

Weekly Economic Monitor

Il punto

Le indagini congiunturali degli ultimi giorni hanno mostrato un po' di ripresa dell'attività manifatturiera globale, ma con dinamica della domanda ancora fiacca, e un quadro più tonico nei servizi. I mercati si aspettano ora rialzi dei tassi BCE, ma non di quelli Fed.

I market mover della settimana

La prossima settimana nell'**area euro** si prospetta povera di dati congiunturali rilevanti. La produzione industriale italiana è attesa in lieve recupero a febbraio dopo il calo del primo mese dell'anno. Le stime finali di inflazione di marzo in Germania e Francia dovrebbero confermare il rallentamento visto nella lettura preliminare. Per l'intera Eurozona a febbraio si dovrebbe registrare il secondo incremento consecutivo per la produzione industriale ma un calo delle vendite al dettaglio.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sul CPI core di marzo, che dovrebbe registrare una variazione di 0,5% m/m e mantenere l'inflazione core elevata, a 5,7% a/a. Dal lato dell'attività di marzo, le vendite al dettaglio dovrebbero registrare un rialzo, spinto principalmente dalle auto, e la produzione industriale dovrebbe essere in aumento grazie a una marginale ripresa del manifatturiero.

6 aprile 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

Simone Zava

Economista - Area euro

International Research Network

Silvia Guizzo

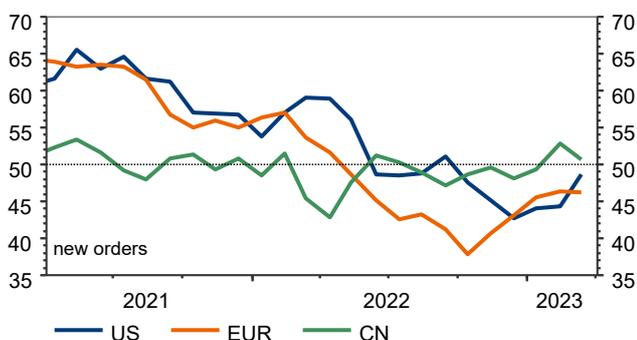
Economista – Asia Ex Giappone

Il punto

Le indagini congiunturali degli ultimi giorni hanno mostrato un po' di ripresa dell'attività manifatturiera globale, ma con dinamica della domanda ancora fiacca, e un quadro più tonico nei servizi. I mercati si aspettano ora rialzi dei tassi BCE, ma non di quelli Fed.

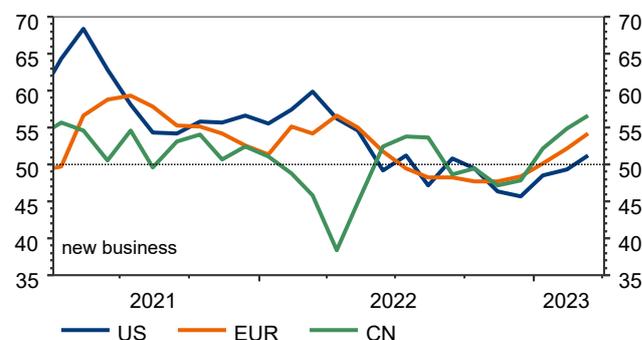
- Malgrado alcuni segnali di ripresa, le indagini congiunturali PMI pubblicate questa settimana hanno mostrato un **andamento ancora debole dell'attività manifatturiera globale**. Per i nuovi ordini prevale una tendenza al calo, sebbene meno pronunciata rispetto all'autunno 2022, e la crescita della produzione sembra più spiegata dallo smaltimento di ordini arretrati, che si vanno effettivamente riducendo. La dinamica appare più debole in Europa, Stati Uniti e Giappone che in Cina, dove la domanda interna compensa la scarsa brillantezza della domanda estera. L'altro lato della medaglia è costituito da un **ulteriore allentamento delle pressioni inflazionistiche sui beni manufatti**: gli indici di diffusione relativi ai prezzi degli input e di vendita sono calati ai livelli più bassi dal 2020. Tuttavia, non è chiaro quanta parte delle pressioni passate sui costi debba ancora scaricarsi del tutto sui prezzi finali. Inoltre, i tassi di crescita tendenziali dei prezzi alla produzione dei beni di consumo restano molto alti (oltre il 10% per i non durevoli, nell'Eurozona).
- **Nei servizi, le indagini hanno restituito un quadro più tonico**. La domanda cresce molto più diffusamente che nei mesi scorsi, in particolare in Cina (dove beneficia del rimbalzo post-pandemico) e nell'Eurozona. Non stupisce che in tale comparto, che non ha ancora sperimentato un calo di attività, non si veda ancora un significativo raffreddamento delle pressioni inflattive: l'indice dei prezzi di vendita è ancora a 59,8 nell'Eurozona e a 57,1 negli Stati Uniti (dove è in aumento, non in calo). Come ha sottolineato Lane (BCE), quest'anno si parlerà molto di inflazione nei servizi.
- Per chi crede al ruolo delle aspettative nella persistenza dell'inflazione, l'indagine CES della BCE ha mostrato un **calo dell'inflazione attesa dalle famiglie europee** al 4,6% nei prossimi 12 mesi e al 2,4% a tre anni. Un andamento simile si è visto anche nell'indagine americana, con livelli più alti per l'inflazione di lungo termine (2,9%) e più bassi per quella a un anno (3,6%).
- Riteniamo che l'andamento della domanda risentirà nei prossimi mesi della restrizione monetaria già operata dalle banche centrali, anche senza nuovi interventi. La nostra stima di tasso di interesse ombra per l'Eurozona è ulteriormente salita in febbraio a 1,58% (+39pb), in quanto l'aumento dei tassi attivi bancari e dei premi per il rischio ha più che compensato il calo dei tassi risk-free a medio e lungo termine. Segnali che la trasmissione è all'opera sono venuti anche dal mercato immobiliare europeo, con un calo di -1,7% t/t dei prezzi delle case nel quarto trimestre 2022. Negli Stati Uniti, la pressione sulle banche locali rende probabile una maggiore restrizione delle condizioni creditizie. In questa situazione, **le attese di rialzo dei tassi restano modeste, inferiori alle nostre previsioni**. I mercati scontano 25pb di rialzo dei tassi BCE a maggio, seguiti da altri 25pb a giugno (come la nostra previsione), ma nulla in seguito. Per la Fed, invece, le curve non incorporano più alcun rialzo a maggio con probabilità superiore al 50%.

Le indagini PMI mostrano che la domanda fatica ancora a crescere nell'industria manifatturiera...



Fonte: S&P Global

...mentre ha superato la debolezza di fine 2022 nei servizi



Fonte: S&P Global

I market mover della settimana

La prossima settimana nell'**area euro** si prospetta povera di dati congiunturali rilevanti. La produzione industriale italiana è attesa in lieve recupero a febbraio dopo il calo del primo mese dell'anno. Le stime finali di inflazione di marzo in Germania e Francia dovrebbero confermare il rallentamento visto nella lettura preliminare. Per l'intera Eurozona a febbraio si dovrebbe registrare il secondo incremento consecutivo per la produzione industriale ma un calo delle vendite al dettaglio.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sul CPI core di marzo, che dovrebbe registrare una variazione di 0,4% m/m e mantenere l'inflazione core elevata, a 5,7% a/a. Dal lato dell'attività di marzo, le vendite al dettaglio dovrebbero registrare un rialzo, spinto principalmente dalle auto, e la produzione industriale dovrebbe essere in aumento grazie a una marginale ripresa del manifatturiero.

Martedì 11 aprile

Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** dovrebbero essere tornate a calare a febbraio: i dati relativi alle principali economie sono già stati comunicati e hanno registrato una flessione. Stimiamo una diminuzione di -0,8% m/m (-3,5% a/a) da un precedente 0,3% m/m. Le indagini di fiducia restano al di sotto della media di lungo periodo e suggeriscono che le spese private, soprattutto di beni, dovrebbero restare deboli nel 1° semestre dell'anno.

Mercoledì 12 aprile

Stati Uniti

- Il **CPI** a marzo è previsto in rialzo di 0,3% m/m (5,2% a/a, in calo da 6% a/a di febbraio), dopo 0,4% m/m. L'indice **core** dovrebbe registrare un aumento di 0,4% m/m (5,7% a/a), solo marginalmente al di sotto della variazione di febbraio (0,45% m/m). Nel comparto dei **beni core**, i prezzi delle auto usate dovrebbero interrompere il trend verso il basso degli ultimi mesi e tornare a crescere, alla luce del rialzo registrato dal Manheim Used Vehicle Index. Le pressioni sui prezzi dei beni in generale sono in rallentamento rispetto a febbraio, in base ai risultati delle indagini. Complessivamente i prezzi dei beni core dovrebbero mantenersi in linea con i risultati visti da inizio anno, con una variazione circa nulla. Il focus resta sui **servizi core**. Per l'abitazione (42% del CPI core e 17% del deflatore core), nonostante il persistente calo degli affitti correnti, la variazione di affitti e affitti figurativi dovrebbe restare in linea con la media di 0,75% m/m ancora per diversi mesi. I prezzi dei servizi core ex-abitazione, dominati dal costo del lavoro, non dovrebbero rallentare, alla luce del trend sempre elevato dei salari.

Giovedì 13 aprile

Area euro

- **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe mostrare un rimbalzo solo parziale a febbraio (0,2% m/m) dopo il calo di -0,7% visto nel primo mese dell'anno. I settori ad alta intensità di energia dovrebbero cominciare a beneficiare della flessione delle quotazioni del gas naturale. Le indagini relative al settore manifatturiero hanno mostrato ampi segnali di normalizzazione dal lato dell'offerta, visibili nella riduzione sia dei prezzi degli input che delle carenze di materiali.
- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe crescere per il secondo mese a febbraio, stimiamo di 0,5% m/m (0,9% a/a) da un precedente 0,7% m/m. Il calo dei prezzi del gas dovrebbe continuare a supportare l'output nei settori più energivori, mentre il recente recupero degli ordinativi tedeschi offre spunti incoraggianti circa le condizioni di domanda.

- **Germania.** La **stima finale** dei **prezzi al consumo** di marzo dovrebbe confermare la crescita di +0,8% m/m sulla misura nazionale e di +1,1% su quella armonizzata. La tendenza annua dovrebbe essere confermata in calo al 7,4% a/a dall'8,7% sul CPI e al 7,8% a/a dal 9,3% sull'indice armonizzato UE. L'inflazione core BCE dovrebbe mostrare una correzione dopo essere cresciuta in febbraio, data la probabile contrazione dei prezzi dei beni industriali non energetici. Stimiamo un'inflazione tedesca al 2,4% a/a (sull'IPCA) a fine anno.

Venerdì 14 aprile

Area euro

- **Francia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che in marzo i **prezzi al consumo** sono saliti di 0,9% m/m sull'indice armonizzato e di 0,8% m/m su quello nazionale. L'inflazione sull'IPCA dovrebbe essere confermata in calo al 6,6% a/a dal 7,3%, quella nazionale al 5,6% a/a dal 6,3% di febbraio. La crescita tendenziale dei prezzi dovrebbe moderare al 2,5% (sull'indice nazionale) a fine 2023.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** a marzo sono previste in aumento di 0,1% m/m, dopo -0,4% m/m di febbraio, in linea con consumi di beni circa stabili in termini reali. Le vendite di auto rilevate dai concessionari a marzo hanno deluso le aspettative, con un calo di -1,2% m/m, in parte ancora per via di livelli delle scorte sempre insufficienti (circa metà rispetto ai livelli pre-pandemici). Le vendite ex-auto sono attese in crescita di 0,3% m/m. La variazione trimestrale attesa per i consumi dovrebbe mantenersi solida, grazie al balzo registrato a gennaio.
- La **produzione industriale** a marzo è attesa in aumento di 0,1% m/m, dopo la variazione nulla di febbraio, con segnali deboli sia dal manifatturiero e sia dall'estrattivo.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan ad aprile (prel.) è prevista a 62,2, da 62 di marzo, con un marginale miglioramento delle condizioni correnti e un modesto calo delle aspettative. Le aspettative di inflazione dovrebbero confermare il ritracciamento sull'orizzonte a 1 anno (a 3,6% a marzo) e la stabilizzazione su quello a 5 anni, a 2,9%.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (10 – 14 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	10/4	GIA	Fiducia delle famiglie		mar	31.1		
Mar	11/4	CN	M2 a/a	*	mar	12.9	%	
	00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	mar	3160.0	Mld ¥ CN	
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	mar	1810.0	Mld ¥ CN	
	03:30	CN	CPI a/a	*	mar	1.0	%	
	03:30	CN	PPI a/a	*	mar	-1.4	%	
	03:30	CN	CPI m/m		mar	-0.5	%	
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		feb	0.3	%	-0.8
Mer	12/4	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		feb	9.5	%	
	14:30	USA	CPI m/m	*	mar	0.4	%	0.3
	14:30	USA	CPI a/a		mar	6.0	%	5.2
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mar	0.5	%	0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mar	5.5	%	5.7
Gio	13/4	CN	Bilancia commerciale USD	*	mar	116.9	Mld \$	
	05:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	mar	-6.8	%	
	05:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	mar	-10.2	%	
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	mar	prel 1.1	%	1.1
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	mar	prel 0.8	%	0.8
	08:00	GER	CPI a/a finale		mar	prel 7.4	%	7.4
	08:00	GER	IPCA a/a finale		mar	prel 7.8	%	7.8
	08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		feb	-17.9	Mld £	
	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	feb	-0.3	%	
	08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		feb	-7.8	Mld £	
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	feb	-0.7	%	0.2
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	feb	0.7	%	0.5
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim		x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim		Mln	
	14:30	USA	PPI m/m		mar	-0.1	%	0.0
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	mar	0.0	%	0.3
Ven	14/4	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	mar	1.1	%	
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	mar	prel 0.9	%	0.9
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		mar	prel 6.6	%	6.6
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		mar	prel 3.1	%	3.1
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	mar	-0.4	%	0.1
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	mar	-0.1	%	0.3
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		mar	-0.1	%	
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		mar	79,1	(78.0) %	78.3
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		mar	0.0	%	0.0
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		feb	-0.1	%	
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		apr	62.0		62.2

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

Calendario degli eventi (10 – 14 aprile)

Data	Ora	Paese	*	Evento	
Lun	10/4	16:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)	
		22:15	USA	Discorso di Williams (Fed)	
Mar	11/4	19:30	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)	
Mer	12/4	00:00	USA	Discorso di Harker (Fed)	
		01:30	USA	Discorso di Kashkari (Fed)	
		14:30	EUR	Discorso di Guindos (BCE)	
		15:00	GB	*	Discorso di Bailey (BoE)
		15:00	USA		Discorso di Barkin (Fed)
		15:00	EUR		Discorso di De Cos (BCE)
		20:00	USA	*	Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
		20:15	EUR		Discorso di Villeroy (BCE)
Gio	13/4	15:00	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)	
		20:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)	
Ven	14/4	18:00	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)	
		20:15	EUR	Discorso di Nagel (BCE)	

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	mar	49.3			49.2
Spesa in costruzioni	feb	0.4 (-0.1)	%	0.0	-0.1
Indice ISM manifatturiero	mar	47.7		47.5	46.3
Ordinativi industriali m/m	feb	-2.1 (-1.6)	%	-0.5	-0.7
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	feb	-1.0	%		-1.0
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	feb	0.0	%		-0.1
Nuovi occupati: stima ADP	mar	261 (-242)	x1000	200	145
Bilancia commerciale	feb	-68.7 (-68.3)	Mld \$	-69.0	-70.5
Markit PMI Composito finale	mar	53.3			52.3
Markit PMI Servizi finale	mar	53.8			52.6
Indice ISM non manifatturiero composito	mar	55.1		54.5	51.2
Richieste di sussidio	settim	198	x1000	200	
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.689	Mln	1.699	
Tasso di disoccupazione	mar	3.6	%	3.6	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mar	311	x1000	239	
Salari orari m/m	mar	0.2	%	0.3	

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

L'**ISM manifatturiero** di marzo è calato più delle attese, scendendo a 46,3, minimo da maggio 2020, da 47,7 di febbraio e segnalando una contrazione dell'attività per il 4° mese consecutivo. La correzione di ordini, occupazione e prezzi accelera, con flessioni a 44,3, 46,9 e 49,2, rispettivamente. La produzione, a 47,8, migliora solo marginalmente da 47,3 di febbraio. Le imprese riportano un rallentamento degli ordini, con la produzione in calo in risposta all'indebolimento della domanda. Per ora non vengono segnalate ricadute evidenti dalla crisi bancaria. Nella prima metà dell'anno, la debolezza del manifatturiero dovrebbe essere più che compensata dalla continua espansione dei servizi.

La **Job Openings and Labor Turnover Survey** di febbraio ha mostrato un ampio calo delle **posizioni aperte**, a 9,9 mln (-632 mila), minimo da maggio 2021, concentrato nei servizi alle imprese, nella sanità e nei trasporti, mentre costruzioni, ricreazione e tempo libero restano in aumento. Nonostante il rialzo delle **dimissioni**, in aumento a 4 mln (+146 mila), i dati indicano un probabile ridimensionamento dell'eccesso di domanda di lavoro.

La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** di marzo ha registrato una variazione di 145 mila, dopo 242 mila di febbraio. L'occupazione è in rialzo per estrattivo (47 mila) e costruzioni (53 mila), mentre è in calo di -30 mila nel manifatturiero. La variazione per i servizi è in netto rallentamento rispetto al trend precedente, con un incremento di solo 75 mila posti. Ricreazione e ospitalità, sanità e istruzione, trasporti e commercio e altri servizi sono complessivamente cresciuti di 179 mila, più che compensando il calo di finanza, informazione e servizi alle imprese (per un totale di -104 mila). I dati danno indicazioni di rischi verso il basso per i nonfarm payroll in uscita venerdì e di una probabile modifica verso il basso del trend occupazionale, rafforzando i segnali di riduzione delle posizioni aperte di febbraio. Se anche i nonfarm payroll saranno coerenti con un significativo rallentamento della domanda, il focus si sposterà sui sussidi di disoccupazione, l'indicatore più affidabile delle svolte del mercato del lavoro.

Il **deficit della bilancia commerciale** di febbraio si è ampliato a -70,5 mld, da 68,7 mld di gennaio, con una flessione delle importazioni di -1,5% m/m, non in grado di controbilanciare la contrazione dell'export (-2,7% m/m). Per le esportazioni, il calo è diffuso a tutti i settori con l'eccezione del turismo, mentre dal lato delle importazioni la debolezza riguarda soprattutto le auto e i beni di consumo. Il contributo delle esportazioni nette alla crescita dovrebbe essere marginalmente negativo nel 1° trimestre.

L'**ISM dei servizi** a marzo è calato a 51,2 da 55,1 di febbraio, con indicazioni di espansione a un ritmo in via di moderazione. L'indice di attività ha corretto solo modestamente, a 55,4 da 56,3, mentre gli ordini danno indicazioni di crescita ma con un rallentamento marcato, passando da

62,6 a 52,2. L'indice dell'occupazione resta in territorio espansivo, ma cala a 51,3 da 54, con indicazioni in linea con quelle dell'ADP (v. sopra). I tempi di consegna continuano ad accorciarsi e l'indice dei prezzi è ancora elevato, ma in calo a 59,5. Le imprese in generale riportano prospettive favorevoli e domanda in espansione, con persistente difficoltà a reperire manodopera e riduzione delle strozzature all'offerta. I timori relativi al rialzo dei tassi e al rallentamento della crescita sono limitati.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T1	7	3	1
Tankan, grandi imprese non manifat.	T1	19	20	20
PMI manifatturiero finale	mar	48.6		49.2
Consumi delle famiglie a/a	feb	-0.3	%	4.3

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

L'indice **Tankan per le grandi imprese manifatturiere** a marzo è calato per la quinta volta consecutiva, scendendo a 1 da 7 di dicembre, toccando il minimo da fine 2020, con una previsione di marginale miglioramento a 3 nel prossimo trimestre. La debolezza è diffusa alla maggior parte dei settori, e più marcata per le imprese piccole e medie. Le imprese riportano preoccupazione per il rallentamento della crescita globale e le persistenti pressioni sui prezzi delle materie prime. Per le **grandi imprese non manifatturiere**, invece, come atteso, l'indagine continua a segnalare rapida espansione, con l'indice per le grandi imprese a 20, da 19, spinta dagli effetti della fine dell'emergenza Covid. Le aspettative sono di moderazione della crescita, con l'indice di previsione per giugno a 15. Le imprese prevedono l'**inflazione** al di sopra del 2% su tutto l'orizzonte previsivo (2,8% a 1 anno, 2,3% a 3 anni e 2,1% a 5 anni). La BoJ pubblicherà l'aggiornamento dell'Outlook su attività e prezzi a fine aprile, in occasione della prima riunione presieduta dal nuovo governatore Ueda. È probabile che Ueda mantenga inizialmente la politica monetaria invariata, in attesa di valutare se sarà possibile una graduale normalizzazione della strategia di controllo della curva.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	mar	47.1	47.1	47.3
EUR	PPI a/a	feb	+15.1	(15.0) %	+13.2
EUR	PMI servizi finale	mar	55.6	55.6	55.0
EUR	PMI composito finale	mar	54.1	54.1	53.7
FRA	PMI manifatturiero finale	mar	47.7	47.7	47.3
FRA	Produzione industriale m/m	feb	-1.4	(1.9) %	+1.2
FRA	PMI servizi finale	mar	55.5	55.5	53.9
GER	PMI manifatturiero finale	mar	44.4	44.4	44.7
GER	Bilancia commerciale destag.	feb	16.0	(16.7) Mld €	+16.0
GER	Ordini all'industria m/m	feb	0.5	(1.0) %	4.8
GER	PMI servizi finale	mar	53.9	53.9	53.7
GER	Produzione industriale m/m	feb	3.7	(3.5) %	+2.0
ITA	PMI manifatturiero	mar	52.0	51.0	51.1
ITA	PMI servizi	mar	51.6	53.2	55.7
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T4	9.2	(4.7) %	5.6
ITA	Vendite al dettaglio a/a	feb	+6.0	(6.20) %	+5.8
SPA	Produzione industriale a/a	feb	-0.2	(0.4) %	-0.4

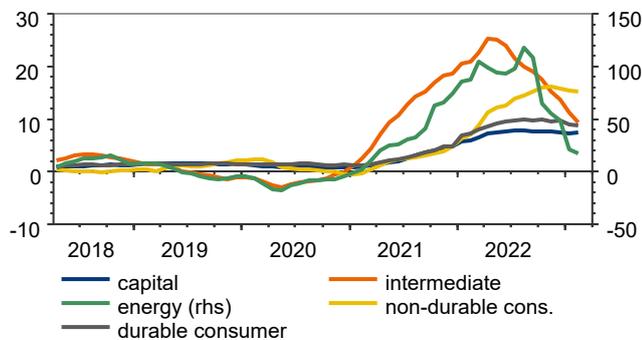
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. A febbraio il **PPI** è calato di -0,5% m/m: la seconda flessione consecutiva è ancora una volta spiegata dall'energia, al netto della quale i prezzi sono cresciuti di 0,2% m/m (dall'1,1% di gennaio). La crescita tendenziale ha rallentato al 13,2% da un precedente 15,1% (10,2% da 11,1% escludendo i prodotti energetici). La dinamica dei prezzi di beni strumentali e di consumo non sembrano al contrario aver ancora mostrato chiari segnali d'inversione. I dati suggeriscono quindi che le pressioni a monte delle filiere produttive, pur rimanendo severe, si stanno

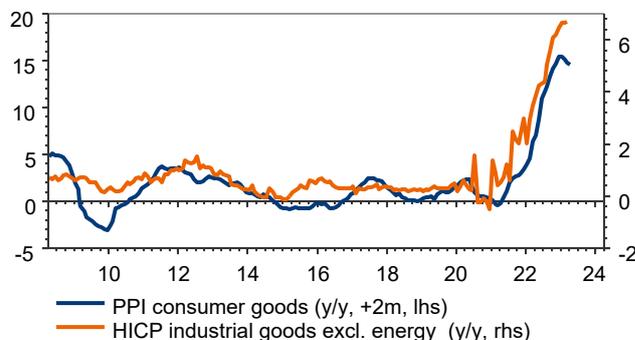
progressivamente attenuando compatibilmente con il raggiungimento del picco per l'inflazione dei beni industriali core.

Il rallentamento della crescita dei prezzi alla produzione è trainato da energia e beni intermedi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

I dati sul PPI suggeriscono che il picco per l'inflazione dei beni industriali core potrebbe essere stato toccato

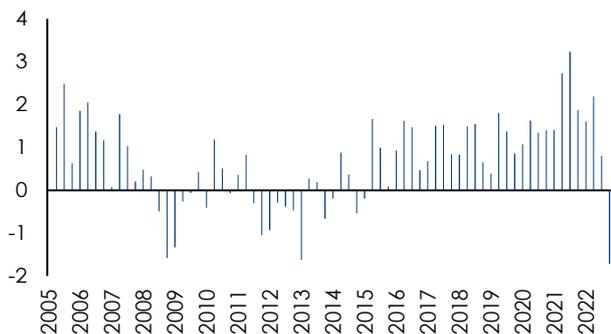


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Area euro. Nel 4° trimestre i **prezzi delle case** sono calati di -1,7% t/t, da un precedente +0,8% (2,9% a/a da 6,6%), è la prima diminuzione dal 2015. La flessione più ampia è stata registrata in Germania (-5% t/t, seconda contrazione consecutiva), mentre in Italia i prezzi sono rimasti stagnanti dopo la correzione estiva. I dati sul mercato immobiliare stanno iniziando a risentire degli effetti della restrizione monetaria che frena la domanda di mutui.

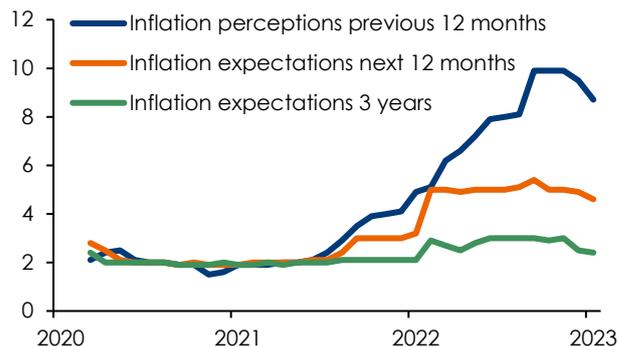
Area euro. La **Consumer Expectations Survey** della BCE di febbraio ha registrato un ulteriore rallentamento della mediana dell'inflazione attesa nei prossimi 12 mesi (4,6% da 4,9%), ai minimi da un anno. Anche l'inflazione percepita è scesa per il secondo mese consecutivo (8,7% da 9,5%), mentre le aspettative a 3 anni si sono ridotte in misura più modesta (2,4% da un precedente 2,5%). Il ridimensionamento delle attese sui prezzi è guidato dalla Germania, ma è diffuso a tutte le principali economie.

In Eurozona i prezzi delle case sono calati per la prima volta da inizio 2015



Nota: var % t/t. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

L'indagine CES della BCE riporta un calo dell'inflazione percepita e di quella attesa



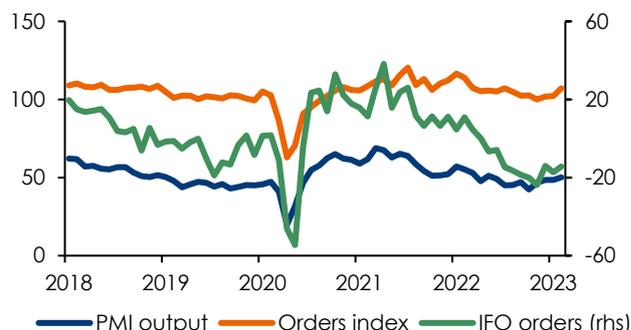
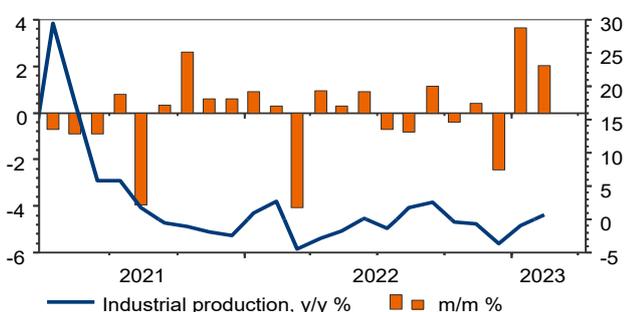
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Germania. Gli **ordini all'industria** hanno mostrato una crescita ben superiore alle attese in febbraio, a 4,8% m/m da 0,5% di gennaio (rivisto da 1%); se escludiamo gli ordini su larga scala, l'aumento si riduce a 1,2% m/m. La crescita nel mese è dovuta sia alle commesse domestiche (5,6% m/m) che, in minor misura, a quelle estere (4,2% m/m). Trainanti sono risultati gli ordinativi di beni capitali (7,3% m/m). Gli ordini restano in ampio calo su base annua (-5,7%), ma mostrano un rimbalzo di ben 7,3% rispetto ai livelli dello scorso novembre. Il fatturato è aumentato di 1,5% m/m.

Germania. La **produzione industriale** è cresciuta più del previsto a febbraio, di +2% m/m dopo il 3,7% m/m registrato a gennaio (dato rivisto al rialzo da 3,5%). Rispetto ad un anno fa l'output risulta più alto di +0,6%. L'industria in senso stretto ha visto una crescita del 2,4% m/m, con aumenti diffusi ai beni capitali (3,4% m/m), beni intermedi (1,8% m/m) e beni di consumo (1,4% m/m). L'*automotive* ha mostrato una crescita del 7,6% m/m, segno che l'allentamento delle strozzature all'offerta e la maggiore disponibilità di semiconduttori continuano a stimolare la produzione del settore. Le costruzioni hanno visto un aumento dell'1,5% su base mensile, dopo il forte recupero di inizio anno; di contro, la produzione di energia è scesa di -1,1% m/m. I settori energivori hanno registrato una crescita di 1,9% m/m. Il dato di febbraio lascerebbe la produzione in rotta per un aumento del 3,5% t/t nel 1° trimestre, con conseguenti rischi al rialzo sulla crescita del PIL nei mesi invernali. Le indagini congiunturali e i dati sugli ordini segnalano un progressivo miglioramento dell'attività produttiva nei prossimi mesi.

Germania: la produzione industriale continua nella fase recupero

Le indagini congiunturali e i dati sugli ordini segnalano un miglioramento dell'attività produttiva nei prossimi mesi



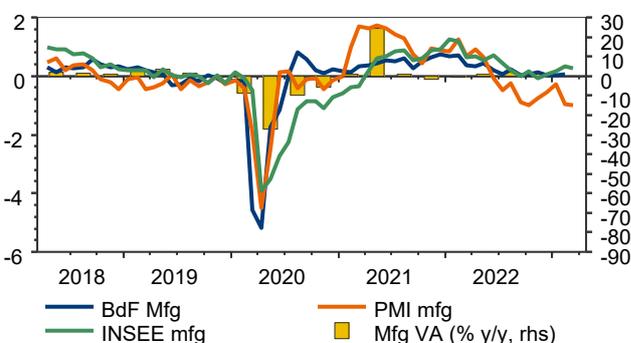
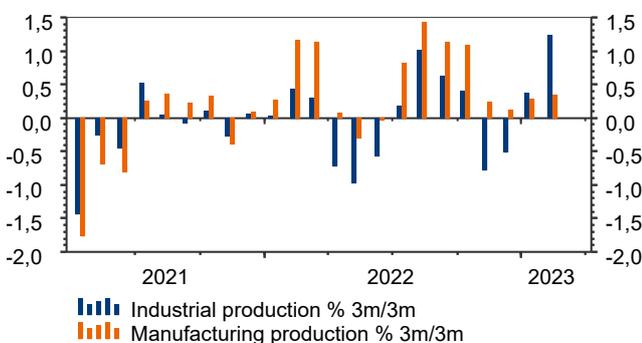
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

Fonte: Destatis, S&P Global

Francia. La **produzione industriale** è rimbalzata a +1,2% m/m a febbraio rispetto al calo registrato a inizio anno (-1,4% m/m, rivisto da -1,9%). Nel solo settore manifatturiero l'output è in crescita di 1,3% m/m da -1,5%, mentre è salito per il secondo mese nelle costruzioni (1,6% m/m da 0,2%). Il rimbalzo congiunturale risulta diffuso a tutti i principali raggruppamenti ad eccezione dei beni di consumo durevoli, mentre è rimasta sostanzialmente stagnante la produzione di energia. Come prevedibile, lo spaccato settoriale registra i rimbalzi più ampi nei settori più penalizzati a gennaio: trasporti, farmaceutica, estrazione ed alimentare. I dati di febbraio lasciano l'industria in rotta per un'espansione a inizio 2023 ma, almeno per il momento, le indagini non mostrano ancora chiari segnali di riaccelerazione della domanda.

Produzione industriale e manifatturiera in rotta per un'espansione nel 1° trimestre

Le indagini di fiducia non mostrano ancora chiari segnali di riaccelerazione per la manifattura

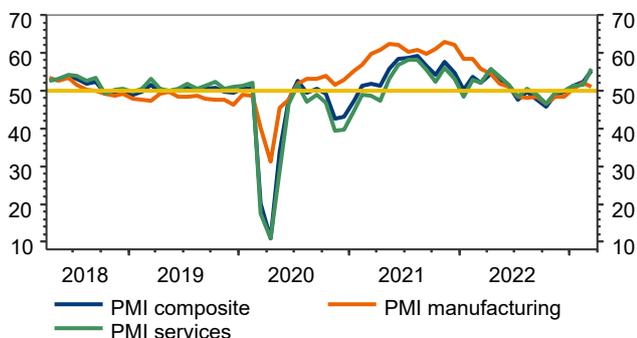


Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

Nota: indici di fiducia standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, Banque de France, INSEE, S&P Global

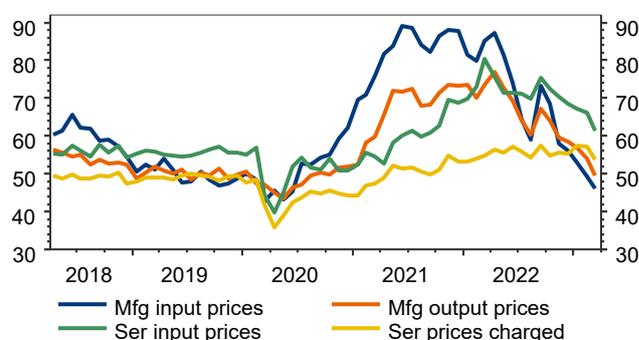
Italia. Il PMI manifatturiero, dopo aver toccato a febbraio un massimo da aprile dell'anno scorso (a 52), è arretrato ma è rimasto in territorio espansivo (a 51,1); produzione e occupazione hanno mantenuto i livelli elevati del mese scorso, gli ordini dall'estero sono tornati sopra il valore-soglia dopo quasi un anno, i tempi di consegna si sono ridotti drasticamente (a un record dal 2009), e i prezzi sia pagati che ricevuti sono scesi sotto 50 (non accadeva dai mesi del primo lockdown nella primavera 2020). Il **PMI servizi** di marzo è salito, ben oltre le attese, a 55,7 da un precedente 51,6 sui massimi dallo scorso aprile. L'indagine è trainata da una netta accelerazione dell'attività corrente al livello più alto da novembre 2021 e da intenzioni di assunzione ancora ampiamente espansive. Rallenta infine la crescita dei prezzi, sia pagati che ricevuti, suggerendo che anche il picco per l'inflazione core potrebbe essere prossimo. Il **PMI composito** è quindi salito di 3 punti a 55,2 suggerendo la presenza di rischi al rialzo sul nostro profilo di crescita tra il 1° e il 2° trimestre del 2023.

PMI manifatturiero e servizi su livelli espansivi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Gli indici sui prezzi mostrano un rallentamento delle pressioni inflattive, anche nei servizi

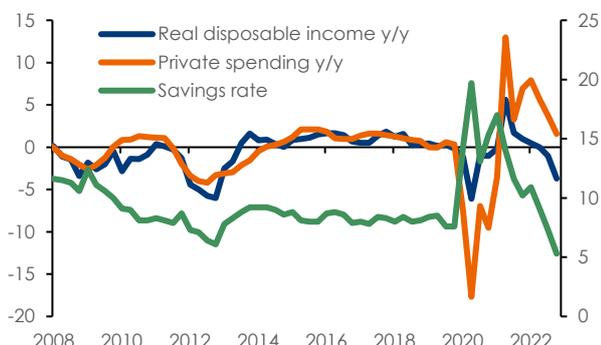


Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Italia. A febbraio le **vendite al dettaglio** sono calate di -0,9% m/m (-0,1% in valore) dopo la crescita di 1,1% registrata nel mese precedente. In termini tendenziali il volume di vendite è in calo del -3,5%, mentre sono in crescita del 5,8% in valore (dato gonfiato dall'effetto dell'inflazione). La contrazione congiunturale risulta diffusa, ma la flessione più ampia è stata registrata dagli acquisti di beni alimentari, in calo per la prima volta dopo cinque mesi anche in valore, segnale che i rincari degli ultimi mesi stanno frenando la domanda in misura significativa.

Italia. I dati relativi al 4° trimestre sui conti delle amministrazioni pubbliche hanno registrato una crescita dell'indebitamento netto al -5,6% del PIL, da -4,9% un anno prima. Nel 2022 il deficit si è attestato al -8% del PIL dal -9% dell'anno prima ed è atteso calare ancora nell'anno in corso; il disavanzo primario è passato dal -5,5% al -3,6%. I conti trimestrali hanno infine evidenziato la più ampia contrazione del potere d'acquisto delle famiglie (-3,7% t/t) dopo quella registrata durante il 1° lockdown a fronte di un significativo aumento della quota di profitto delle imprese (44,8%, +1,9pp rispetto al trimestre precedente) sui massimi dal 2008.

Il ricorso ai risparmi ha impedito una più ampia contrazione delle spese private nel 4° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La quota dei profitti delle imprese ha toccato il massimo dal 2008



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	mar	51.6	51.7	50.0
PMI servizi - Caixin	mar	55.0		57.8
Riserve in valuta estera	mar	3.133	1000Mld \$	3.149

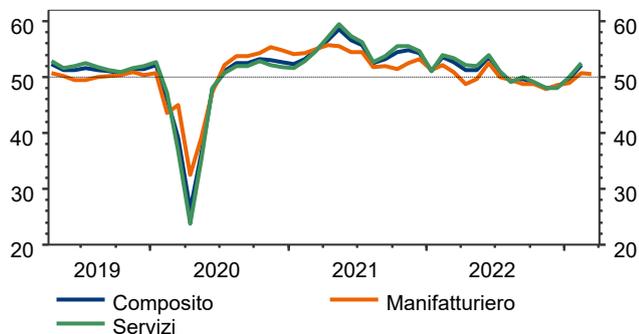
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
 Fonte: Refinitiv-Datastream

L'indice **PMI manifatturiero** rilevato da **Caixin** è sceso da 51,6 in febbraio a 50 in marzo, molto più delle attese, segnalando un minor ritmo di espansione dell'attività economica in marzo rispetto a febbraio. Tutte le componenti sono scese ad eccezione delle scorte, che hanno registrato un marginale aumento pur rimanendo in territorio di contrazione. La maggior spinta al ribasso è venuta dalla discesa della componente dei nuovi ordini (scesi da 52,9 in febbraio a 50,6 in marzo), in particolare degli ordinativi esteri, ritornati a 49 in marzo dopo il balzo a 52,2 in febbraio. Le imprese hanno segnalato un ridimensionamento del ritmo di espansione della produzione, una contrazione dell'occupazione e minori pressioni inflative, soprattutto sui prezzi di vendita.

Il **PMI servizi** rilevato da **Caixin** è salito da 55 in febbraio a 57,8 in marzo, ben oltre le attese di consenso, toccando il massimo degli ultimi 28 mesi. Il dato segnala che l'accelerazione dell'attività del settore è proseguita anche in marzo, trainata da un'ulteriore espansione degli ordini. La forte ripresa dell'attività ha sostenuto un incremento degli occupati e ha aumentato le pressioni inflative sul fronte dei costi (la componente dei prezzi di acquisto è salita di 1,4 punti portandosi a 52,8). L'inflazione dei prezzi di vendita è rimasta invece bassa (la componente è stata sostanzialmente stabile, in media a 50,4, negli ultimi cinque mesi; 50,4 anche in marzo) grazie all'elevata concorrenza. Il **PMI composito**, pur rimanendo elevato e in area espansiva, ha registrato un aumento più contenuto, da 54,2 in febbraio a 54,5 in marzo, a causa del calo del PMI manifatturiero.

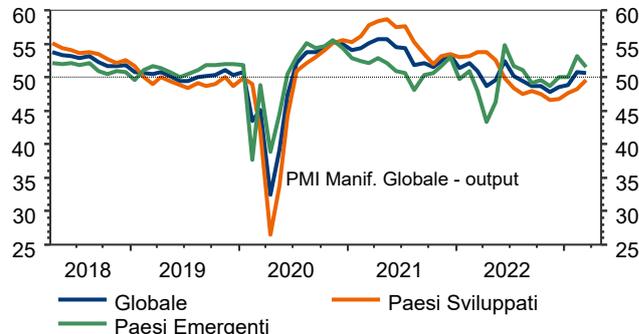
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



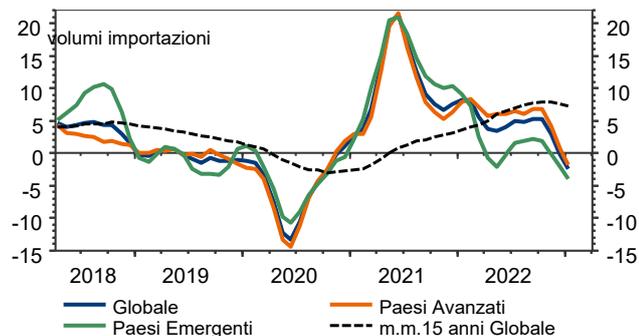
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



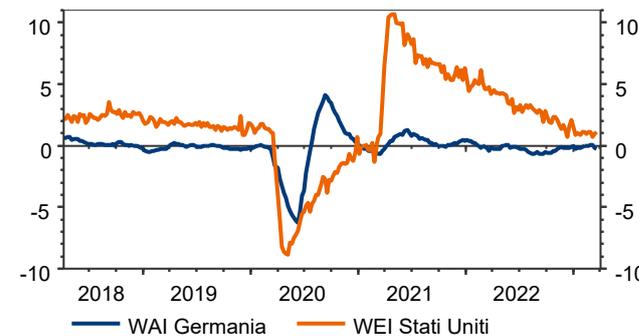
Fonte: S&P Global

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



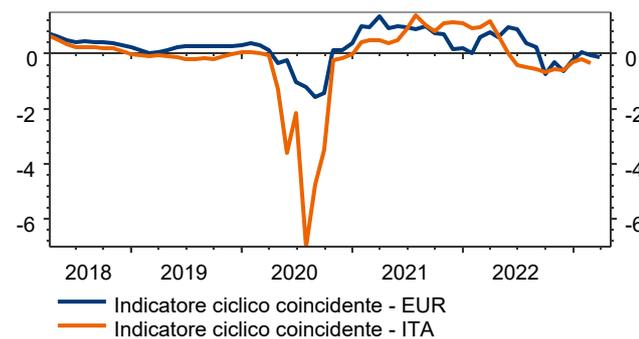
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



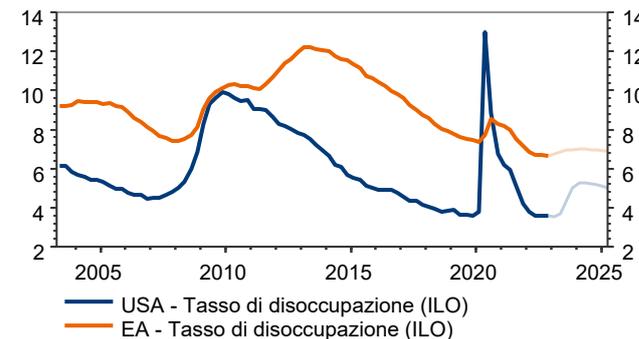
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

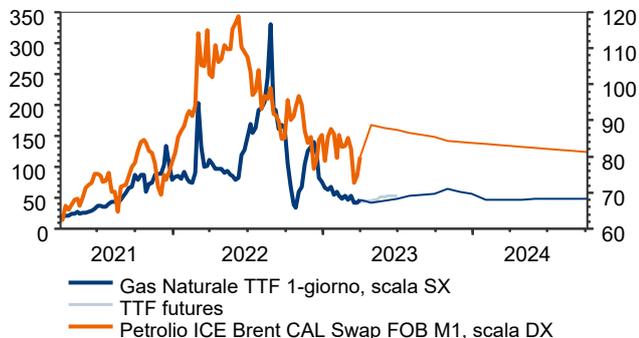
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

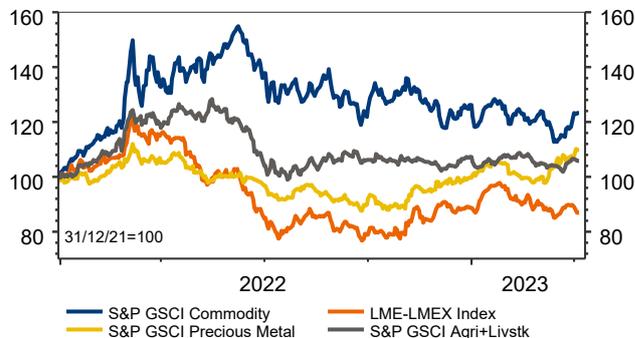
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



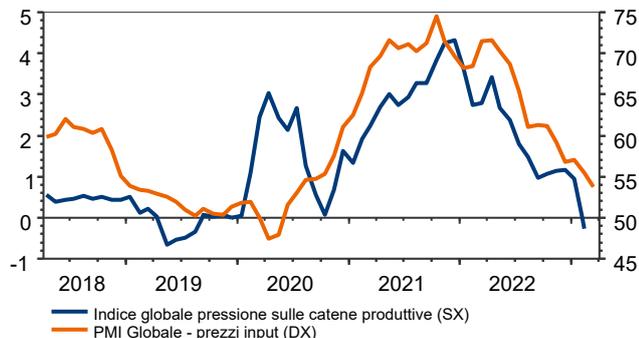
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



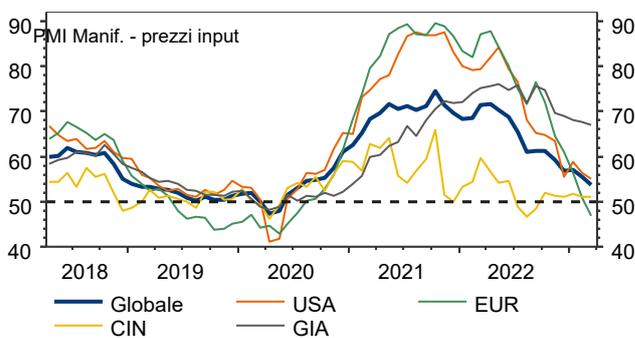
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



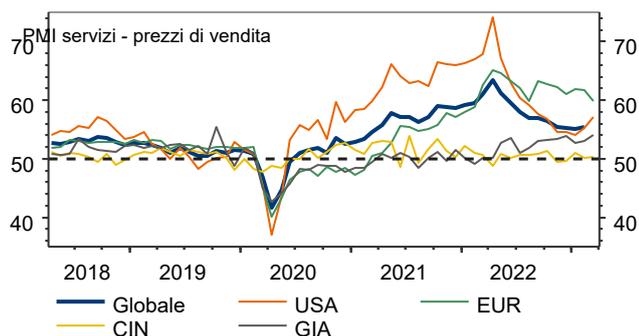
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



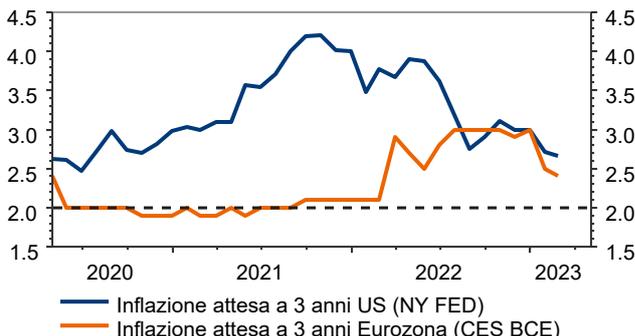
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

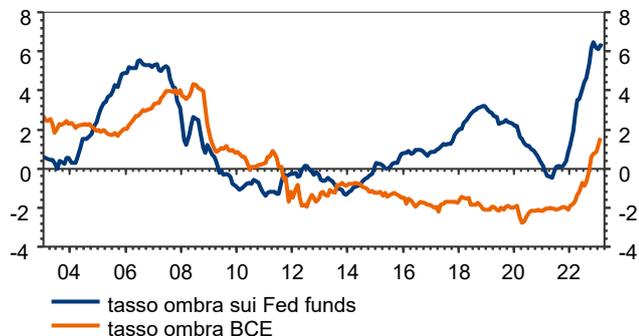
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

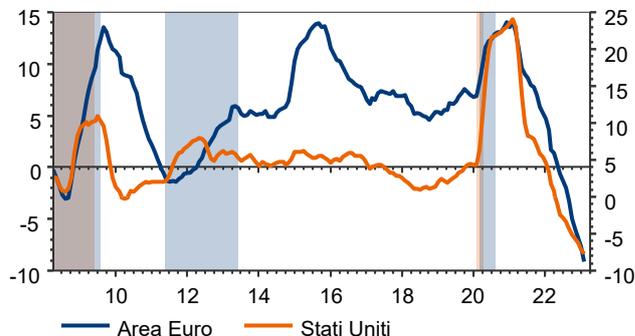
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



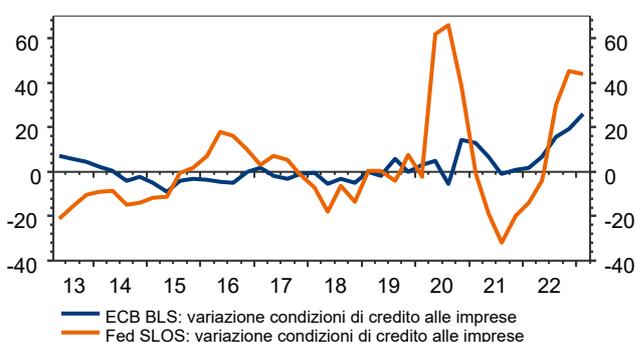
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



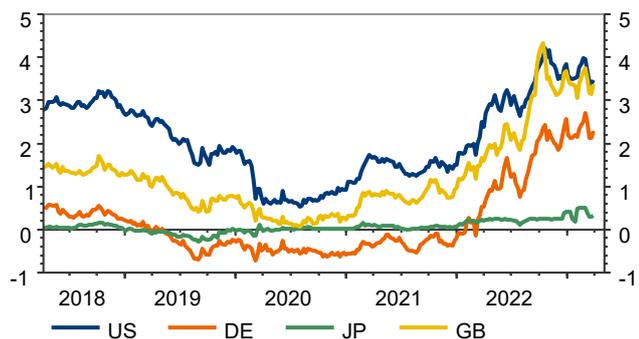
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



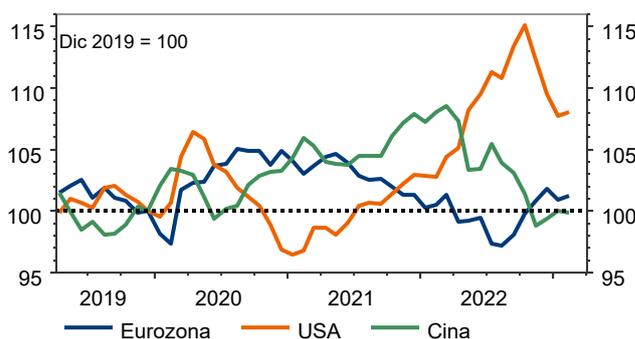
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

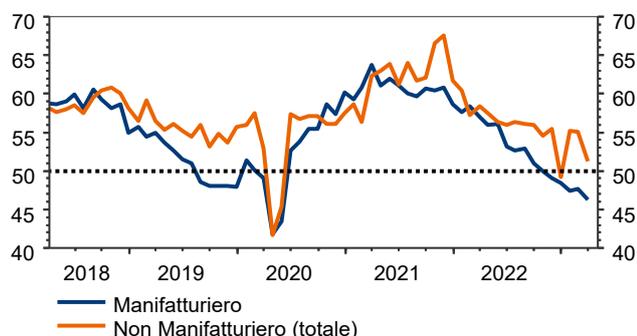
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

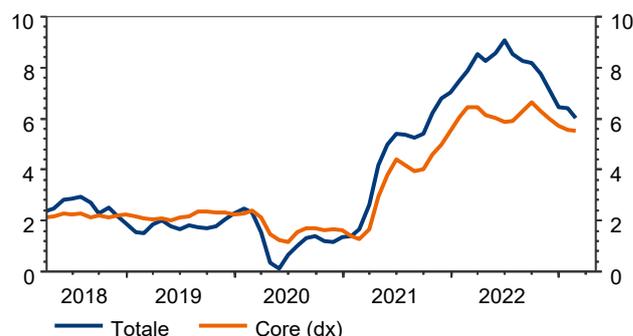
Stati Uniti

Indagini ISM



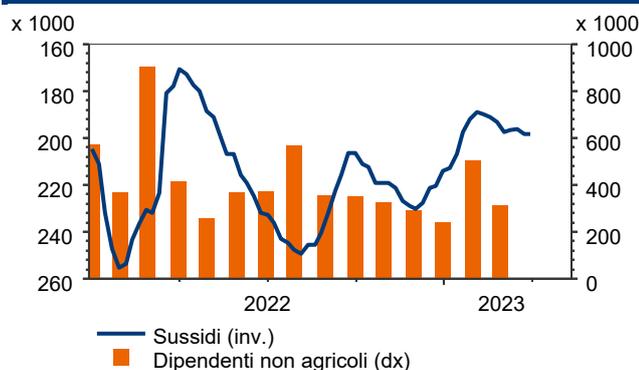
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



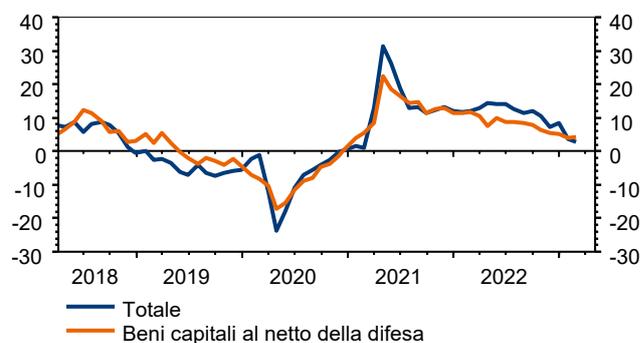
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

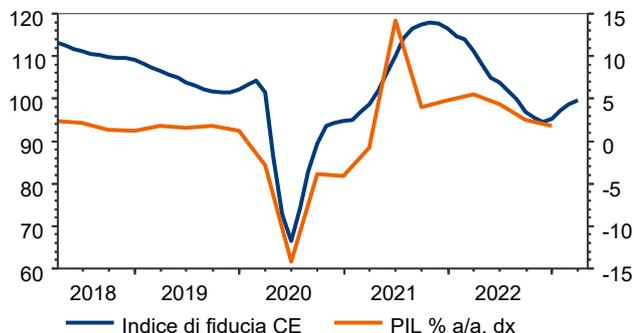
Previsioni

	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	4.6	3.8	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	4.2	4.5

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

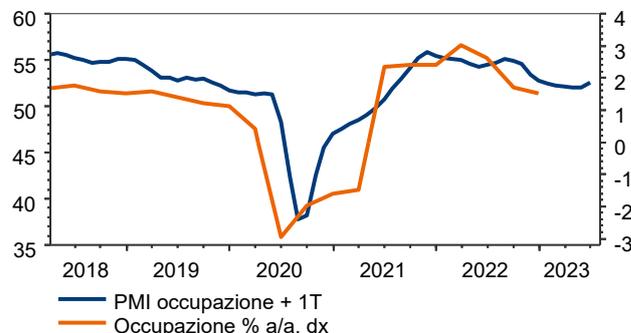
Area euro

PIL



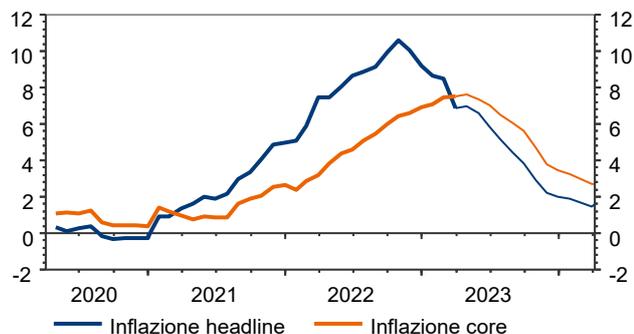
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

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	1.9
febbraio	5.9	8.5	1.7
marzo	7.4	6.9	1.5
aprile	7.4	7.0	2.0
maggio	8.1	6.6	2.0
giugno	8.6	5.8	2.2
luglio	8.9	5.1	2.7
agosto	9.1	4.4	2.7
settembre	9.9	3.8	2.9
ottobre	10.6	2.9	2.8
novembre	10.1	2.2	2.8
dicembre	9.2	2.0	2.7

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

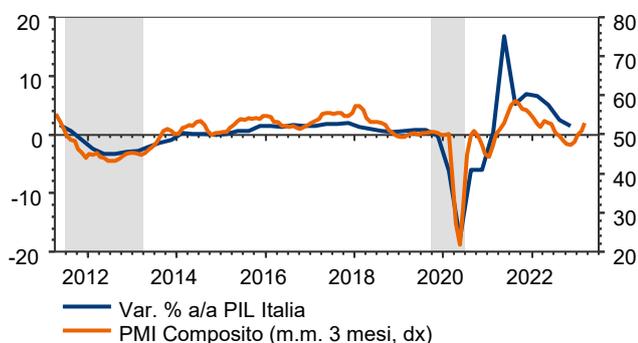
Previsioni

	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	5.3	2.3	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.5	4.4	2.4
Produzione industriale (a/a)	2.2	1.0	1.6	1.6	2.0	3.3	2.1	1.2	0.8	0.7	1.5
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

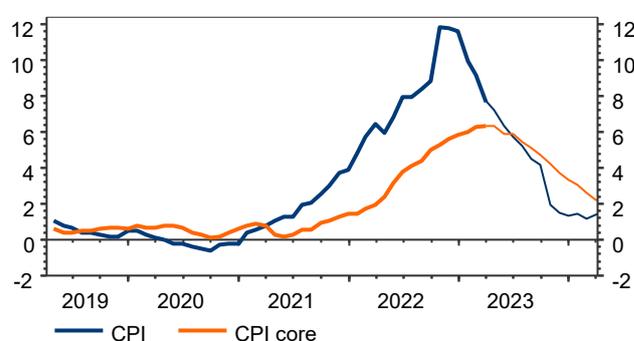
Italia

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

	IPCA	NIC	INDICI		IPCA	NIC	Var. % a/a	
			FOI	FOI ex tob			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	120.3	118.2	117.2	117.3	7.7	7.2	6.7	6.9
mag-23	120.4	118.2	117.2	117.2	6.8	6.3	6.0	6.0
giu-23	121.2	118.9	117.9	117.9	6.2	5.7	5.4	5.4
lug-23	119.1	118.9	117.9	117.9	5.6	5.2	5.0	5.0
ago-23	119.4	119.1	118.0	118.0	4.9	4.5	4.2	4.2
set-23	120.9	119.0	118.0	118.0	4.5	4.2	4.0	4.0
ott-23	122.7	120.4	119.3	119.3	2.2	2.0	1.9	1.8
nov-23	122.9	120.5	119.4	119.4	1.7	1.5	1.4	1.3
dic-23	122.9	120.6	119.6	119.6	1.5	1.4	1.3	1.2

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	HICP	CPI	INDICI		HICP	CPI	Var. % a/a	
			FOI	FOI ex tob			FOI	FOI ex tob
gen-24	121.0	120.8	119.6	119.6	1.4	1.4	1.2	1.1
feb-24	120.8	120.7	119.5	119.5	1.1	1.2	0.9	0.8
mar-24	122.0	120.5	119.4	119.3	1.4	1.4	1.2	1.0
apr-24	122.1	120.1	118.9	118.8	1.5	1.6	1.5	1.3
mag-24	122.4	120.3	119.1	118.9	1.7	1.7	1.6	1.5
giu-24	123.5	121.3	120.1	119.9	1.9	2.0	1.9	1.7
lug-24	121.8	121.6	120.3	120.1	2.2	2.2	2.0	1.9
ago-24	122.0	121.7	120.4	120.2	2.2	2.2	2.0	1.9
set-24	123.4	121.5	120.3	120.1	2.1	2.1	1.9	1.8
ott-24	125.2	122.9	121.5	121.3	2.0	2.0	1.8	1.7
nov-24	125.3	122.9	121.5	121.3	1.9	2.0	1.8	1.6
dic-24	125.1	122.8	121.5	121.3	1.8	1.8	1.6	1.4

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2022			2023			2024					
	T1	T2	T3	T4	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	0.8
- t/t	0.1	1.0	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	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	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	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	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	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	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	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	5.7	1.8	6.0	7.4	8.9	12.5	9.5	6.9	5.0	1.8	1.8
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	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	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	4.49

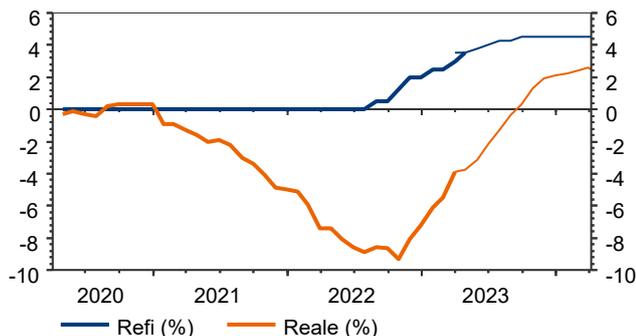
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	5/4	giu	set	dic	mar
Refi	1.25	2.50	3.50	3.50	4.00	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	0.68	1.88	2.92	2.89	3.38	3.92	4.03	4.05
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	3.08	3.65	4.13	4.12	4.09

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

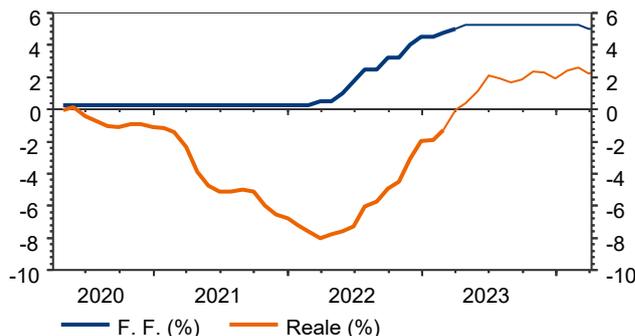


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	5/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	3.25	4.50	5.00	5.00	5.25	5.25	5.25	5.00
OIS 3m	3.66	4.61	4.93	4.91	5.28	5.28	5.28	5.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

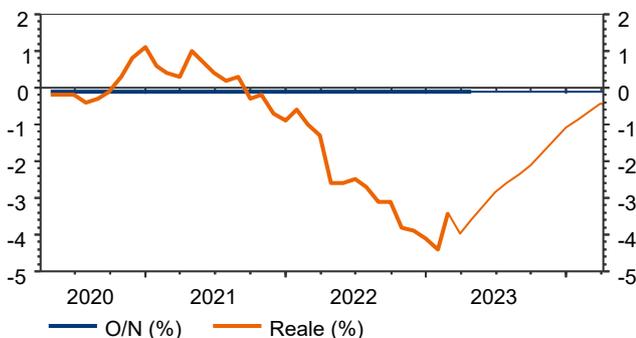


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	set	dic	mar	5/4	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

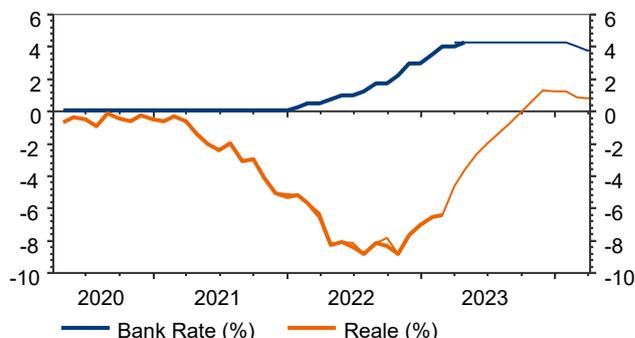


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	5/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	2.25	3.50	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	3.75
Libor GBP 3m	3.34	3.87	4.42	4.43	4.25	4.20	4.10	3.60

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	6/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.09	0.99	1.05	1.06	1.0900	1.08	1.10	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	110	124	145	132	136	131.39	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.39	1.31	1.12	1.20	1.20	1.2458	1.22	1.24	1.25	1.26	1.28
EUR/CHF	1.11	1.02	0.97	0.99	0.99	0.9868	0.99	1.01	1.02	1.04	1.05
EUR/JPY	130	135	143	141	145	143.21	142	140	138	136	135
EUR/GBP	0.85	0.83	0.88	0.88	0.89	0.8748	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