

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Eurozona: probabile una crescita migliore delle attese nel 1° semestre dell'anno.** Sia i dati reali che le indagini di fiducia suggeriscono che l'attività economica tra il 1° e il 2° trimestre dell'anno possa risultare più forte del previsto. Al momento, le recenti tensioni finanziarie non sembrano aver avuto effetti sul morale di famiglie e imprese, e l'impatto sulle condizioni finanziarie e creditizie appare tutto sommato limitato. Permane, tuttavia, più incertezza sulla seconda metà del 2023, quando gli effetti della restrizione monetaria dovrebbero pesare maggiormente sul ciclo.

**Stati Uniti – I verbali FOMC e i dati lasciano aperta la possibilità di un rialzo dei tassi a maggio, ma l'incertezza regna sovrana. I verbali della riunione del FOMC** di marzo confermano la presenza di opinioni diverse all'interno del Comitato riguardo sia i rischi per lo scenario sia la preoccupazione per l'aumento dell'incertezza dopo la crisi bancaria. La convergenza verso il rialzo di 25pb è avvenuta partendo da due alternative opposte, considerate da due gruppi di partecipanti (tassi fermi o rialzo di 50pb) e si è formata bilanciando la necessità di continuare a combattere l'inflazione e quella di valutare le ricadute della crisi bancaria. Alla prossima riunione, l'incertezza sarà ancora elevata, con un *bias* per un ultimo rialzo. Ma, come a marzo, anche a maggio la decisione resterà incerta fino all'ultimo e verrà presa dopo una discussione prolungata.

### I market mover della settimana

La settimana entrante vedrà la pubblicazione delle prime indagini di fiducia di aprile nell'**Eurozona**: lo ZEW tedesco e gli indici INSEE in Francia, nonché i PMI flash e la fiducia dei consumatori nel complesso dell'area euro, attesi confermare il miglioramento in corso dell'attività economica. In agenda in Eurozona anche la stima finale d'inflazione di marzo, che non dovrebbe offrire sorprese; la produzione nelle costruzioni, attesa in espansione per il secondo mese; e i dati sul commercio internazionale di febbraio. Anche la seconda lettura dell'inflazione italiana non dovrebbe riportare revisioni.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana, sono in uscita le prime indagini di settore relative ad aprile, che dovrebbero confermare la debolezza del manifatturiero e una moderata espansione dei servizi. Le vendite di case esistenti e i nuovi cantieri residenziali di marzo sono attesi circa stabili.

14 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

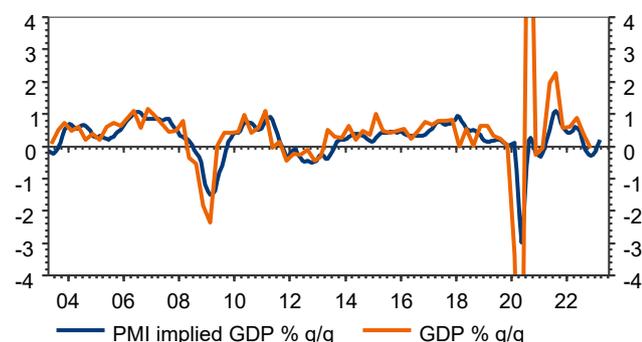
## Il punto

**Eurozona: probabile una crescita migliore delle attese nel 1° semestre dell'anno.** Sia i dati reali che le indagini di fiducia suggeriscono che l'attività economica tra il 1° e il 2° trimestre dell'anno possa risultare più forte del previsto. Al momento, le recenti tensioni finanziarie non sembrano aver avuto effetti sul morale di famiglie e imprese, e l'impatto sulle condizioni finanziarie e creditizie appare tutto sommato limitato. Permane, tuttavia, più incertezza sulla seconda metà del 2023, quando gli effetti della restrizione monetaria dovrebbero pesare maggiormente sul ciclo.

- Dopo la stagnazione registrata a fine 2022, **è probabile che l'economia dell'area euro sia tornata a crescere già a inizio 2023. Le indagini congiunturali** (sia i PMI che le survey diffuse dalla Commissione Europea) **sono compatibili con una crescita del PIL nell'intervallo 0,1-0,2% t/t** nel 1° trimestre (Fig. 1), e le componenti più prospettiche offrono **indicazioni incoraggianti sui mesi primaverili**, che dovrebbero essere confermate dalla prima tornata di indagini di aprile che è in calendario per la prossima settimana.
- Dopo lo scoppio della pandemia la capacità previsiva degli indici di fiducia si è ridotta, tuttavia **i dati reali relativi ai primi mesi dell'anno sembrano convalidare il quadro espansivo emerso dalle indagini**. I dati particolarmente negativi di dicembre lasciano una marcata eredità statistica sfavorevole sul 1° trimestre 2023, ma la produzione industriale è cresciuta per due mesi consecutivi, e i dati sull'output nell'edilizia sono coerenti con un contributo positivo delle costruzioni al valore aggiunto a inizio anno. Solo le vendite al dettaglio hanno confermato la debolezza in corso da oltre un anno. La disponibilità di dati reali sull'attività nei servizi è limitata. In ogni caso, **i dati su industria e consumi di beni suggeriscono la presenza di rischi verso l'alto sulla crescita del PIL, anche rispetto alle stime implicite nelle indagini di fiducia** (Fig. 2).
- Il miglioramento delle prospettive per il ciclo nel 1° semestre appare diffuso a tutte le principali economie. In **Germania** l'ampio rimbalzo dell'industria negli ultimi mesi, trainato proprio dai settori ad alta intensità di energia che beneficiano della moderazione dei prezzi energetici, dovrebbe permettere all'economia di tornare a crescere già a inizio anno (di 0,1-0,2% t/t, con rischi verso l'alto). In **Francia** l'impatto delle proteste per la riforma pensionistica dovrebbe risultare complessivamente modesto; questa settimana, in occasione della pubblicazione delle indagini di fine marzo, la *Banque de France* ha stimato una crescita del PIL allo 0,2% t/t nei primi tre mesi dell'anno. Restiamo piuttosto cauti sull'**Italia**, dove continuiamo ad attenderci un PIL stabile a inizio anno, dato che il recupero nell'industria è risultato meno accentuato che altrove negli ultimi mesi; in ogni caso, la ripresa dai minimi autunnali del morale di imprese e famiglie, nonché dell'indicatore coincidente Ita-coin della Banca d'Italia, suggeriscono anche in Italia la presenza di rischi al rialzo sulla crescita.
- **Le componenti relative alle aspettative delle indagini di fiducia puntano verso ulteriori progressi nel 2° trimestre.** Al momento non ci sono segnali tangibili che le recenti tensioni nel settore bancario extra-UE stiano generando una restrizione eccessiva delle condizioni finanziarie o creditizie, in un contesto in cui l'attività industriale dovrebbe continuare a beneficiare del calo dei prezzi energetici e delle minori problematiche negli approvvigionamenti. Inoltre, il progressivo recupero di potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe favorire una graduale ripresa della domanda per consumi interni.
- **Restiamo più cauti sul secondo semestre, quando gli effetti ritardati della restrizione monetaria si faranno più forti e diffusi.** Il rallentamento atteso negli Stati Uniti frenerà le esportazioni, e tale effetto potrebbe prevalere sull'impatto positivo della maggiore domanda dalla Cina. La crescita è attesa restare sotto il potenziale ma non ci aspettiamo una contrazione in quanto riteniamo che il calo dell'inflazione e la ripresa dei salari nominali favoriranno un maggiore supporto alla spesa per consumi (pur in contesto di possibile risalita del tasso di risparmio).

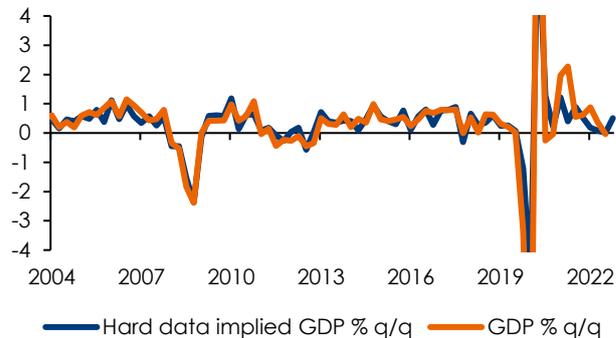
In sintesi, **abbiamo rivisto lievemente al rialzo le stime di crescita dell'attività economica nel 1° semestre, e viceversa al ribasso le attese per la seconda metà dell'anno.** Ne deriva una revisione al rialzo di un decimo, a 0,8%, della nostra stima di crescita del PIL nel 2023, e una conferma (a 1,4%) della previsione per l'anno prossimo.

**Fig. 1 - I PMI sono tornati su livelli espansivi a inizio 2023, e offrono indicazioni incoraggianti anche per il 2° trimestre**



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

**Fig. 2 - Anche i dati reali relativi ai primi mesi dell'anno suggeriscono che il PIL è tornato ad espandersi nel 1° trimestre**



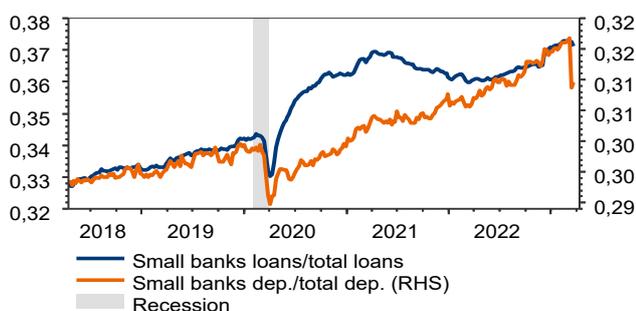
Nota: stima del PIL ottenuta sulla base dei dati reali mensili (utilizziamo le nostre previsioni per i dati non ancora pubblicati). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Stati Uniti – I verbali FOMC e i dati lasciano aperta la possibilità di un rialzo dei tassi a maggio, ma l'incertezza regna sovrana. I verbali della riunione del FOMC di marzo confermano la presenza di opinioni diverse all'interno del Comitato riguardo sia i rischi per lo scenario sia la preoccupazione per l'aumento dell'incertezza dopo la crisi bancaria. La convergenza verso il rialzo di 25pb è avvenuta partendo da due alternative opposte, considerate da due gruppi di partecipanti (tassi fermi o rialzo di 50pb) e si è formata bilanciando la necessità di continuare a combattere l'inflazione e quella di valutare le ricadute della crisi bancaria. Alla prossima riunione, l'incertezza sarà ancora elevata, con un bias per un ultimo rialzo. Ma, come a marzo, anche a maggio la decisione resterà incerta fino all'ultimo e verrà presa dopo una discussione prolungata.**

- I verbali dell'ultima riunione del FOMC sottolineano la rapidità con cui, nel giro di pochi giorni, è cambiato lo scenario economico e finanziario e, di conseguenza, quello della politica monetaria. In seguito alla crisi delle banche, sia lo staff sia il Comitato hanno modificato le previsioni di crescita e adeguato il sentiero atteso dei tassi. Tuttavia, nonostante l'incertezza, il **messaggio dei verbali evidenzia la costante preoccupazione per l'inflazione**, in un contesto di mercato del lavoro ancora forte, con l'indicazione che potrebbe essere necessaria "un po' di ulteriore restrizione". Pur in presenza di una notevole dispersione di opinioni, dai verbali emerge un modesto bias restrittivo: riteniamo che, potendo, il Comitato sarebbe propenso ad attuare un altro rialzo, forse non all'unanimità.
- Le **previsioni dello staff** sono state riviste verso il basso a ridosso della riunione, dopo essere invece state riviste verso l'alto nel mese precedente. Ora lo staff prevede come scenario centrale una **recessione "mite" più avanti nel 2023**, con una crescita inferiore al potenziale entro fine anno e un tasso di disoccupazione al di sopra della stima del livello di più lungo termine all'inizio del 2024. I partecipanti riportano che gli **sviluppi nel settore bancario** hanno influenzato il sentiero atteso sia per l'economia sia per i tassi, inducendoli a mantenere circa invariate le previsioni formulate a dicembre per i fed funds. Nonostante i segnali di persistenza dell'inflazione visti nei primi mesi dell'anno, collettivamente il Comitato segnala la necessità di solo "un po'" di ulteriore restrizione, prevedendo che la crisi bancaria generi una **restrizione del credito addizionale**, se pure ancora incerta come entità e durata.
- Nella **discussione sui tassi** emerge evidente una notevole **divergenza di opinioni**. "Diversi" partecipanti hanno considerato la possibilità di tenere i tassi fermi, ma hanno poi concluso che, con il rientro delle tensioni grazie agli interventi delle autorità, fosse opportuno attuare un rialzo di 25pb per via dell'inflazione elevata. Invece, "alcuni" partecipanti partivano dal presupposto di alzare di 50pb e sono poi approdati alla decisione a favore di un rialzo più modesto per via dell'incertezza collegata agli effetti della crisi bancaria. In sostanza, la **convergenza verso il rialzo di 25pb è avvenuta da due punti di partenza opposti**, rilevando la necessità di raccogliere più informazioni sull'evoluzione delle condizioni finanziarie, del credito bancario e dei dati macroeconomici.

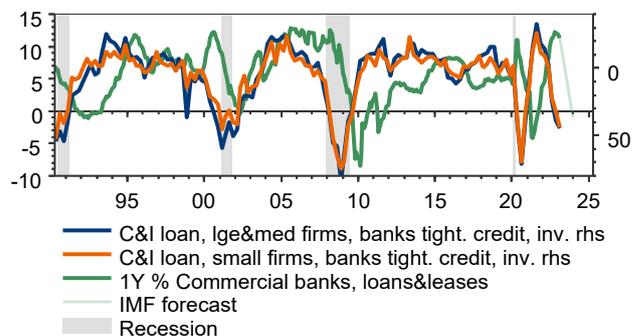
- Da qui in avanti le informazioni dei verbali devono essere integrate in tempo reale. Dal lato del **sistema bancario**, le informazioni dei bilanci delle banche e di quello della Fed segnalano stabilizzazione e superamento della fase di emergenza. Quindi, su questo fronte la Fed dovrà, almeno per ora, cercare di valutare l'eventuale accelerazione della restrizione delle condizioni e della disponibilità dei prestiti, da un lato, e della riduzione dei depositi, dall'altro.
- Sul fronte dei **dati**, le nuove informazioni del mercato del lavoro e dell'inflazione non sono univoche. I **non-farm payrolls** di marzo hanno segnalato una ripresa del trend di rallentamento della dinamica occupazionale e di moderazione salariale. Tuttavia, il **CPI di marzo** ha mostrato ancora l'assenza di una svolta della crescita dei prezzi dei servizi core ex-abitazione che lascia rischi elevati di persistenza dell'inflazione sui livelli attuali. I dati in uscita nelle prossime due settimane, prima del prossimo FOMC, probabilmente segnaleranno debolezza congiunturale (produzione industriale, vendite al dettaglio, indagini di settore) ma non dovrebbero essere determinanti per le opinioni dei partecipanti. Già alla riunione scorsa, lo scenario centrale era di "recessione mite" e i dati dovrebbero solo dare supporto alla previsione di indebolimento ciclico.
- **Le opinioni rivelate dai discorsi delle ultime settimane confermano la presenza di due "campi"**. Il primo, pur con diverse sfumature, è preoccupato principalmente per l'inflazione elevata e concentrato sulla necessità di ridurla a qualunque costo. Il secondo, invece, dà maggiore peso all'incertezza sulla restrizione del credito addizionale generata dagli strascichi della crisi bancaria sulla disponibilità del credito. Anche se l'evoluzione è ancora incerta, un primo assaggio di queste conseguenze si è visto con la Survey of Consumer Expectations della NY Fed, che ha riportato ad aprile un significativo aumento della difficoltà delle famiglie a reperire prestiti.
- Un ultimo tassello per lo scenario dei tassi verrà dalle **review del sistema bancario** in via di preparazione da parte della Fed e dell'FDIC, in pubblicazione il 1° maggio. A ridosso della prossima riunione, la Fed avrà un quadro più chiaro dei rischi per il sistema bancario nel suo complesso, e per le banche piccole e medie in particolare, con informazioni potenzialmente rilevanti per decidere se attuare una pausa o proseguire con un altro rialzo.
- La **previsione per l'esito del prossimo FOMC** è, per ora, estremamente incerta. A nostro avviso, è probabile che, di nuovo, si discuta fra due alternative: tassi fermi o rialzo di 25pb, in assenza di un chiaro consenso formato in anticipo su una delle due opzioni. Probabilmente, **il bias è ancora a favore di un rialzo**, ma le due ipotesi saranno entrambe saldamente sul tavolo. Riguardo al **sentiero successivo**, la nostra previsione è allineata con quella della Fed e vede una pausa almeno fino all'arrivo conclamato della recessione. Su questo punto, l'esperienza degli anni '70 dovrebbe spingere il Comitato a resistere alla tentazione di svoltare in tempi rapidi. È vero però che le recessioni causate o accelerate da eventi finanziari sono più dolorose di quelle puramente economiche, e l'incertezza dello scenario nel 2023 non può essere sottovalutata. Navigazione a vista, dunque, con un bias verso tassi più elevati di quelli scontati dal mercato.

#### Le banche di piccole dimensioni hanno un ruolo centrale nell'erogazione del credito



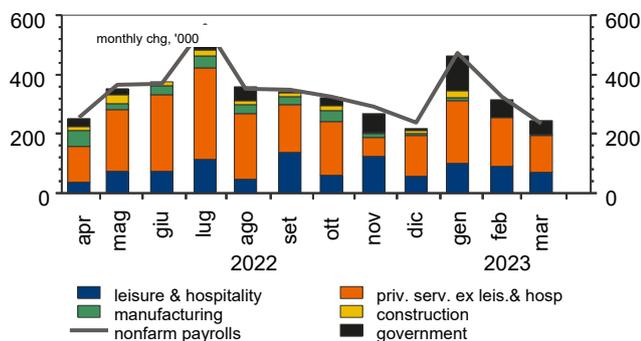
Fonte: Federal Reserve Board

#### Focus sull'evoluzione del credito bancario



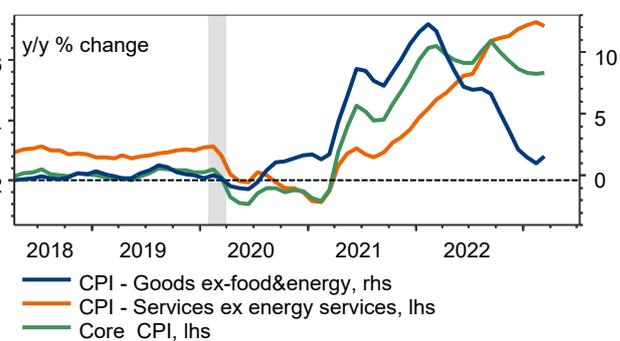
Fonte: Federal Reserve Board, previsioni FMI

**La dinamica occupazionale è di nuovo in rallentamento**



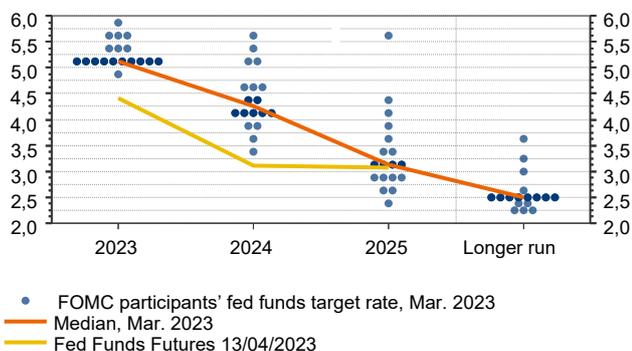
Fonte: BLS

**L'inflazione core rimane ostinatamente elevata**



Fonte: BLS

**Scenari dei tassi divergenti fra Fed e mercato**



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

**Proiezioni del FOMC: le revisioni all'inflazione giustificano un punto di arrivo più alto per i fed funds**

Variable	Median			
	2023	2024	2025	Longer run
<b>Real GDP</b>	<b>0.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>
Dec. projection	0.5	1.6	1.8	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>4.5</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.0</b>
Dec. projection	4.6	4.6	4.5	4.0
<b>PCE inflation</b>	<b>3.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Dec. projection	3.1	2.5	2.1	2.0
<b>Core PCE inflation</b>	<b>3.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	
Dec. projection	3.5	2.5	2.1	
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>				
<b>Federal funds rate</b>	<b>5.1</b>	<b>4.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>
Dec. projection	5.1	4.1	3.1	2.5

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

## I market mover della settimana

La settimana entrante vedrà la pubblicazione delle prime indagini di fiducia di aprile nell'**Eurozona**: lo ZEW tedesco e gli indici INSEE in Francia, nonché i PMI flash e la fiducia dei consumatori nel complesso dell'area euro, attesi confermare il miglioramento in corso dell'attività economica. In agenda in Eurozona anche la stima finale d'inflazione di marzo, che non dovrebbe offrire sorprese; la produzione nelle costruzioni, attesa in espansione per il secondo mese; e i dati sul commercio internazionale di febbraio. Anche la seconda lettura dell'inflazione italiana non dovrebbe riportare revisioni.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana, sono in uscita le prime indagini di settore relative ad aprile, che dovrebbero confermare la debolezza del manifatturiero e una moderata espansione dei servizi. Le vendite di case esistenti e i nuovi cantieri residenziali di marzo sono attesi circa stabili.

### Lunedì 17 aprile

#### Area euro

■ **Italia.** La **stima finale** dei prezzi al consumo dovrebbe confermare che a marzo l'**inflazione** è calata all'8,2% a/a dal 9,8% sull'indice armonizzato e a 7,7% a/a da 9,1% su quello nazionale. Anche la dinamica di fondo non dovrebbe registrare revisioni, confermando l'incremento di un decimo, a 6,4% a/a. Nelle nostre previsioni, il rallentamento dell'indice generale è atteso continuare nei prossimi mesi, e anche il punto di svolta per l'indice core potrebbe essere vicino.

#### Stati Uniti

■ L'indice **Empire della NY Fed** ad aprile è previsto a -20 da -24,6 di marzo, confermando il trend verso il basso in atto dal 2022. L'indagine dovrebbe mostrare persistente debolezza degli ordini, dell'attività e dell'occupazione. Le aspettative a 6 mesi a febbraio erano di stabilità per l'indice generale e di modesti aumenti per ordini, consegne e occupati. Sul fronte dei prezzi, gli indici di vendita e di acquisto si stanno normalizzando.

### Martedì 18 aprile

#### Area euro

■ **Germania.** L'indagine di fiducia **ZEW** condotta tra gli analisti finanziari dovrebbe beneficiare del ridimensionamento dei rischi sul fronte finanziario, nonché dei segnali di maggiore vivacità dell'industria tedesca. Dopo la correzione di marzo, vediamo un rialzo a 15 da 13 per l'indice relativo alle aspettative e a -42 da -46,5 per quello sulla situazione corrente.

#### Stati Uniti

■ I **nuovi cantieri residenziali** a marzo dovrebbero stabilizzarsi a 1,43 mln da 1,45 mln di febbraio. Il trend di ripresa della fiducia dei costruttori, iniziato a dicembre, sta rallentando, e le aspettative di vendite di case fra 6 mesi ha segnato una battuta di arresto, dopo 4 aumenti consecutivi. Le **licenze** dovrebbero correggere a 1,5 mln da 1,55 mln.

### Mercoledì 19 aprile

#### Area euro

■ **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** è vista crescere per il secondo mese a febbraio, ancora sostenuta da condizioni meteorologiche più favorevoli rispetto alla media stagionale. I dati nazionali già pubblicati hanno già registrato ampi progressi in Germania, Francia, Belgio e Austria. Stimiamo un incremento di 1% m/m per il complesso dell'Eurozona da un precedente 3,9%, che lascerebbe l'output in rotta per un'espansione nel 1° trimestre dell'anno.

■ **Area euro.** La **stima finale d'inflazione** di marzo non dovrebbe fornire revisioni significative. La lettura flash ha registrato un calo al 6,9% a/a da un precedente 8,5% trainato dal contributo

negativo della componente energetica. In termini prospettici saranno da monitorare con particolare attenzione i prezzi delle singole componenti di beni industriali e servizi: l'inflazione core ha infatti accelerato di un decimo al 5,7% a/a (al 7,5% per la misura al netto di alimentari freschi ed energia).

## Giovedì 20 aprile

### Area euro

- **Francia.** L'indice INSEE di **fiducia manifatturiera** di aprile è previsto restare al di sopra della media storica e salire di un punto, a 105, dopo la correzione registrata a marzo. Le rilevazioni di marzo non hanno risentito in misura significativa degli scioperi (su base settoriale i più colpiti sono stati i servizi e i comparti industriali non manifatturieri), e le più recenti indagini della Banque de France hanno evidenziato una riaccelerazione dell'attività attesa a inizio aprile.
- **Area euro.** Il **saldo commerciale** (non destagionalizzato) dovrebbe registrare un ridimensionamento del disavanzo a febbraio, stimiamo a -8 miliardi da -30,6 miliardi del mese precedente. Oltre alla stagionalità favorevole, il calo dei prezzi del gas e il minor ricorso a importazioni sostitutive di input ad alta intensità energetica dovrebbero ridurre le pressioni sulla bilancia commerciale, attesa tornare in avanzo nel corso del 1° semestre dell'anno.
- **Area euro.** La stima flash dell'indice di **fiducia dei consumatori** di aprile è attesa circa stabile a -19 dopo la correzione a -19,2 del mese precedente. Nonostante il calo dei prezzi dell'energia e un mercato del lavoro ancora robusto, il morale dei nuclei famigliari dovrebbe rimanere al di sotto della media di lungo periodo, appesantito da redditi reali ancora in contrazione e dall'aumento in corso del costo del servizio del debito.

### Stati Uniti

- L'indice della **Philadelphia Fed** è previsto a -22 ad aprile, da -23,2 di marzo. L'indagine a marzo aveva dato segnali di stabilizzazione su livelli negativi, con indicazioni di debolezza attesa anche sull'orizzonte a 6 mesi. Come per le altre indagini, si dovrebbe continuare a rilevare ulteriore miglioramento delle strozzature all'offerta e stabilizzazione degli indici di prezzo su livelli vicini alla media storica.
- Le **vendite di case esistenti** a marzo dovrebbero mantenersi in linea con i livelli recenti, correggendo a 4,55 mln da 4,58 mln di febbraio. I contratti di compravendita si sono stabilizzati dopo due mesi di rialzi, associati al calo dei tassi sui mutui, all'incremento delle richieste di nuovi mutui e all'aumento delle scorte di case in vendita visti a fine 2022.

## Venerdì 21 aprile

### Area euro

- **Area euro.** I **PMI flash** di aprile dovrebbero confermare un quadro di crescita moderata a inizio primavera. Dopo l'ampia e inattesa flessione del mese precedente, stimiamo un rimbalzo del PMI manifatturiero a 48,5 da un precedente 47,3 (l'indice sulla produzione potrebbe attestarsi su livelli espansivi per il terzo mese). Il PMI servizi potrebbe invece correggere a 54,8 dopo che la lettura di marzo è stata rivista al ribasso di oltre mezzo punto a 55 (su livelli ancora compatibili con una crescita del valore aggiunto nel settore). Nel complesso il PMI composito è atteso poco variato a 53,9 da 53,7 precedente, su livelli coerenti con una crescita moderata del PIL nel 2° trimestre.

### Stati Uniti

- Il **PMI manifatturiero flash** ad aprile dovrebbe mantenersi in territorio marginalmente recessivo, scendendo a 49,1 da 49,2 di marzo, con una stabilizzazione degli ordini poco sotto 50 e un ulteriore indebolimento dell'indice occupazione, da 51,9 di marzo. Il **PMI dei servizi** è previsto sempre in area espansiva, se pure su un livello marginalmente inferiore, a 52 da 52,6 di marzo, con l'occupazione e la nuova attività ancora sopra 50.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (17 – 21 aprile 2023)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 17/4	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	mar	prel -0.3	%	-0.3
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		mar	prel 8.2	%	8.2
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	mar	prel 0.8	%	0.8
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		mar	prel 7.7	%	7.7
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	apr	-24.6		-15.0
	16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		apr	44		
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		feb	31.9	Mld \$	
Mar 18/4	04:00	CN	PIL s.a. t/t		T1	0.0	%	2.2
	04:00	CN	PIL cumulato a/a		T1	3.0	%	
	04:00	CN	PIL a/a	*	T1	2.9	%	4.0
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	mar	3.5	%	
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	mar	5.5	%	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		mar	3.6	%	
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		mar	2.4	%	
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		mar	2.4	%	
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		feb	3.7	%	3.8
	08:00	GB	Retribuzioni medie		feb	5.7	%	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		feb	-4.2	Mld €	
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		feb	-2.8	Mld €	
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		apr	-46.5		-41.0
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	apr	13.0		15.0
14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	mar	1.450	Mln	1.400	
14:30	USA	Licenze edilizie		mar	1.550	Mln	1.500	
Mer 19/4	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		feb	prel 4.5	%	
	08:00	GB	CPI m/m		mar	1.1	%	
	08:00	GB	CPI a/a	*	mar	10.4	%	9.8
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	mar	prel 0.9	%	0.9
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		mar	prel 7.5	%	7.5
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	mar	prel 6.9	%	6.9
Gio 20/4	01:50	GIA	Bilancia commerciale		mar	-898.1	Mld ¥ JP	-1294.8
	03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	apr	4.3	%	
	03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	apr	3.7	%	
	08:00	GER	PPI a/a		mar	15.8	%	
	08:00	GER	PPI m/m		mar	-0.3	%	-0.3
	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	apr	104		105
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	239	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.810	Mln	
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	apr	-23.2		-22.0
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		mar	-0.3	%	-0.2
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		mar	4.58	Mln	4.49
	16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	apr	-19.2		-18.0
Ven 21/4	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	mar	3.1	%	3.1
	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	mar	3.3	%	
	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		apr	49.2		
	09:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		mar	-3.5	%	
	09:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	mar	1.2	%	-0.2
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	apr	53.9		53.5
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	apr	47.3		48.0
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	apr	53.7		53.5
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	apr	44.7		45.5
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	apr	55.0		54.5
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	apr	53.7		53.9
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	apr	47.3		48.0
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	apr	52.9		52.5
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	apr	47.9		48.4
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	apr	52.6		
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	apr	49.2		49.1
15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		apr	52.3		52.0	

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

**Calendario degli eventi (17 – 21 aprile 2023)**

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun	17/4	15:00 GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
Mar	18/4	19:00 USA	Discorso di Bowman (Fed)
Mer	19/4	15:25 EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		18:00 EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		18:30 GB	Discorso di Mann (BoE)
		20:00 USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		23:30 USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
Gio	20/4	01:00 USA	Discorso di Williams (Fed)
		13:30 EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di marzo
		14:45 USA	Discorso di Waller (Fed)
		15:15 EUR	Discorso di Visco (BCE)
		17:00 EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		18:00 USA	Discorso di Waller (Fed)
		18:20 USA	Discorso di Mester (Fed)
		21:00 USA	Discorso di Bowman (Fed)
		23:00 USA	Discorso di Bostic (Fed)
Ven	21/4	22:35 USA	Discorso di Cook (Fed)
		GB	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito
		GRE	* S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano della Grecia
		ITA	* S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		OLA	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dei Paesi Bassi
		GB	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito
		FRA	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Francia
		IRL	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Irlanda
		EUR	* Riunione Eurogruppo
		UE	* Riunione Ecofin

Note: (\*\*) molto importante; (\*) importante

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	mar	0,4		%	0,2
CPI a/a	mar	6,0		%	5,2
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	mar	5,5		%	5,6
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	mar	0,5		%	0,4
Richieste di sussidio	settim	228		x1000	232
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.823		Mln	1.814
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	mar	0,2	(0,0)	%	0,3
PPI m/m	mar	0,0	(-0,1)	%	0,0
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	mar	-0,1		%	-0,3
Vendite al dettaglio m/m	mar	-0,4		%	-0,4
Prezzi all'import m/m	mar	-0,1		%	-0,1
Produzione industriale m/m	mar	0,0		%	0,2
Impiego capacità produttiva	mar	79,1	(78,0)	%	79,0
Scorte delle imprese m/m	feb	-0,1		%	0,3
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	apr	62,0			62,0

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

Il **CPI a marzo è aumentato di 0,1% m/m** (5% a/a, dal picco di 9,1% a/a a giugno), dopo 0,4% m/m del mese precedente. L'energia ha registrato una flessione di -3,5% m/m (-6,4% a/a) spinta verso il basso da tutte le componenti (benzina: -4,6% m/m, -17,4% a/a). Per gli alimentari, la variazione è stata nulla, con un calo di -0,3% m/m per quelli consumati a casa, e un rialzo della ristorazione ancora preoccupante per il sentiero dei prezzi (0,6% m/m, 8,4% a/a).

L'**indice core ha registrato una variazione di 0,4% m/m, dopo 0,45% m/m a febbraio**, segnalando una stabilizzazione dei rialzi intorno a 0,4% m/m da inizio 2023. La variazione tendenziale, a 5,6% a/a (da 5,5% a/a di febbraio), indica sia la persistenza dell'inflazione su livelli elevati sia l'interruzione del trend verso il basso visto nella seconda metà del 2022.

I **beni core hanno prezzi in modesto aumento su base mensile** (0,2% m/m, 1,5% a/a), e confermano che la fase di contrazioni si è interrotta, con il ritorno a un sentiero in linea con la regolarità pre-pandemica di variazioni moderate senza un trend significativo. Gli aumenti di abbigliamento (0,3% m/m, 3,3% a/a), auto nuove (0,4% m/m, 6,1% a/a), medicinali (0,6% m/m, 3,6% a/a) e arredamento (0,4%, 5,8% a/a), sono controbilanciati da un'altra inattesa correzione per le auto usate (-0,9% m/m, -11,2% a/a) e dal calo per istruzione e comunicazione (-0,5% m/m, -10,2% a/a).

I **servizi core ex-energia**, in aumento di 0,4% m/m (7,1% a/a), registrano una dinamica mensile in rallentamento rispetto ai mesi precedenti e restano su un trend verso il basso rispetto alla parte centrale del 2022. I dati mostrano un cambiamento di passo importante nella distribuzione delle variazioni fra sottosettori. I **servizi abitativi** vedono un rialzo di "solo" 0,6% m/m (8,2% a/a), in rallentamento da una media di 0,75% m/m precedente. Nel comparto abitazione, si vede finalmente una dinamica più contenuta dell'affitto per la residenza (0,6% m/m, 8,3% m/m), con rialzi di 0,5% m/m sia per gli affitti, sia per gli affitti figurativi. Il **resto dell'indice dei servizi core è una combinazione di voci in rialzo e in calo, con una prevalenza di variazioni positive ed elevate**. I trasporti registrano un incremento di 1,4% m/m (13,9% a/a), spinti dal rimbalzo delle tariffe aeree (4% m/m), della manutenzione e delle assicurazioni. I servizi sanitari (-0,5% m/m, 1% a/a) sono frenati dal calo delle assicurazioni sanitarie (-4,2% m/m) dovuto alla metodologia di rilevazione diversa da quella del deflatore, che si protrarrà per tutto l'anno. I **servizi ricreativi restano in crescita rapida**, con un rialzo di 0,9% m/m (5,8% a/a). Anche gli "altri servizi personali" preoccupano, con una variazione di 0,5% m/m (5,3% a/a). Diverse voci del comparto altri servizi vedono incrementi significativi e superiori alla media delle altre categorie. Nel complesso, **i dati danno indicazioni di persistenti pressioni inflazionistiche nel comparto dei servizi core ex-abitazione**.

La dinamica mensile core nei prossimi mesi potrebbe rallentare ulteriormente per via della svolta attesa nel comparto "pesante" dell'abitazione. Tuttavia, i prezzi dei **servizi core ex-abitazione**, legati all'andamento dei salari e all'eccesso di domanda di lavoro, non danno segni di

ritracciamento e si mantengono su un trend non coerente con un rallentamento dell'inflazione. I dati del CPI di marzo, pur mostrando una stabilizzazione della dinamica mensile, sia per il CPI core sia per i servizi ex-energia, danno **informazioni non particolarmente incoraggianti**. Infatti, a fronte di un significativo rallentamento della crescita degli affitti, non si rileva un indebolimento dei prezzi dei servizi core, indicando che nel segmento core ex-abitazione i prezzi sono in accelerazione.

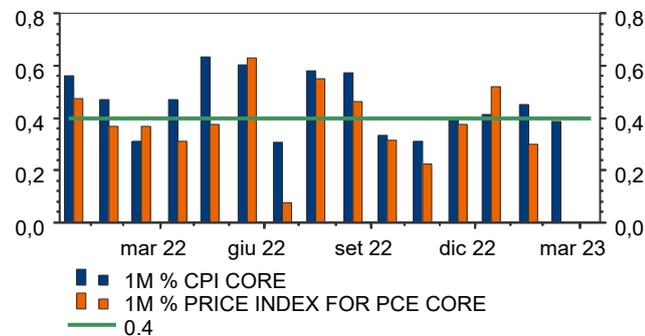
I dati settimanali del **bilancio della Fed** al 12 aprile confermano la stabilizzazione delle tensioni sul sistema bancario. I prestiti erogati attraverso la finestra di sconto sono calati di circa 3 mld a 68 mld e l'utilizzo del Bank Term Funding Program è in flessione a 72 mld (da 79 mld). Dal lato del passivo, si registra un ulteriore incremento dei reverse repo (+61 mld), associato al persistente deflusso dai depositi bancari e ai fondi di mercato monetario, a fronte di una correzione delle riserve e del conto di tesoreria.

L'**Atlanta Wage Tracker** a marzo ha registrato una riaccelerazione, con un aumento di 6,4% da 6,1% di febbraio. La crescita dei salari è in larga misura da attribuire ai "job-switchers", per cui la variazione è passata da 6,7% a 7,3%, mentre per i "job-stayers", l'aumento a marzo è di 5,9% da 5,8% del mese precedente.

Il **PPI** a marzo ha registrato un calo di -0,5% m/m, con una correzione di -1% m/m per i beni e di -0,5% m/m per i servizi. Le informazioni relative alle componenti rilevanti per il deflatore dei consumi tuttavia mostrano persistente pressione, con incrementi significativi per le tariffe aeree e per i servizi medici. La debolezza nel comparto dei servizi finanziari, collegata al calo dei prezzi delle attività finanziarie nei mesi scorsi, dovrebbe frenare solo temporaneamente la dinamica del deflatore, ed essere comunque giudicata non rilevante per il quadro delle pressioni da eccesso di domanda.

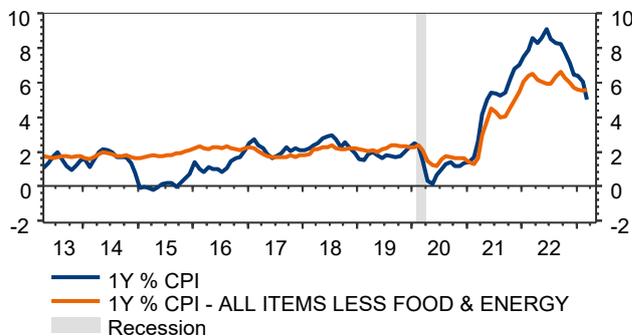
Le richieste di **nuovi sussidi di disoccupazione** all'8 aprile hanno mostrato un ulteriore aumento, a 239 mila, da 228 mila della settimana precedente, confermando il trend verso l'alto in atto da febbraio e segnalando un **possibile punto di svolta per il mercato del lavoro**.

**Inflazione core sempre lontana dalla stabilità dei prezzi**



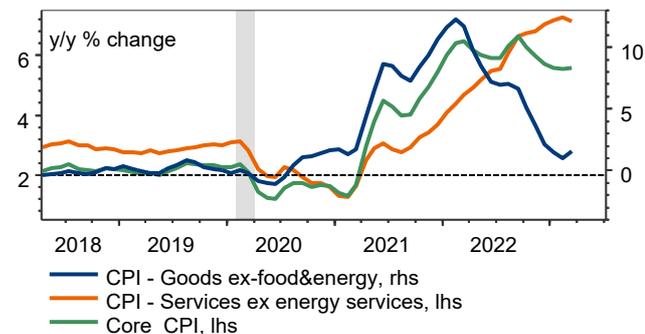
Fonte: BLS, BEA

**L'inflazione core rimane elevata**



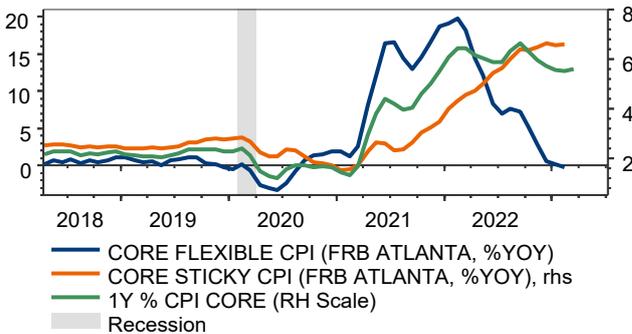
Fonte: BLS

**I prezzi dei beni core hanno smesso di scendere, nei servizi le pressioni sono ancora verso l'alto**



Fonte: BLS

**I prezzi dei servizi danno inerzia al trend complessivo**



Fonte: BLS, Atlanta Fed

## Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	feb	9.5	%	-7.8

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

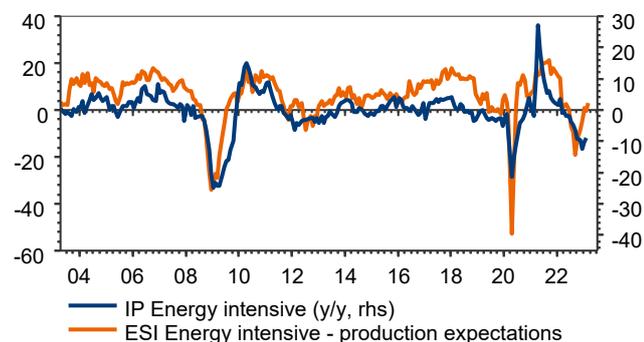
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Vendite al dettaglio m/m	feb	0.8 (0.3)	%	-0.8
EUR	Produzione industriale m/m	feb	1.0 (0.7)	%	1.0
FRA	IPCA m/m finale	mar	0.9	%	0.9
FRA	IPCA a/a finale	mar	6.6	%	6.7
FRA	CPI m/m Ex Tob	mar	1.1	%	0.7
GER	CPI m/m finale	mar	0.8	%	0.8
GER	CPI a/a finale	mar	7.4	%	7.4
GER	IPCA m/m finale	mar	1.1	%	1.1
GER	IPCA a/a finale	mar	7.8	%	7.8
ITA	Produzione industriale m/m	feb	-0.5 (-0.7)	%	0.5
SPA	IPCA a/a finale	mar	3.1	%	3.1

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

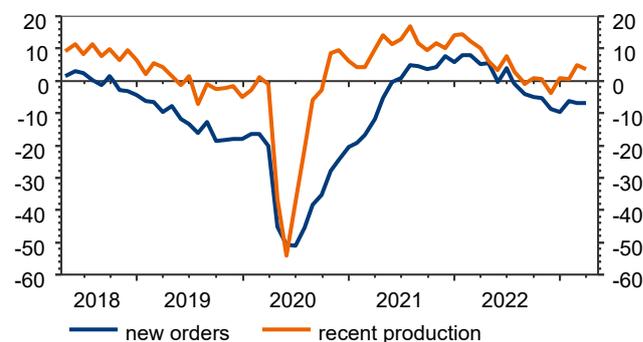
**Area euro. La produzione industriale** è cresciuta di 1,5% m/m (2% a/a), in accelerazione da 1% (rivisto al rialzo da 0,7%) registrato a gennaio (era dallo scorso settembre che l'output non si espandeva per due mesi consecutivi). Il progresso congiunturale di febbraio rispetto al mese precedente è trainato dai beni strumentali (2,2% da 0,1%) ma diffuso anche a intermedi (1,1% da 1,5%) ed energia (1,1% da -0,2%). Più deboli le indicazioni provenienti dall'output di beni di consumo: rimbalzano quelli non durevoli (1,9% da -2,1%) dopo essere però calati marcatamente nei due mesi precedenti mentre rimangono sostanzialmente stagnanti i durevoli (0,2% da -0,5%). La produzione potrebbe tornare a calare a marzo ma anche ipotizzando una moderata flessione l'industria dovrebbe contribuire positivamente (fino a due decimi) alla crescita del valore aggiunto nel 1° trimestre suggerendo la presenza di rischi al rialzo sul PIL. L'industria potrebbe espandersi anche durante la primavera grazie alla normalizzazione delle condizioni di offerta mentre per una più significativa riaccelerazione nel 2° semestre saranno necessarie maggiori indicazioni di ripartenza della domanda che al momento ancora stentano ad emergere.

#### Il calo dei prezzi del gas dovrebbe permettere un recupero dell'output nei settori più energivori



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin

#### La produzione è sostenuta dalla normalizzazione dell'offerta ma la domanda è ancora debole



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

**Area euro. Le vendite al dettaglio** sono tornate a calare a febbraio, di -0,8% m/m (-3% a/a) da un precedente 0,8% m/m (rivisto da 0,3%), per via di una riduzione degli acquisti di carburanti (-1,4% m/m), prodotti alimentari (-0,6%) e non alimentari (-0,7%). Il dato lascia le vendite in rotta

per una contrazione anche nel 1° trimestre del 2023 (sarebbe la quinta consecutiva) confermando le indicazioni di debolezza per i consumi di beni emerse dai dati di attività industriale.

**Germania.** La **stima finale dei prezzi al consumo** di marzo ha confermato la crescita di +0,8% m/m sulla misura nazionale e di +1,1% su quella armonizzata; la tendenza annua è stata confermata in calo al 7,4% a/a dall'8,7% sul CPI e al 7,8% a/a dal 9,3% sull'IPCA. Nel nostro scenario previsivo l'inflazione headline armonizzata dovrebbe continuare a calare nei prossimi mesi fino a raggiungere il 2,4% a fine anno. L'inflazione al netto di alimentari ed energia è al contrario salita di un decimo al 5,8% a/a.

**Francia.** La crescita dei **prezzi al consumo** è stata rivista al rialzo di un decimo a marzo sia sull'indice armonizzato che su quello nazionale (rispettivamente a 1% e 0,9% m/m). Si conferma comunque il calo dell'inflazione rispetto a febbraio (6,7% a/a da 7,3% l'armonizzato e 5,7% da 6,3% il nazionale); anche in Francia, seppur in ritardo rispetto al resto dell'Eurozona, la crescita annua dei prezzi sembra aver superato il punto di massimo. Riteniamo che l'inflazione francese possa calare ancora nei prossimi mesi, seppur più lentamente rispetto alle altre principali economie dell'area euro, e attestarsi al 2,8% a dicembre. Non è stato ancora toccato un picco per l'inflazione core, che è salita di un decimo al 6,2% a/a trainata dal rincaro dei beni manufatti, ma una svolta potrebbe essere imminente.

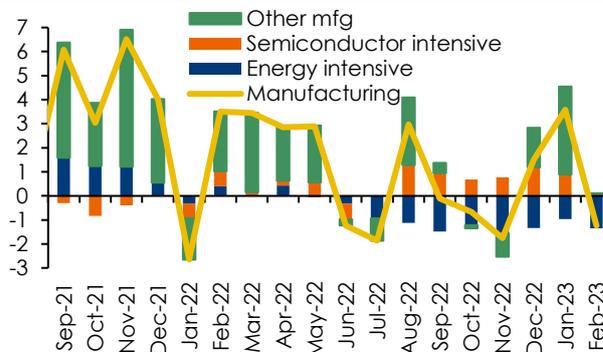
**Italia.** La **produzione industriale** ha sorpreso al ribasso, calando di -0,2% m/m dopo il -0,5% di gennaio (rivisto da -0,7%). Su base annua (corretta per gli effetti di calendario), l'output è tornato in territorio negativo, passando da +1,6% a -2,3% (seconda lettura più bassa degli ultimi 12 mesi). Il calo è diffuso a tutti i principali raggruppamenti di industrie ad esclusione dell'energia. La flessione, ancor più marcata nel solo settore manifatturiero (-0,7% m/m), è trainata principalmente da raffinazione (-11,1% m/m), legno, carta e stampa (-3,3%) e alimentare (-2,2%). In questa fase, l'industria in Italia sembra beneficiare meno che in altri Paesi dell'Eurozona del contro-shock sui fattori di offerta (moderazione dei prezzi energetici e normalizzazione delle catene produttive) - vista la minor rilevanza dei settori ad alta intensità di energia e di semiconduttori - nonché della ripresa della domanda dalla Cina; inoltre, i comparti energivori stanno beneficiando del calo dei prezzi del gas meno che altrove, probabilmente a causa di interventi governativi meno pervasivi e di un maggiore ritardo nella trasmissione dei prezzi all'ingrosso dell'energia sugli utenti finali. I dati recenti sono coerenti con la nostra stima di un PIL stabile nel 1° trimestre 2023 e in crescita di 0,2% t/t dalla primavera; i rischi al rialzo su tale profilo paiono al momento più contenuti che negli altri maggiori Paesi dell'Eurozona.

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



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

**I comparti energivori continuano a contribuire negativamente alla dinamica annua della produzione industriale**



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

**Italia.** Nel 4° trimestre del 2022 i **permessi di costruire** nel comparto residenziale hanno registrato un rimbalzo assai modesto dopo l'ampia flessione dei tre mesi precedenti, sia per quanto riguarda il numero di nuove abitazioni (0,4% da -14,9% t/t) che la superficie abitabile (0,7% da -12,3% t/t). La crescita tendenziale è rimasta in territorio ampiamente negativo (-10,7% e -8,1%, rispettivamente, per quanto riguarda numero di abitazioni e superficie). Viceversa, i permessi nel comparto non residenziali sono tornati a crescere, del 4% su base congiunturale, dopo due trimestri di contrazione (-7,9% t/t nei mesi estivi), ed è tornata in positivo anche la variazione annua (a 16,1% da -10,6%). In sintesi, dopo un robusto 2021 e una ancor solida prima metà del 2022, l'edilizia residenziale ha iniziato a risentire degli effetti della restrizione monetaria, attesi pesare sull'attività anche nei prossimi trimestri. Sull'edilizia non residenziale si cominciano a vedere gli effetti dell'accelerazione della spesa infrastrutturale prevista dal PNRR.

### Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	mar	-0.5		% 0.0	-0.3
CPI a/a	mar	1.0		% 1.0	0.7
PPI a/a	mar	-1.4		% -2.5	-2.5
M2 a/a	mar	12.9		% 12.7	12.7
Nuovi prestiti bancari (flusso)	mar	1810	Mld ¥ CN	3235	3890
Finanza sociale aggregata (flusso)	mar	3160	Mld ¥ CN	4500	5380
Esportazioni in USD a/a	mar	-6.8		% -7.0	14.8
Importazioni in USD a/a	mar	-10.2		% -5.0	-1.4
Bilancia commerciale USD	mar	116.88	Mld \$	39.20	88.19

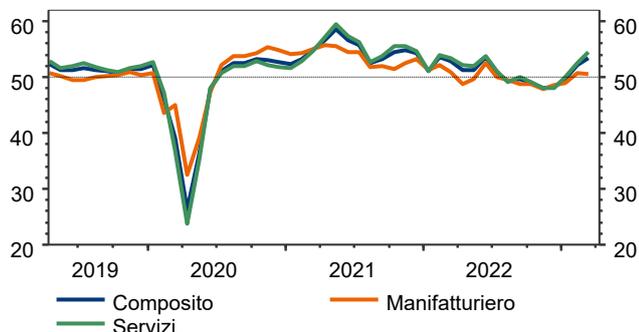
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è scesa da 1% a/a in febbraio a 0,7% a/a in marzo, rispetto ad attese di stabilità. La discesa è stata guidata principalmente dal calo dei prezzi degli alimentari (-1,4% m/m e 2,4% a/a in marzo, da 2,6% a/a in febbraio) e dei trasporti (-0,4% m/m e -1,9% a/a in marzo, da zero in febbraio), seguito dai servizi e articoli per la famiglia e dai servizi per l'abitazione, mentre negli altri comparti l'inflazione è aumentata solo marginalmente. La discesa continua ad essere trainata dal comparto dei beni, dove l'inflazione è rallentata da 1,2% a/a in febbraio a 0,5% a/a in marzo, mentre la tendenza dei prezzi è lievemente salita nel comparto dei servizi (da 0,6% a/a in febbraio a 0,8% a/a in marzo). L'**inflazione core** ha registrato un marginale aumento da 0,6% a/a in febbraio a 0,7% a/a in marzo, guidata dal comparto dell'abbigliamento e dai servizi. La deflazione dei **prezzi alla produzione** si è invece ampliata, da -1,4% a/a in febbraio a -2,5% a/a in marzo, principalmente a causa di un effetto base sfavorevole, mentre il livello dei prezzi negli ultimi due mesi si è stabilizzato. Nonostante le attese di un aumento, in particolare nella seconda metà dell'anno, le rilevazioni molto basse dei primi mesi dell'anno contribuiranno a mantenere contenuta l'inflazione dei prezzi al consumo in media annua, ben al di sotto del target del 3% indicato dal Governo.

I dati in dollari relativi al **commercio estero** di marzo sono stati superiori alle attese di consenso. Le **esportazioni**, dopo un calo di -1,3% a/a in febbraio, sono balzate del 14,8% a/a, spinte soprattutto dalla dinamica sostenuta dell'export verso l'area ASEAN-6 (+36,5% a/a), mentre quella verso gli altri maggiori partner commerciali è rimasta negativa in termini tendenziali seppur in miglioramento dai minimi di fine anno. Notevole anche il balzo delle esportazioni verso la Russia (+136,4% a/a), che in marzo hanno di poco superato i 9 miliardi di dollari (Germania: 9,4 miliardi). Il miglioramento dell'export potrebbe però non essere duraturo e riflettere in gran parte la continua normalizzazione della capacità logistica dopo le vacanze per il Capodanno cinese. Le **importazioni** sono scese di -1,4% a/a in marzo, dopo un aumento del 4,2% a/a in febbraio, registrando un rallentamento dell'import dalle tre principali economie dell'area euro (Germania, Francia, Italia) e Stati Uniti, e viceversa un calo dall'area ASEAN-6 e in particolare dal Giappone (-12,3% a/a). I pochi dati disponibili evidenziano in marzo un aumento in volume delle importazioni di materie prime (petrolio, ferro, rame, acciaio), una diminuzione di quelle di cereali e una stabilizzazione dei circuiti integrati.

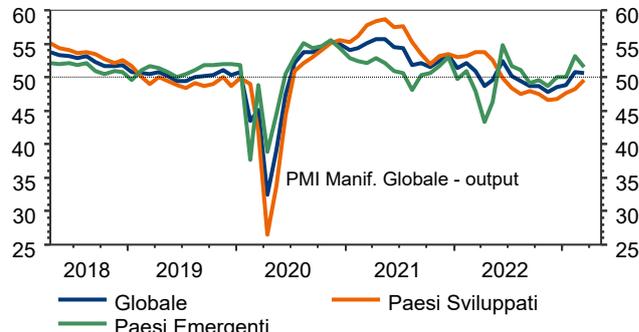
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



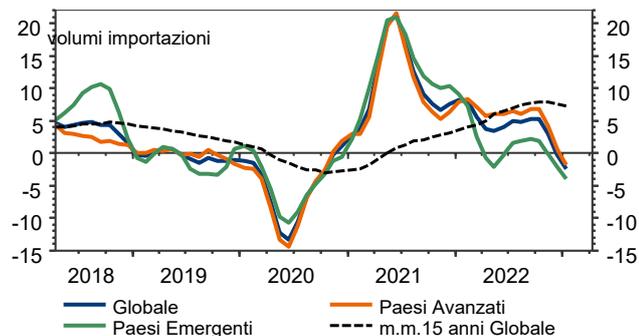
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



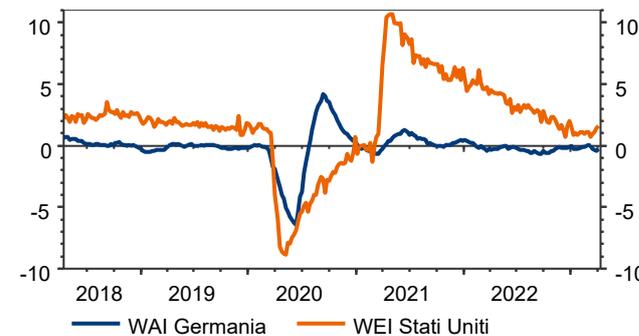
Fonte: S&P Global

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



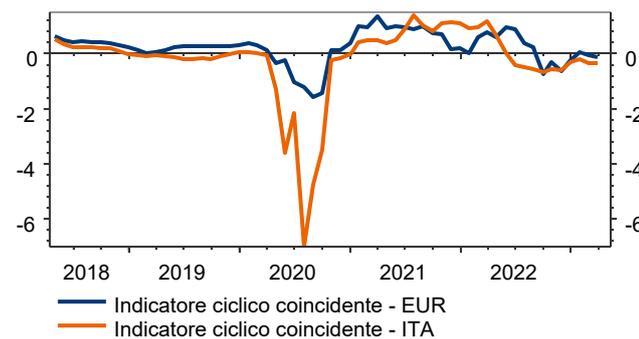
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



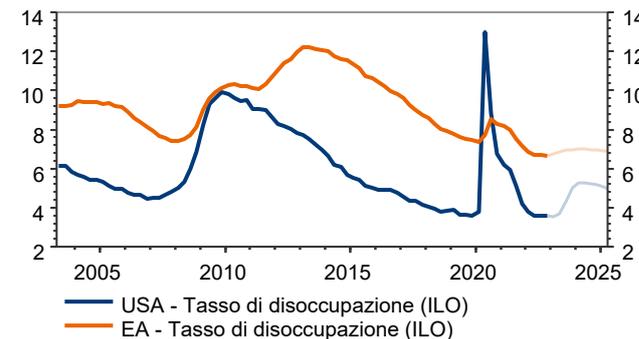
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

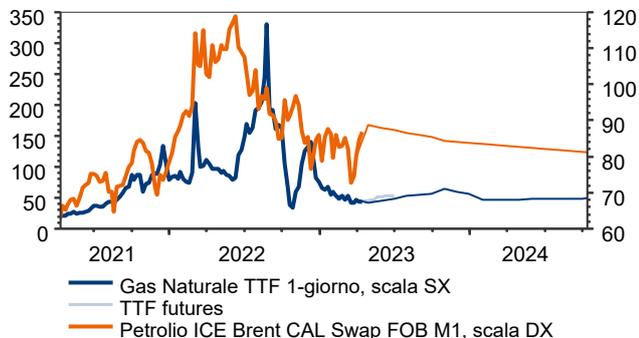
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

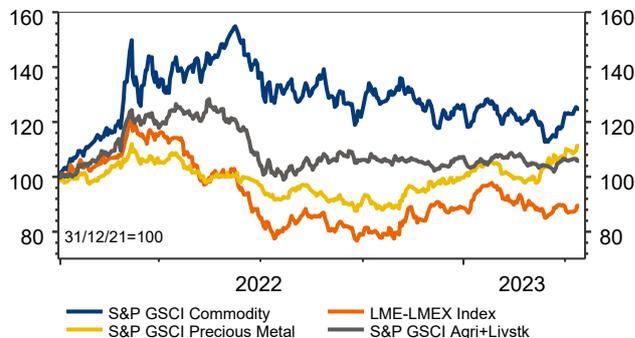
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



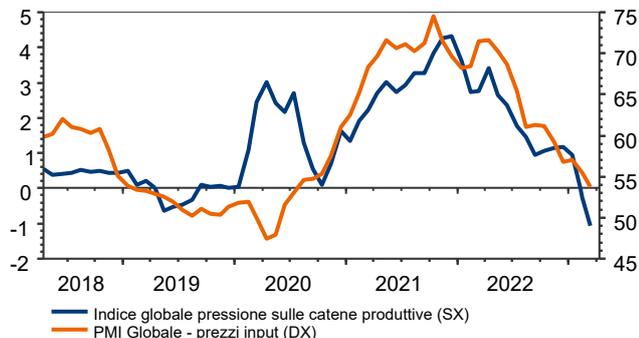
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



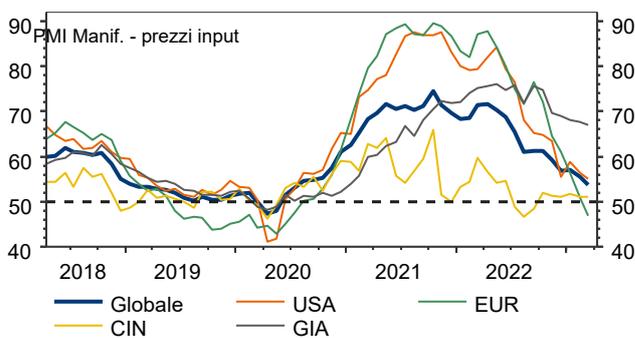
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



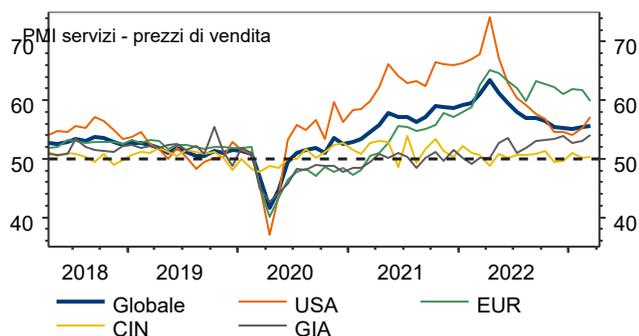
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



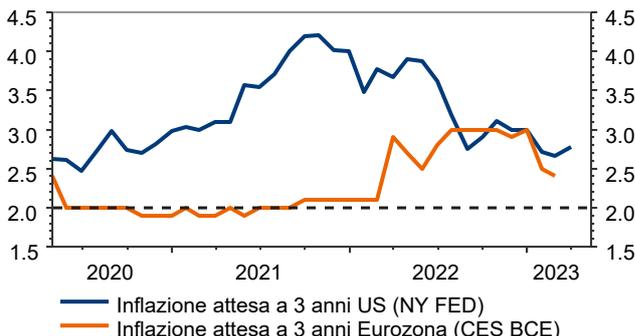
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

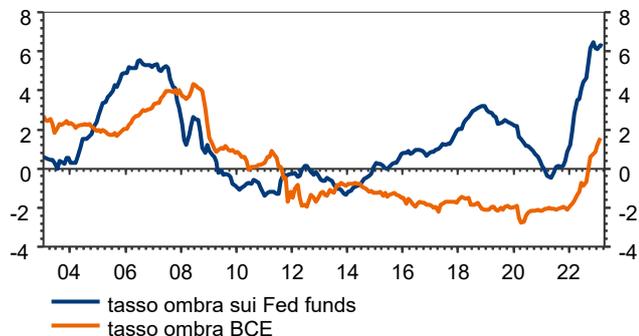
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

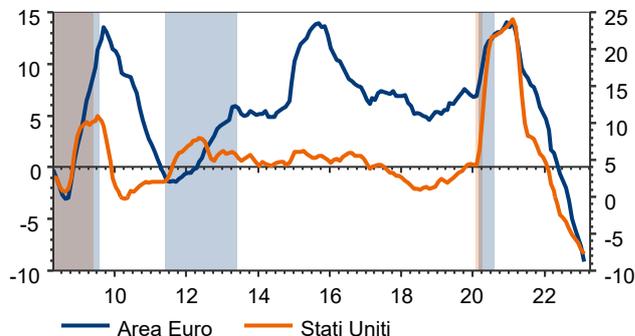
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



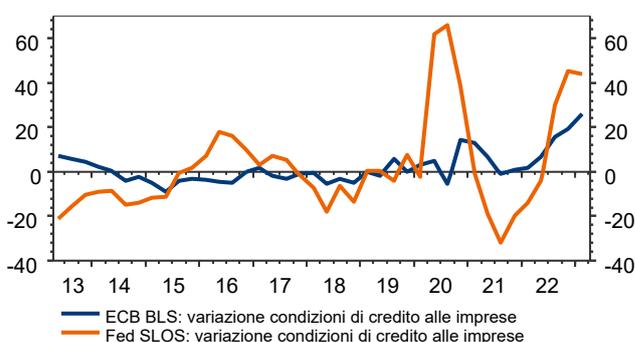
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



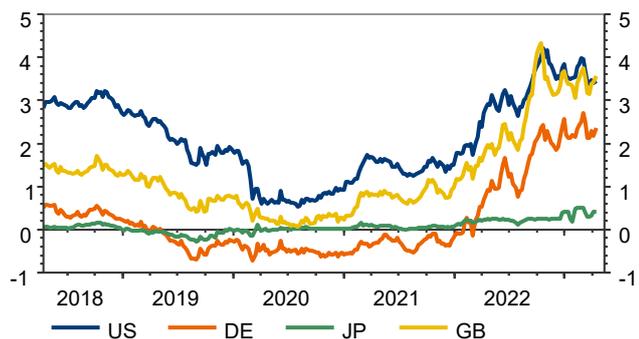
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



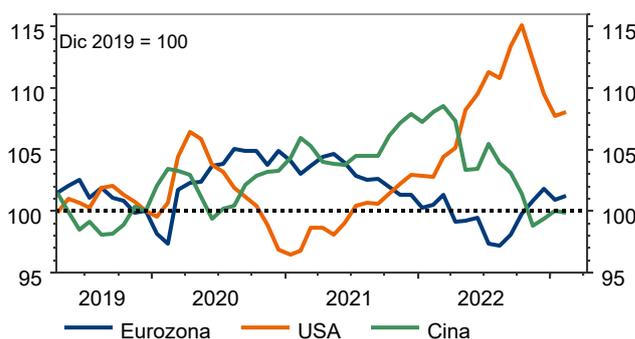
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

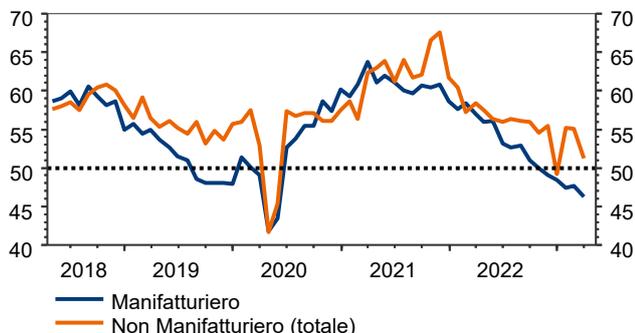
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

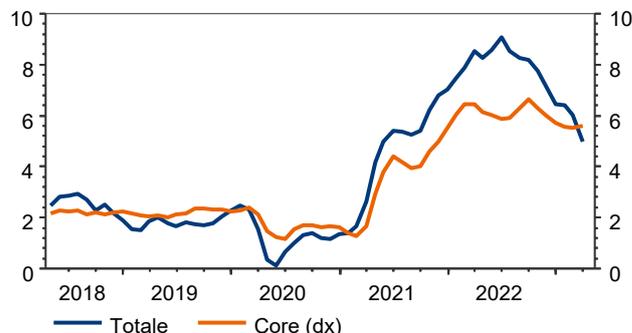
## Stati Uniti

### Indagini ISM



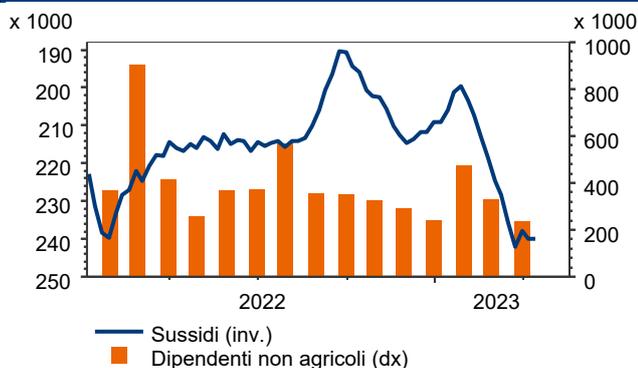
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



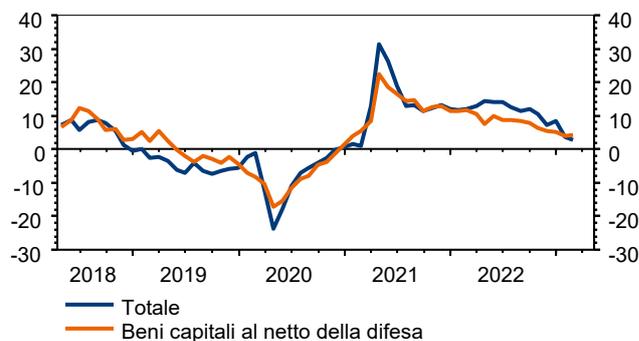
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

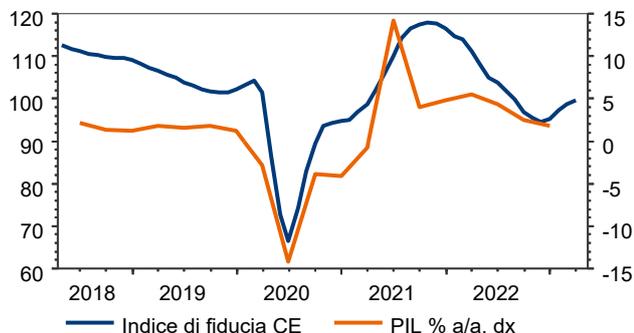
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023				2024	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.0	0.8	1.8	1.9	0.9	1.7	1.9	0.7	-0.2	-0.4
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.2	2.6	1.5	0.3	-1.7	-1.0	0.8
Consumi privati	2.7	1.4	0.8	2.0	2.3	1.0	2.8	1.4	-1.2	-0.5	0.8
IFL - privati non residenziali	3.9	1.8	0.4	0.1	6.2	4.0	3.5	0.5	-3.5	-3.8	0.5
IFL - privati residenziali	-10.6	-16.1	0.8	-17.8	-27.1	-25.1	-15.0	-8.2	-6.0	-3.0	2.5
Consumi e inv. pubblici	-0.6	1.7	1.0	-1.6	3.7	3.8	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
Esportazioni	7.1	4.3	4.9	13.8	14.6	-3.7	4.5	4.2	3.5	2.6	5.8
Importazioni	8.1	-0.4	2.5	2.2	-7.3	-5.5	2.7	3.6	1.1	0.5	2.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.3	-0.1	-2.1	-1.4	2.0	-0.7	-0.5	-0.6	-0.3	-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	4.0	2.4	8.6	8.3	7.1	5.8	4.0	3.3	3.0	2.6
Produzione Industriale	3.4	-1.5	0.1	1.0	0.5	-0.6	-0.6	-0.4	-1.0	-0.7	0.5
Disoccupazione (%)	3.7	4.0	4.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	4.2	4.5	4.6

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

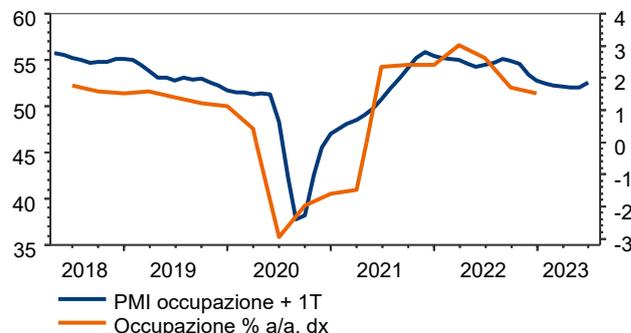
## Area euro

### PIL



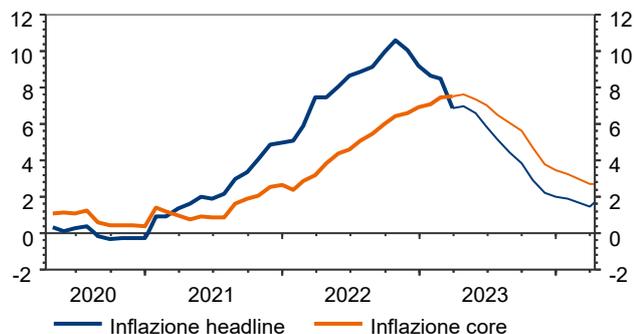
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### 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	1.9
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

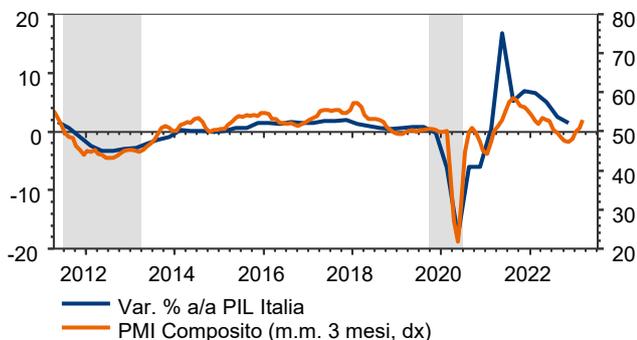
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022	2023	2024					
				T2	T3	T4					
				T1	T2	T3					
				T4	T1	T2					
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.5	0.8	1.4	4.4	2.4	1.8	1.3	0.7	0.5	0.7	1.1
- t/t				0.9	0.4	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.4
Consumi privati	4.3	0.2	1.4	1.1	0.9	-0.9	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi	3.8	0.8	2.4	0.9	3.9	-3.6	0.8	0.4	0.4	0.6	0.6
Consumi pubblici	1.1	0.9	0.5	-0.1	-0.2	0.7	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1
Esportazioni	7.2	2.2	2.2	1.7	1.7	0.1	0.1	0.4	0.5	0.6	0.6
Importazioni	8.0	1.5	1.8	1.9	4.2	-1.9	-0.1	0.3	0.4	0.5	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.1	-0.3	0.2	0.2	0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.7	0.9	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	8.0	9.3	10.0	8.0	6.5	4.4	2.4	1.7
Produzione industriale (a/a)	2.2	1.7	1.9	2.0	3.3	2.1	1.9	1.8	1.3	1.7	1.0
Disoccupazione (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.6
Euribor 3 mesi	0.34	3.46	3.92	-0.36	0.48	1.77	2.63	3.29	3.86	4.06	4.05

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

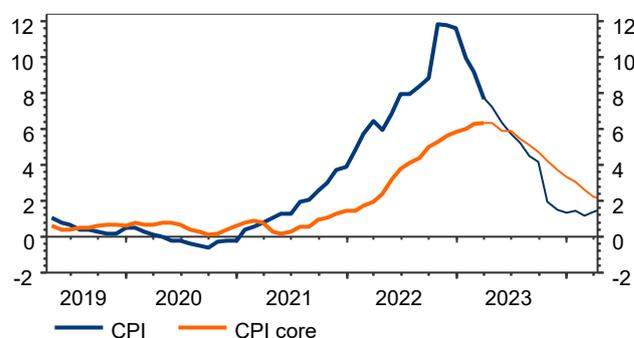
## Italia

## 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	120.3	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

	INDICI				Var. % a/a			
	HICP	CPI	FOI	FOI ex tob	HICP	CPI	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	2022			2023			2024	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	0.8	1.5	5.1	2.5	1.4	1.3	0.5	0.4	0.8	1.2
- t/t				1.0	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.4
Consumi privati	4.6	0.3	1.5	2.2	2.2	-1.6	-0.5	0.2	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	9.7	2.3	2.2	1.1	0.2	2.0	0.6	-0.2	-0.1	0.2	0.9
Consumi pubblici	0.0	0.1	0.2	-1.4	-0.2	0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Esportazioni	10.2	3.4	2.5	1.8	0.0	2.6	0.2	0.6	0.5	0.5	0.7
Importazioni	12.5	0.4	2.7	1.5	2.5	-1.7	-1.0	0.6	0.8	0.8	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-1.0	0.1	-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	-4.7	-3.8								
Debito pubblico (% PIL)	144.4	142.5	142.4								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	5.7	1.8	7.4	8.9	12.5	9.5	6.9	5.0	1.8	1.3
Produzione industriale (a/a)	0.4	0.1	2.0	1.9	0.3	-2.0	-0.9	-1.3	0.1	2.3	2.5
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	8.2	8.1	8.1	8.0	7.9	8.0	8.2	8.3	8.2	8.1
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.30	5.00	2.97	3.50	4.13	4.13	4.25	4.35	4.47	4.61

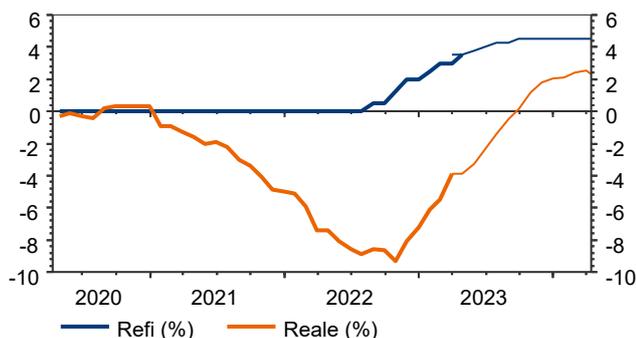
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	13/4	giu	set	dic	mar
Refi	1.25	2.50	3.50	<b>3.50</b>	4.00	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	0.68	1.88	2.92	<b>2.95</b>	3.34	3.90	4.02	4.04
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	<b>3.18</b>	3.49	3.98	4.04	4.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

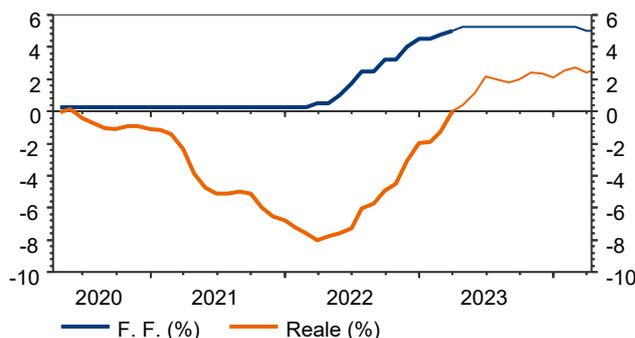


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	13/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	3.25	4.50	5.00	<b>5.00</b>	5.25	5.25	5.25	5.00
OIS 3m	3.66	4.61	4.93	<b>5.00</b>	5.02	4.98	4.96	4.78

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

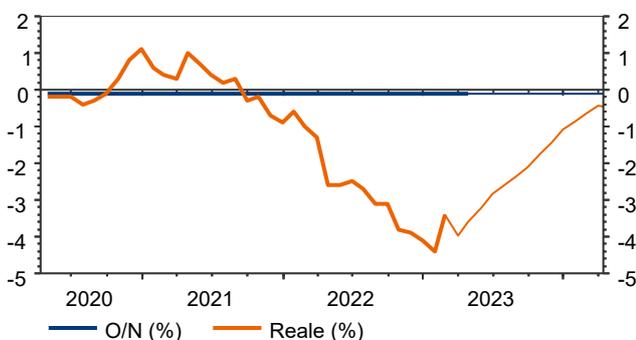


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	13/4	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.04	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

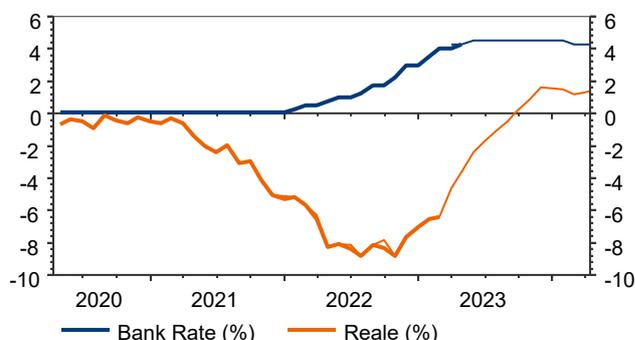


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	13/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	2.25	3.50	4.25	<b>4.25</b>	4.50	4.50	4.50	4.25
Libor GBP 3m	3.34	3.87	4.42	<b>4.48</b>	4.60	4.50	4.40	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	14/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.20	1.09	0.97	1.08	1.07	<b>1.1060</b>	1.10	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	109	126	148	128	134	<b>132.51</b>	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.38	1.30	1.13	1.22	1.21	<b>1.2505</b>	1.24	1.25	1.26	1.27	1.28
EUR/CHF	1.10	1.02	0.98	1.01	0.98	<b>0.9823</b>	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	130	136	144	139	144	<b>146.58</b>	145	141	138	136	135
EUR/GBP	0.87	0.83	0.87	0.89	0.88	<b>0.8842</b>	0.89	0.89	0.89	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