117.8	117.9	4.8	4.4	4.1	4.2
set-23	120.7	118.8	117.8	117.9	4.4	4.0	3.8	3.9
ott-23	122.5	120.3	119.1	119.2	2.1	1.8	1.7	1.7
nov-23	122.7	120.4	119.2	119.3	1.6	1.4	1.3	1.2
dic-23	122.8	120.5	119.4	119.5	1.4	1.2	1.1	1.1

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	HICP	CPI	FOI	FOI ex tob	HICP	CPI	FOI	FOI ex tob
gen-24	120.8	120.6	119.4	119.5	1.3	1.3	1.0	1.0
feb-24	120.5	120.5	119.3	119.4	0.9	1.0	0.8	0.8
mar-24	121.7	120.4	119.1	119.2	1.1	1.2	0.9	0.9
apr-24	121.8	119.9	118.6	118.7	1.3	1.5	1.2	1.2
mag-24	122.1	120.1	118.8	118.9	1.5	1.6	1.5	1.5
giu-24	123.2	121.1	119.8	119.9	1.7	1.9	1.7	1.7
lug-24	121.5	121.4	120.0	120.1	2.1	2.2	2.0	2.0
ago-24	121.7	121.5	120.1	120.2	2.1	2.2	2.0	2.0
set-24	123.1	121.3	120.0	120.1	2.0	2.1	1.9	1.9
ott-24	124.9	122.7	121.2	121.3	1.9	2.1	1.8	1.8
nov-24	125.0	122.7	121.2	121.3	1.9	2.0	1.7	1.7
dic-24	124.8	122.6	121.2	121.3	1.7	1.8	1.5	1.5

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2022	2023	2024	2022				2023			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	0.8	1.5	6.5	5.1	2.5	1.4	1.3	0.5	0.4	0.8
-t/t				0.1	1.0	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2
Consumi privati	4.6	0.3	1.5	-1.1	2.2	2.2	-1.6	-0.5	0.2	0.4	0.4
Investimenti fissi	9.7	2.3	2.2	3.4	1.1	0.2	2.0	0.6	-0.2	-0.1	0.2
Consumi pubblici	0.0	0.1	0.2	0.3	-1.4	-0.2	0.5	0.1	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	10.2	3.4	2.5	5.3	1.8	0.0	2.6	0.2	0.6	0.5	0.5
Importazioni	12.5	0.4	2.7	4.1	1.5	2.5	-1.7	-1.0	0.6	0.8	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-1.0	0.1	-0.4	-0.3	-0.1	-1.1	-0.2	0.1	0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.7	-0.4	-0.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-5.6	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	144.7	143.2	142.1								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	5.6	1.6	6.0	7.4	8.9	12.5	9.5	6.8	4.9	1.7
Produzione industriale (a/a)	0.4	0.2	2.0	1.5	1.9	0.3	-2.0	-0.8	-1.2	0.2	2.4
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	8.2	8.1	8.4	8.1	8.0	7.8	7.9	8.2	8.4	8.3
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.35	5.00	1.58	2.97	3.50	4.13	4.15	4.34	4.44	4.49

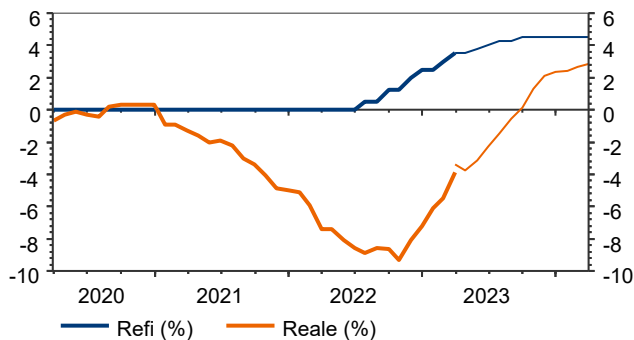
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	30/3	mar	giu	set	dic
Refi	0.00	1.25	2.50	3.50	3.50	4.00	4.50	4.50
Euribor 1m	-0.51	0.68	1.88	2.92	2.56	3.38	3.92	4.03
Euribor 3m	-0.20	1.17	2.13	3.04	2.90	3.65	4.13	4.12

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

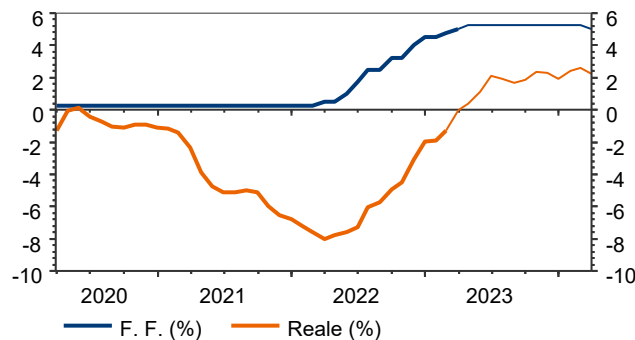


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	30/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	1.75	3.25	4.50	5.00	5.00	5.25	5.25	5.25
OIS 3m	2.18	3.66	4.61	4.93	5.00	5.28	5.28	5.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

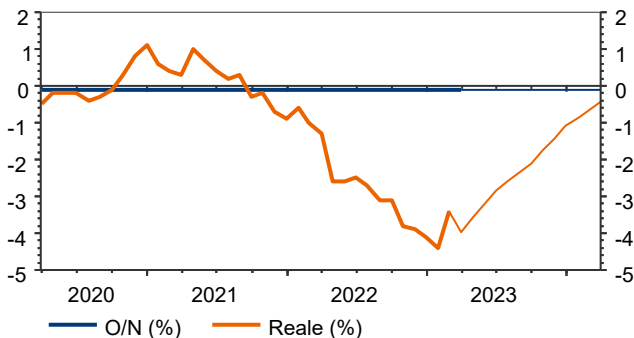


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	giu	set	dic	30/3	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

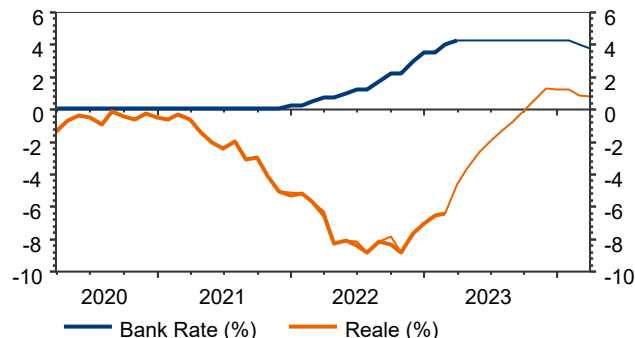


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	30/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	1.25	2.25	3.50	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
Libor GBP 3m	1.67	3.34	3.87	4.40	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	31/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.17	1.11	0.97	1.07	1.06	1.0871	1.08	1.10	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	111	121	145	132	136	133.18	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.38	1.32	1.12	1.20	1.21	1.2371	1.22	1.24	1.25	1.26	1.28
EUR/CHF	1.11	1.03	0.96	0.98	0.99	0.9964	0.99	1.01	1.02	1.04	1.05
EUR/JPY	130	135	141	141	145	144.84	142	140	138	136	135
EUR/GBP	0.85	0.85	0.88	0.89	0.88	0.8786	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)
Aniello Dell'Anno
Giovanna Mossetti
Andrea Volpi
Simone Zava

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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com