

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il Governo italiano conferma un approccio "prudente" ai conti pubblici: il DEF rivede al rialzo le stime di crescita del PIL per il 2023 e al ribasso quelle per il 2024 ma conferma i precedenti obiettivi sul deficit e configura un calo del rapporto debito/PIL più rapido che in precedenza. È prevista una manovra espansiva pari a circa due decimi di PIL a valere su quest'anno (con un taglio ai contributi sociali sui lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi) e il prossimo.

I market mover della settimana

La settimana entrante in **area euro** si prospetta ricca di dati rilevanti. Il focus sarà sui numeri preliminari di inflazione ad aprile in Germania e Francia, attesi confermare la tendenza di rallentamento, mentre le indagini di fiducia dovrebbero mantenersi su un trend coerente con una crescita moderata dell'attività. Infine, le prime stime sul PIL relative al 1° trimestre dovrebbero evidenziare un ritorno alla crescita in quasi tutte le principali economie dopo la frenata di fine 2022.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sul deflatore dei consumi di marzo e sull'Employment Cost Index del 1° trimestre. Il deflatore core è previsto in rialzo dello 0,3% m/m (4,6% a/a), con indicazioni di persistenza e diffusione di variazioni ancora elevate per il comparto dei servizi al netto dell'abitazione. La spesa personale di marzo dovrebbe essere in modesto calo, con una forte contrazione per i beni solo parzialmente contrastata dalla crescita dei servizi. Il reddito personale dovrebbe essere in rialzo marginale in termini reali. Sempre a marzo, le vendite di case nuove e gli ordini di beni durevoli dovrebbero essere in rialzo. Ad aprile, la fiducia dei consumatori dovrebbe essere di nuovo in calo. L'Employment Cost Index del 1° trimestre dovrebbe segnalare ancora una rapida espansione del costo del lavoro. Infine, la stima advance del PIL del 1° trimestre è prevista in aumento di 2,2% t/t ann., grazie a una riaccelerazione transitoria dei consumi, frenata però dal calo delle scorte.

21 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

Il Governo italiano conferma un approccio "prudente" ai conti pubblici: il DEF rivede al rialzo le stime di crescita del PIL per il 2023 e al ribasso quelle per il 2024 ma conferma i precedenti obiettivi sul deficit e configura un calo del rapporto debito/PIL più rapido che in precedenza. È prevista una manovra espansiva pari a circa due decimi di PIL a valere su quest'anno (con un taglio ai contributi sociali sui lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi) e il prossimo.

Il Governo ha approvato lo scorso 11 aprile **il DEF 2023**, che delinea le nuove proiezioni e i nuovi obiettivi di finanza pubblica sull'orizzonte fino al 2026. Le **principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica** (contenuto nella NADEF "rivista" di inizio novembre 2022) sono le seguenti:

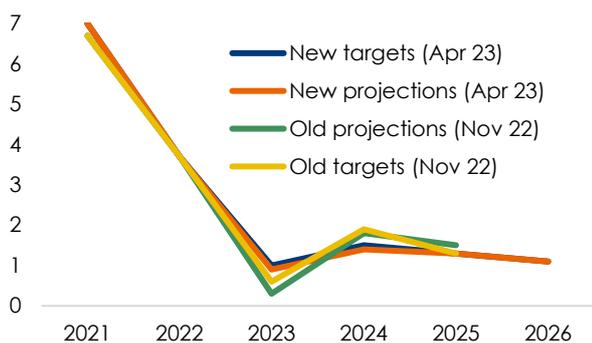
- il nuovo quadro macroeconomico di riferimento contiene una **revisione al rialzo della stima sul PIL 2023**, da 0,6% a 0,9% tendenziale e 1% programmatico, e viceversa una limatura delle proiezioni di crescita per il 2024, da 1,9% a 1,5% programmatico (1,4% tendenziale); il PIL è visto poi a 1,3% nel 2025 e a 1,1% nel 2026;
- **il profilo atteso del deficit programmatico è stato confermato in linea con i precedenti obiettivi**, al 4,5% del PIL per quest'anno, al 3,7% nel 2024 e al 3% nel 2025; il disavanzo è atteso poi ridursi ulteriormente al 2,5% nel 2026;
- in sostanza, grazie a un **andamento migliore delle attese del deficit tendenziale** (visto a 4,35% quest'anno e 3,5% l'anno prossimo), mantenere i precedenti target sull'indebitamento netto (4,5% nel 2023 e 3,7% nel 2024) consente di liberare 3 miliardi quest'anno (lo 0,15% del PIL), che saranno utilizzati per un **nuovo intervento di taglio ai contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti** con redditi medio-bassi, che sarà in vigore nel periodo tra maggio e dicembre di quest'anno;
- anche per il 2024, il mantenimento dell'obiettivo del 3,7% sul deficit programmatico, dato un tendenziale al 3,5%, crea uno **"spazio di bilancio" per circa due decimi di PIL** (4 miliardi), che "sarà destinato al Fondo per la riduzione della pressione fiscale, al finanziamento delle cosiddette 'politiche invariate' a partire dal 2024 e alla continuazione del taglio della pressione fiscale nel 2025-26, e concorrerà a una significativa revisione della spesa pubblica e a una maggiore intesa tra fisco e contribuente": in sostanza, sembra di poter dire che il Governo, dopo il taglio al cuneo previsto per i restanti mesi del 2023, intenda approvare ulteriori tagli fiscali anche negli anni successivi, che però, per il biennio 2025-26, saranno coperti da adeguate misure di razionalizzazione della spesa;
- per effetto dei provvedimenti espansivi previsti, che agiranno prevalentemente dal lato delle entrate, **la pressione fiscale è attesa ridursi** moderatamente, dal 43,3% nel 2023 al 42,7% entro il 2026;
- in questo contesto, complice anche l'aumento del deflatore del PIL, **tutto il profilo del rapporto debito/PIL è spostato verso il basso rispetto alle stime precedenti**: dopo il 144,4% del 2022, ci si attende ora un calo al 142,1% quest'anno e una riduzione più graduale negli anni successivi, fino al 140,4% nel 2026.

Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo italiano

Quadro programmatico DEF 2023	2022	2023	2024	2025	2026
Tasso di crescita del PIL	3.7	1.0	1.5	1.3	1.1
Deficit (% PIL)	-8.0	-4.5	-3.7	-3.0	-2.5
Avanzo primario (% PIL)	-3.6	-0.8	0.3	1.2	2.0
Interessi passivi (% PIL)	4.4	3.7	4.1	4.2	4.5
Debito (% PIL)	144.4	142.1	141.4	140.9	140.4
Quadro tendenziale DEF 2023	2022	2023	2024	2025	2026
Tasso di crescita del PIL	3.7	0.9	1.4	1.3	1.1
Deficit (% PIL)	-8.0	-4.4	-3.5	-3.0	-2.5
Avanzo primario (% PIL)	-3.6	-0.6	0.5	1.2	2.0
Interessi passivi (% PIL)	4.4	3.7	4.1	4.2	4.5
Debito (% PIL)	144.4	142.0	141.2	140.8	140.4
Quadro programmatico NADEF 2022 "rivista"	2022	2023	2024	2025	
Tasso di crescita del PIL	3.7	0.6	1.9	1.3	
Deficit (% PIL)	-5.6	-4.5	-3.7	-3.0	
Avanzo primario (% PIL)	-1.5	-0.4	0.2	1.1	
Interessi passivi (% PIL)	4.1	4.1	3.9	4.1	
Debito (% PIL)	145.7	144.6	142.3	141.2	

Fonte: Governo italiano

Tasso di crescita % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



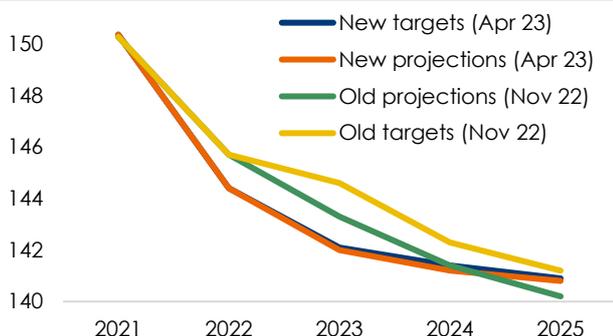
Fonte: Governo italiano

Rapporto deficit/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



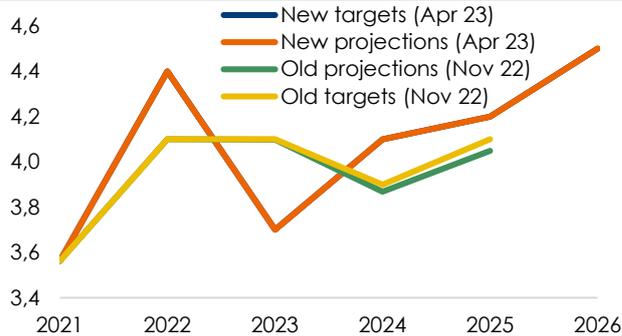
Fonte: Governo italiano

Rapporto debito/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



Fonte: Governo italiano

Spesa per interessi passivi in % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



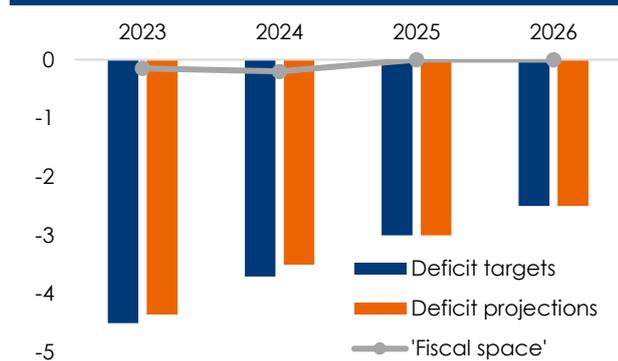
Fonte: Governo italiano

L'andamento migliore delle attese del deficit tendenziale appare dovuto in buona parte ai **risparmi sulle misure approvate a più riprese per contrastare la crisi energetica**, che, vista l'evoluzione ben più favorevole del previsto dei prezzi dell'energia, hanno registrato un'adesione inferiore a quella stimata *ex ante* (soprattutto per quanto riguarda i crediti d'imposta alle

imprese); risparmi dell'ordine di quasi 5 miliardi sono stati già destinati a un parziale rinnovo delle misure contro il caro-energia con il DL 34/2023 approvato in CdM lo scorso 28 marzo (che derivavano dal minor utilizzo delle risorse stanziato in manovra per i crediti di imposta nel 1° trimestre del 2023), che pertanto sono stati già incorporati nel quadro tendenziale. **A ciò occorre aggiungere un andamento migliore del previsto delle entrate**, che amplifica il miglioramento del deficit tendenziale quest'anno rispetto alle precedenti stime. **Parte dei progressi sembra di poter dire sia "strutturale"**, come visibile dal fatto che nel 2024 l'andamento tendenziale del disavanzo è migliore del previsto (sia pure di soli due decimi) nonostante la revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL.

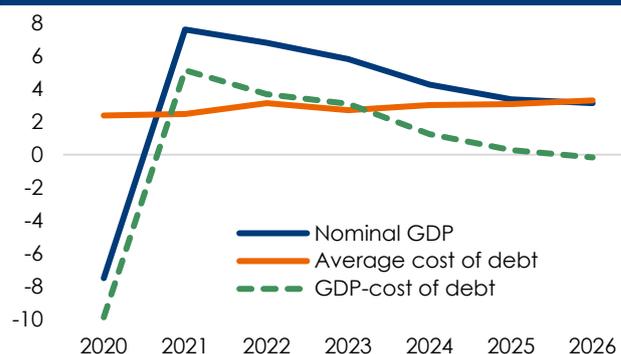
La spesa per interessi passivi in % del PIL è stata rivista al rialzo per il 2022, quando tocca un picco a 4,4% per effetto dei maggiori interessi pagati sui titoli indicizzati all'inflazione, **e viceversa è stata limata al ribasso per l'anno in corso**; torna invece a salire più di quanto stimato in precedenza nei due anni successivi, per arrivare a superare il precedente picco nel 2026, a 4,5%. A nostro avviso, restano rischi al rialzo sulla spesa per interessi per l'anno in corso. Tuttavia, dato il ritardo con cui i maggiori costi di emissione si riflettono sul costo medio del debito, e complice anche una crescita del PIL nominale ancora superiore alla media storica dell'ultimo ventennio, **la differenza tra il tasso di crescita del PIL a prezzi correnti e il costo del servizio del debito** (un indicatore cruciale per la sostenibilità del debito) **è attesa tornare in territorio negativo solo dal 2026**.

La manovra espansiva che il Governo intende approvare vale circa due decimi di PIL per quest'anno e il prossimo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano

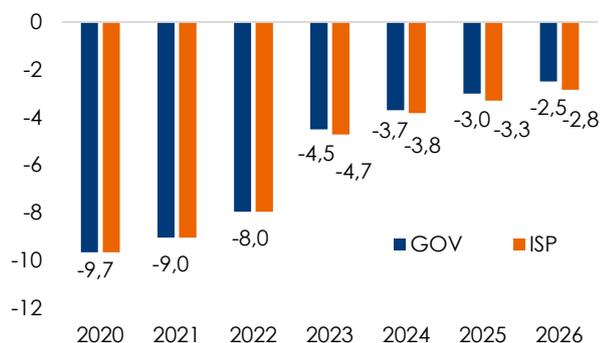
La differenza fra crescita del PIL nominale e costo medio del debito è attesa tornare in negativo dal 2026



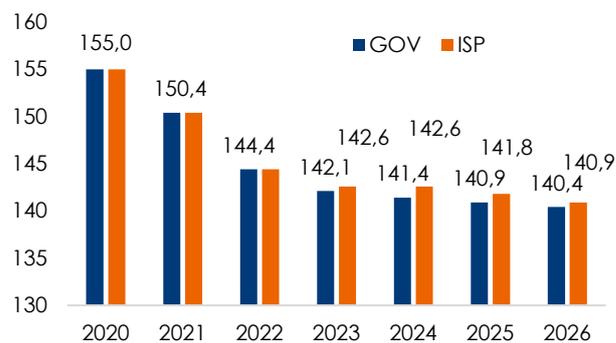
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano

Più in generale, **i dati sul fabbisogno del settore statale relativi ai primi tre mesi di quest'anno evidenziano un andamento ben peggiore rispetto a quello degli anni precedenti** (il fabbisogno cumulato del periodo gennaio-marzo è pari a circa 54 miliardi, in aumento di quasi 24 miliardi, ovvero circa l'1,2% del PIL, rispetto al corrispondente periodo del 2022), e suggeriscono pertanto rischi al rialzo su deficit (almeno in termini di cassa) e debito 2023, anche se il peggioramento dei saldi di cassa, come notato dalla Banca d'Italia nel Bollettino Economico diffuso lo scorso 7 aprile, potrebbe essere dovuto in buona parte a fattori straordinari ed effetti di calendario.

Nel complesso, in virtù di stime più caute sulla crescita del PIL e del deflatore, nonché di proiezioni lievemente meno favorevoli sulla spesa per interessi, **pensiamo che il sentiero di riduzione del deficit e del debito nei prossimi anni possa essere più lento di quanto stima il Governo** nel DEF.

Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2023)

Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2023)

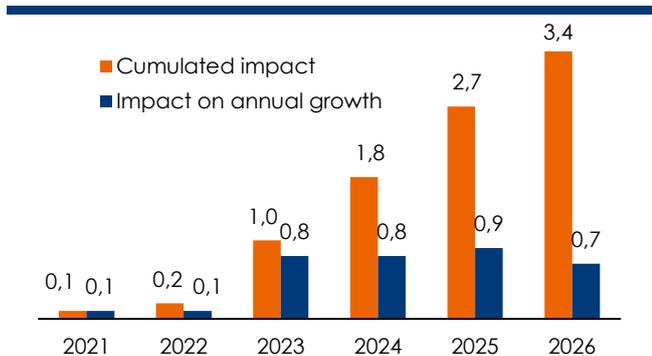
L'altra incognita, guardando soprattutto alle manovre finanziarie che ci si può attendere per i prossimi anni, è la seguente: il miglioramento del saldo strutturale che il Governo include nel quadro programmatico (+0,9% sul 2024 e circa mezzo punto l'anno nel 2025-26), e soprattutto la riduzione proposta del debito (-0,7 punti percentuali nel 2024, mezzo punto l'anno nel 2025-26) saranno coerenti con il **venir meno della clausola di salvaguardia generale del Patto di Stabilità e Crescita** a valere già dal budget 2024 che dovrà essere predisposto il prossimo autunno, in vigenza delle regole fiscali che sono al momento in discussione e che, agendo principalmente sulla spesa corrente, dovrebbero comunque assicurare un taglio adeguato del rapporto debito/PIL? In base alle proposte che sinora sono state presentate sulla riforma del quadro di governance fiscale nella UE, sembrano sussistere dei **dubbi circa il fatto che un sentiero di discesa così "dolce" del debito possa configurare una compliance rispetto al nuovo quadro regolatorio**; in tal caso, potrebbe essere necessaria una correzione nelle prossime manovre di bilancio.

Per quanto riguarda l'**effetto dei crediti fiscali legati ai bonus edilizi**, come noto la riclassificazione decisa da Istat in accordo con Eurostat ha considerato il "Superbonus 110%" e il "Bonus facciate" come "pagabili" e, di conseguenza, ha registrato come spesa pubblica l'intero importo maturato del credito nell'anno in cui il contribuente ha sostenuto la spesa che dà luogo al beneficio fiscale. La riclassificazione non incide su saldi di cassa e debito ma ha gonfiato il deficit di competenza nel 2021 e 2022. Anche per gli anni dal 2023 al 2025 (ultimo anno di proroga delle agevolazioni), il Governo nel DEF ha considerato i crediti come "pagabili", inputandoli dunque dal lato della spesa (come contributi agli investimenti) per l'anno di competenza. Tuttavia, **le modifiche normative intervenute con il DL 11/2023**, che hanno abolito la trasferibilità dei crediti stessi e il meccanismo dello "sconto in fattura", **potrebbero indurre Eurostat a considerare i nuovi crediti contratti dopo il 17 febbraio 2023 come "non pagabili"** e quindi soggetti alla "vecchia" classificazione (come minori entrate "spalmate" lungo tutto l'orizzonte di fruizione del beneficio fiscale). **In tal caso, il deficit tendenziale di competenza per il 2023-25 potrebbe essere rivisto in senso migliorativo** rispetto alle stime contenute nel DEF.

Infine, il Documento di Economia e Finanza non fornisce aggiornamenti circa la **ripartizione temporale della spesa finanziata dai fondi Next Gen EU**: le proiezioni di spesa attivata dal PNRR con le risorse della Recovery and Resilience Facility contenute nella NADEF predisposta dal Governo Draghi a fine settembre quantificavano in 40,9 miliardi la spesa attesa nel 2023 (+25,9 mld rispetto al 2022); le recenti evidenze di ritardi nella spesa effettiva, certificate anche dalla "Relazione sullo stato di attuazione del PNRR" presentata dalla Corte dei Conti lo scorso 28 marzo, suggerirebbero di incorporare nel quadro macroeconomico di riferimento previsioni più prudentiali. Il Governo ha scelto di non fornire aggiornamenti ufficiali in merito allo stato, visto che sono in corso le interlocuzioni con le istituzioni europee per la revisione e la rimodulazione di alcuni degli interventi previsti dal PNRR, oltre che l'elaborazione dei progetti relativi a RePowerEU (l'Italia ha deciso di chiedere a Bruxelles di accedere a parte dei prestiti RRF inutilizzati da altri

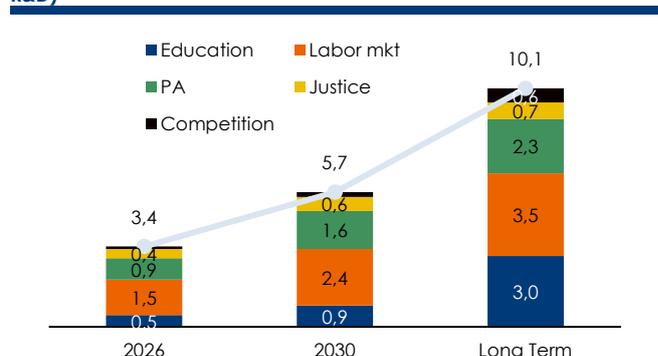
Stati membri, senza per ora quantificarne l'ammontare). In ogni caso, le stime di impatto sul PIL contenute nel DEF 2023 non sembrano discostarsi da quelle implicite nella NADEF 2022, suggerendo che l'assunzione provvisoria sia quella di una riconferma della ripartizione temporale prevista in precedenza (su cui però, come detto, sembrano aumentati i rischi di implementazione).

Impatto sul PIL del PNRR (modello QUEST-III R&D)



Nota: impatto cumulato = scostamento percentuale del livello del PIL rispetto allo scenario base senza PNRR. Fonte: Governo italiano (DEF 2023)

Impatto sul PIL delle riforme contenute nel PNRR (modello QUEST-III R&D)



Nota: scostamento percentuale del livello del PIL rispetto allo scenario base senza PNRR; l'impatto non è incluso dal Governo nel quadro programmatico di finanza pubblica. Fonte: Governo italiano (DEF 2023)

In ogni caso, in sintesi, **il Governo nel DEF ha confermato un approccio assai prudente in tema di finanza pubblica**, non rinunciando a pacchetti fiscali di supporto alla domanda ma solo se compatibili con il mantenimento dei precedenti obiettivi sull'indebitamento netto.

I market mover della settimana

La settimana entrante in **area euro** si prospetta ricca di dati rilevanti. Il focus sarà sui numeri preliminari di inflazione ad aprile in Germania e Francia, attesi confermare la tendenza di rallentamento, mentre le indagini di fiducia dovrebbero mantenersi su un trend coerente con una crescita moderata dell'attività. Infine, le prime stime sul PIL relative al 1° trimestre dovrebbero evidenziare un ritorno alla crescita in quasi tutte le principali economie dopo la frenata di fine 2022.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sul deflatore dei consumi di marzo e sull'Employment Cost Index del 1° trimestre. Il deflatore core è previsto in rialzo dello 0,3% m/m (4,6% a/a), con indicazioni di persistenza e diffusione di variazioni ancora elevate per il comparto dei servizi al netto dell'abitazione. La spesa personale di marzo dovrebbe essere in modesto calo, con una forte contrazione per i beni solo parzialmente contrastata dalla crescita dei servizi. Il reddito personale dovrebbe essere in rialzo marginale in termini reali. Sempre a marzo, le vendite di case nuove e gli ordini di beni durevoli dovrebbero essere in rialzo. Ad aprile, la fiducia dei consumatori dovrebbe essere di nuovo in calo. L'Employment Cost Index del 1° trimestre dovrebbe segnalare ancora una rapida espansione del costo del lavoro. Infine, la stima advance del PIL del 1° trimestre è prevista in aumento di 2,2% t/t ann., grazie a una riaccelerazione transitoria dei consumi, frenata però dal calo delle scorte.

Lunedì 24 aprile

Area euro

- **Germania.** L'indice **Ifo** è atteso in lieve calo ad aprile (a 93 da 93,3), dopo cinque mesi di aumenti continui. Il peggioramento dovrebbe interessare solo le aspettative (90,1 da 91,2), mentre l'indice sulla situazione corrente dovrebbe migliorare a 96,1 da 95,4 precedente. Nei mesi primaverili l'IFO dovrebbe mantenersi comunque sopra il 91,5 del 1° trimestre, su livelli coerenti con una crescita del PIL tedesco tra 0,1% e 0,2% t/t.

Martedì 25 aprile

Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a marzo sono previste in rialzo a 645 mila, da 640 mila di febbraio, alla luce del miglioramento della fiducia dei costruttori di case, dell'aumento di immobili sul mercato e del ritracciamento dei tassi sui mutui.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board ad aprile dovrebbe essere in marginale calo, a 103,8 da 104,2 di marzo. Gli altri indici di fiducia sono stati misti, segnalando comunque che la crisi bancaria non ha influenzato il morale delle famiglie. Tuttavia, l'indice del Conference Board è più sensibile alle condizioni del mercato del lavoro rispetto alle altre indagini e potrebbe incorporare i segnali di indebolimento visti con il nuovo trend verso l'alto dei sussidi e verso il basso di posizioni aperte e occupazione.

Mercoledì 26 aprile

Area euro

- **Francia.** La **fiducia dei consumatori** di aprile dovrebbe crescere di un punto a 82 dopo la correzione registrata nel mese precedente. Il morale è comunque atteso restare al di sotto della media di lungo periodo e, a differenza che nelle altre principali economie dell'area euro, non ha ancora evidenziato chiari segnali di recupero.

Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** a marzo dovrebbero riaccelerare, con una variazione attesa di 1% m/m, dopo -1% m/m, grazie a un rimbalzo dell'aeronautica civile. Il trend degli ordini è in via

di moderazione e punta a un rallentamento degli investimenti fissi non residenziali nel 1° semestre.

Giovedì 27 aprile

Area euro

- **Italia.** Le **indagini Istat** di aprile potrebbero mostrare un minor dinamismo del morale delle imprese manifatturiere (103,8 da 104,2) e viceversa una ulteriore ripresa della fiducia dei consumatori (a 105,5 da 105,1). L'indicatore composito Istat potrebbe evidenziare un recupero dei servizi a fronte di una correzione nel commercio al dettaglio e nelle costruzioni: vediamo un IESI a 109,8 da 110,2 precedente.
- **Area euro.** Dopo le inattese correzioni di febbraio e marzo, le **indagini di fiducia della Commissione Europea** dovrebbero tornare a registrare un miglioramento del clima economico in aprile, riallineandosi con le indicazioni emerse dai PMI. L'indice composito ESI dovrebbe quindi salire a 99,9 da un precedente 99,3, confermando una dinamica ancora espansiva per l'attività economica a inizio trimestre.
- **Belgio.** Dopo l'espansione di 0,1% t/t a fine 2022, nei primi tre mesi del 2023 stimiamo una crescita del **PIL** in leggera accelerazione a 0,2% t/t (1,1% a/a). I deboli dati sull'attività manifatturiera suggeriscono la presenza di rischi al ribasso, ma l'indicizzazione dei salari all'inflazione dovrebbe aver salvaguardato il potere d'acquisto dei nuclei famigliari e sostenuto i consumi privati, che già a fine 2022 avevano mostrato una tenuta migliore rispetto al resto dell'Eurozona.

Stati Uniti

- La stima advance del **PIL del 1° trimestre** dovrebbe mostrare una crescita di 2,2% t/t ann., dopo 2,6% t/t ann. di fine 2022. I dati del PIL dovrebbero includere una temporanea accelerazione della crescita della domanda domestica, al 3% t/t ann., da 1,1% t/t ann. di fine 2022, spinta dall'espansione dei consumi a gennaio. La tendenza della spesa delle famiglie è però in via di indebolimento, come evidenziato dai dati di febbraio e dalle vendite al dettaglio di marzo. Sulla crescita totale peserà però la contrazione delle scorte, che dovrebbe dare un contributo negativo di circa -1pp, mentre il canale estero dovrebbe contribuire positivamente per circa 0,3pp.

Venerdì 28 aprile

Area euro

- **Area euro.** Prevediamo una crescita del **PIL** allo 0,2% t/t (1,4% a/a) nei primi tre mesi dell'anno, dopo che le stime finali di questa settimana hanno registrato una contrazione di -0,1% t/t nel 4° trimestre del 2022. Il rimbalzo della produzione nell'industria e nelle costruzioni, nonché il recupero del morale nei servizi, suggeriscono la presenza di rischi al rialzo sul 1° trimestre, e una tenuta del ciclo durante la primavera. Abbiamo recentemente rivisto verso l'alto a 0,8% la nostra previsione di crescita del PIL nel 2023.
- **Germania.** La stima preliminare per il 1° trimestre 2023 potrebbe mostrare una crescita del **PIL** a 0,2% t/t, dopo il calo di -0,4% t/t registrato nel 4° trim. 2022. La crescita dovrebbe essere venuta dall'industria, in presenza di un apporto positivo anche delle costruzioni. Come già accaduto nella parte finale dell'anno, la domanda interna dovrebbe aver frenato il PIL, dunque l'espansione continuerà a venire dal commercio estero. La variazione tendenziale passerebbe a 0,3% da 0,9%.
- **Germania.** I dati dai Laender dovrebbero essere coerenti con un aumento dei **prezzi al consumo** di 0,3% m/m sull'indice nazionale e di 0,4% m/m sull'IPCA ad aprile. L'inflazione è attesa decelerare al 7% da 7,4% sulla misura nazionale e al 7,4% da 7,8% sull'indice armonizzato. Il rallentamento dovrebbe essere spiegato in larga misura dal ribasso

dell'energia. L'inflazione tedesca continuerà a calare nei prossimi mesi per chiudere l'anno al 2,6% (sul CPI).

- **Germania.** La **disoccupazione** è attesa in crescita ad aprile, al 5,7% dal 5,6% precedente, per effetto sia dell'impatto ritardato del rallentamento del ciclo che dell'afflusso di rifugiati dall'Ucraina. Il tasso dei senza lavoro dovrebbe mantenersi pressoché stabile nei prossimi mesi, per tornare a flettere dall'estate. Ci aspettiamo una disoccupazione al 5,5% in media nel 2023 dal 5,3% dello scorso anno.
- **Francia.** Nel 1° trimestre del 2023 il **PIL** è atteso in crescita di 0,2% t/t (0,9% a/a) dopo lo 0,1% di fine 2022. Dopo un buon inizio di trimestre, gli scioperi di marzo dovrebbero aver avuto un impatto complessivamente contenuto sull'attività economica e in ogni caso destinato ad essere riassorbito nei prossimi mesi, anche se le indagini non mostrano ancora chiari segnali di riaccelerazione. In calendario anche il dato sulle **spese per consumi** di beni di marzo, attese in calo di -0,5% m/m da un precedente -0,8%, frenate dalle proteste per la riforma delle pensioni; il dato sarebbe comunque compatibile con un modesto incremento dei consumi privati di contabilità nazionale a inizio anno dopo l'ampia flessione del trimestre precedente.
- **Francia.** La stima preliminare potrebbe indicare che ad aprile i **prezzi al consumo** sono cresciuti di 0,3% m/m sull'indice nazionale e di 0,2% m/m su quello armonizzato. L'inflazione annua risulterebbe in calo al 5,6% dal 5,7% sull'indice nazionale e al 6,4% dal 6,7% su quello armonizzato. Nei prossimi mesi il CPI francese è atteso continuare a calare sino a toccare il 2,4% a fine anno.
- **Spagna.** Stimiamo un **PIL** in espansione di 0,3% t/t (2,9% a/a) nel 1° trimestre da un precedente 0,2% t/t. Consumi privati e investimenti fissi dovrebbero tornare a crescere dopo il calo di fine 2022, mentre è atteso ridimensionarsi l'apporto delle esportazioni nette. A differenza delle altre principali economie dell'area euro, quella spagnola non ha ancora recuperato i livelli di fine 2019 e nei prossimi trimestri dovrebbe continuare a sovraperformare il resto dell'Eurozona, spinta ancora dal rimbalzo post-pandemico. Vediamo una crescita in media annua a 1,6% nel 2023.
- **Italia.** Il **PIL** potrebbe risultare stabile nel 1° trimestre, dopo la marginale contrazione vista a fine 2022. I rischi su questa stima sono verso l'alto. Il contributo dei servizi e dell'industria in senso stretto potrebbe risultare pressoché nullo, mentre le costruzioni dovrebbero aver dato un apporto positivo. Dal lato della domanda, è possibile, come già nei tre mesi precedenti, che il commercio estero spinga crescita, a fronte di un freno dalla domanda interna.

Stati Uniti

- L'**Employment Cost Index** del 1° trimestre è previsto in aumento di 1,1% t/t, con indicazioni di crescita del costo del lavoro sempre solida. L'Atlanta Wage Tracker, contrariamente alle indicazioni più rassicuranti dei salari orari, ha registrato una riaccelerazione a marzo, con una variazione di 6,4% a/a da 6,1% a/a del mese precedente.
- La **spesa personale** di marzo dovrebbe rallentare ulteriormente, con una contrazione di -0,1% m/m. La crescita dei servizi, sempre solida, non dovrebbe infatti essere in grado di contrastare la correzione dei beni, prevista a -1,1% m/m alla luce del calo di -1,2% m/m delle vendite al dettaglio ex-ristorazione. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 0,2% m/m, permettendo una ripresa del **tasso di risparmio** da 4,6% di febbraio. Il **deflatore dei consumi** è atteso in aumento di 0,1% m/m (4,1% a/a), con il **deflatore core** in rialzo di 0,3% m/m (4,6% a/a), come a febbraio. Il focus sarà come sempre sui servizi core ex-abitazione, che non dovrebbero ancora segnalare una svolta verso il basso.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (24 – 30 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 24/4	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		apr	95.4	96.0	96.1	
	10:00	GER	IFO (attese)		apr	91.2	90.9	90.1	
	10:00	GER	IFO	**	apr	93.3	93.4	93.0	
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		apr	-7.6			
Mar 25/4	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		feb	2.5	%		
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		feb	0.2	%		
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	mar	0.640	Mln	0.635	0.645
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	apr	104.2		104.2	103.8
Mer 26/4	08:00	GER	Fiducia consumatori		mag	-29.5		-28.0	
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		apr	81			82
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	mar	-1.0	%	0.9	1.0
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	mar	-0.1	%		
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		mar	-91.6	Mld \$		
Gio 27/4	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	apr	104.2			103.8
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		apr	105.1			105.5
	11:00	BEL	PIL t/t prelim		T1	0.1	%		0.2
	11:00	EUR	Fiducia servizi		apr	9.4		9.2	10.0
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		apr	prel -17.5			-17.5
	11:00	EUR	Fiducia industria		apr	-0.2		0.3	0.3
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	apr	99.3		99.9	99.9
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	245	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.865	Mln		
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T1	2.6	%	2.0	2.2
	Ven 28/4	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mar	2.6	%	2.5
01:30		GIA	Job to applicant ratio		mar	1.3			1.3
01:50		GIA	Vendite al dettaglio a/a		mar	7.3	(6.6) %		5.8
01:50		GIA	Produzione industriale m/m prelim		mar	4.6	%		0.5
07:30		FRA	PIL t/t 1a stima	**	T1	0.1	%		0.2
07:30		FRA	Spese per consumi m/m	**	mar	-0.8	%		-0.5
08:00		GER	PIL s.a. a/a prelim	*	T1	0.9	%		0.3
08:00		GER	PIL s.a. t/t prelim	**	T1	-0.4	%		0.3
08:00		GER	Prezzi import a/a		mar	2.8	%		
08:45		FRA	IPCA a/a prelim	*	apr	6.7	%		6.4
09:00		SPA	PIL t/t prelim	**	T1	0.2	%		0.2
09:00		SPA	IPCA a/a prelim		apr	3.1	%		2.9
09:55		GER	Tasso di disoccupazione		apr	5.6	%		5.6
09:55		GER	Variazione n° disoccupati	*	apr	16	x1000		10
10:00		ITA	PIL a/a prelim	*	T1	1.4	%		1.3
10:00		ITA	PIL t/t prelim	**	T1	-0.1	%		0.1
11:00		EUR	PIL t/t 1a stima	**	T1	-0.1	%		0.1
11:00		EUR	PIL a/a 1a stima	*	T1	1.8	%		1.3
12:00		ITA	Fatturato industriale m/m		feb	-1.1	%		
12:00		ITA	Fatturato industriale a/a		feb	8.6	%		
14:00		GER	IPCA a/a prelim	*	apr	7.8	%		7.5
14:00		GER	IPCA m/m prelim	**	apr	1.1	%		0.6
14:00		GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	apr	7.4	%		7.2
14:00		GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	apr	0.8	%		0.5
14:30		USA	Costo del lavoro	*	T1	1.0	%		1.1
14:30		USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	mar	4.6	%		4.6
14:30		USA	Deflatore consumi a/a	*	mar	5.0	%		4.1
14:30		USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	mar	0.3	%		0.3
14:30		USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mar	0.2	%		-0.1
14:30		USA	Redditi delle famiglie m/m		mar	0.3	%		0.2
15:45	USA	PMI (Chicago)	*	apr	43.8				
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		apr	prel 63.5			63.2	
Dom 30/4	03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	apr	51.9			
	03:30	CN	PMI composito - Caixin		apr	57.0			
	03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		apr	58.2			
	03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	apr	50.0			

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 (24 – 29 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 24/4	09:30	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
	10:35	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	11:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
	13:15	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
	15:30	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
Mer 26/4	14:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
Ven 28/4		FRA	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Francia
		FIN	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano della Finlandia
		BEL	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano del Belgio
		GIA	* Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)
		EUR	* Riunione Eurogruppo
	UE	* Riunione Ecofin	
Sab 29/4		UE	* Riunione Ecofin

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	apr	-24.6		-18.0	10.8
Indice Mercato Immobiliare NAHB	apr	44		44	45
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	feb	31.9	Mld \$		71.0
Licenze edilizie	mar	1.550	Mln	1.450	1.413
Nuovi cantieri residenziali	mar	1.432 (-1.450)	Mln	1.400	1.420
Richieste di sussidio	settim	240 (-239)	x1000	240	245
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.804 (-1.810)	Mln	1.820	1.865
Indice Philadelphia Fed	apr	-23.2		-19.2	-31.3
Indice anticipatore m/m	mar	-0.5 (-0.3)	%	-0.6	-1.2
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mar	4.55 (-4.58)	Mln	4.50	4.44
Markit PMI Composito prelim.	apr	52.3			
Markit PMI Manif. prelim.	apr	49.2		49.0	
Markit PMI Servizi prelim.	apr	52.6		51.5	

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

L'indice della **Philadelphia Fed** di aprile è calato ulteriormente in territorio recessivo, scendendo a -31,3, minimo da maggio 2020, da -23,2 di marzo. Gli indici di ordini e consegne, seppur in miglioramento rispetto a marzo, restano ampiamente negativi, mentre per l'occupazione si segnala stagnazione. Gli indici di prezzo proseguono sul trend verso il basso, con indicazioni di normalizzazione su livelli in linea con la media pre-pandemica. Le aspettative a 6 mesi non sono viste di miglioramento. Sui salari le pressioni restano significative, con il 42,5% che riportano incrementi maggiori o anticipati rispetto alle previsioni e il 55,3% che ha alzato le retribuzioni negli ultimi tre mesi.

Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** al 15 aprile sono salite a 245 mila da 240 mila della settimana precedente, confermando il graduale trend verso l'alto in atto da febbraio e segnalando che il mercato del lavoro potrebbe essere in fase di svolta.

I nuovi **cantieri residenziali** di marzo sono calati a 1,42 mln (-0,8% m/m), da 1,432 mln di febbraio, per via di una correzione delle unità multifamiliari che hanno più che controbilanciato l'incremento delle unità monofamiliari (2,7% m/m). Le **licenze** sono in flessione a 1,413 mln, da 1,55 mln del mese precedente. L'attività nell'edilizia residenziale si è stabilizzata negli ultimi mesi, con la svolta dei tassi sui mutui.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale m/m finale	feb	4.5	%		4.6
Bilancia commerciale	mar	-898.1 (-897.7)	Mld ¥ JP	-1294.8	-754.5
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mar	3.1	%	3.1	+3.1
CPI (naz.) a/a	mar	3.3	%		3.2
PMI manifatturiero prelim	apr	49.2			49.5

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

Il **CPI al netto degli alimentari freschi** a marzo è aumentato di 0,3% m/m e 3,1% a/a, in linea con la variazione di febbraio. L'indice al netto di alimentari freschi ed energia è in rialzo di 0,5% m/m e 3,8% a/a. L'entrata in vigore dei sussidi governativi per contenere i prezzi energetici e quelli del turismo contribuisce alla riduzione dell'inflazione, che è spinta anche dalla fine degli effetti del deprezzamento dello yen e dal confronto statistico con il 2022. Il trend dovrebbe rimanere verso il basso per gran parte del 2023, con un minimo in autunno vicino a 1% a/a.

Area euro

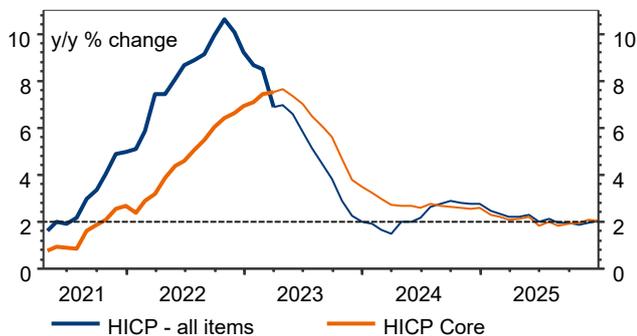
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	CPI a/a finale	mar	6.9	%	6.9	6.9
EUR	CPI m/m finale	mar	0.8	%	0.9	0.9
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	mar	7.5	%	7.5	7.5
EUR	Fiducia consumatori flash	apr	-19.1	(-19.2)	-18.5	-17.5
EUR	PMI servizi prelim	apr	55.0		54.5	56.6
EUR	PMI manifatturiero prelim	apr	47.3		48.0	45.5
EUR	PMI composito prelim	apr	53.7		53.7	54.4
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	apr	104		103	101
FRA	PMI servizi prelim	apr	53.9		53.4	56.3
FRA	PMI manifatturiero prelim	apr	47.3		47.8	45.5
GER	ZEW (Sit. corrente)	apr	-46.5		-40.0	-32.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	apr	13.0		15.3	4.1
GER	PPI m/m	mar	-0.3	%	-0.5	-2.6
GER	PPI a/a	mar	15.8	%	9.8	+7.5
GER	PMI servizi prelim	apr	53.7		53.3	55.7
GER	PMI manifatturiero prelim	apr	44.7		45.7	44.0
ITA	IPCA a/a finale	mar	8.2	%	8.2	8.1
ITA	IPCA m/m finale	mar	0.8	%	0.8	0.8
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	mar	-0.3	%	-0.3	-0.4
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	mar	7.7	%	7.7	7.6
ITA	Bilancia commerciale (totale)	feb	-4.236	(-4.194) Mld €		2.108
ITA	Bilancia commerciale (EU)	feb	-2.850	(-2.808) Mld €		-1.889

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

Area euro. La **seconda lettura** ha confermato il deciso calo dell'**inflazione** a marzo, al 6,9% dall'8,5% di febbraio. Di contro, l'indice core BCE (al netto di energetici e alimentari freschi) è salita al 7,5% (massimo storico) dal 7,4%; l'inflazione core ha toccato anch'essa un nuovo massimo al 5,7% da un precedente 5,6%. Nel mese i prezzi al consumo sono saliti di 0,9% m/m, l'indice core BCE di 1,2% m/m. L'aumento congiunturale di marzo è trainato dai beni industriali non energetici (+2,3% m/m) e dagli alimentari (+1,3% m/m), spinti al rialzo dagli alimentari freschi (+1,9% m/m); sono cresciuti anche i servizi (+0,6% m/m). Viceversa, è calata come atteso l'energia (-2,2% m/m), crollando su base annua a -0,9% da 13,7% di febbraio: all'energia è imputabile interamente il rallentamento dell'inflazione tendenziale. Su base annua restano su un trend di crescita i servizi (5% da 4,8%), mentre iniziano a rallentare i beni industriali non energetici (6,6% da 6,8% precedente): tale trend è atteso proseguire nei prossimi mesi sulla scia dell'allentamento delle problematiche di approvvigionamento.

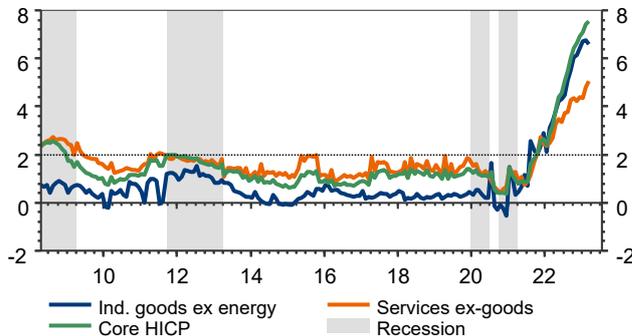
Pensiamo che in aprile l'inflazione possa riaccelerare lievemente, spinta dall'energia, prima di tornare a calare da maggio. **L'inflazione al netto di energia e alimentari freschi potrebbe toccare un picco proprio ad aprile e rimanere elevata nei mesi successivi** (con una media del 7,3% nel 1° semestre), per poi scendere più rapidamente solo nella seconda parte dell'anno. A fine anno, l'inflazione potrebbe attestarsi al 2% sull'indice headline e al 3,5% sul core BCE, e, sull'indice generale, scendere temporaneamente sotto il 2% nella prima parte del 2024; ci aspettiamo poi una risalita successiva per effetto del venir meno delle misure calmieranti implementate dai governi nazionali. I rischi al rialzo sullo scenario previsivo sono concentrati sulla componente "di fondo".

Dinamica dei prezzi Eurozona



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

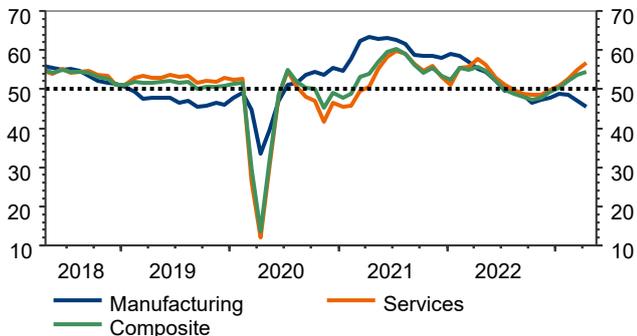
Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo

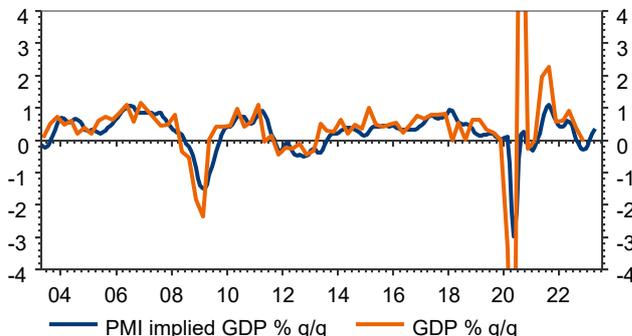
Area euro. I PMI di aprile sorprendono al rialzo e mostrano un quadro di un'economia europea a due velocità: la crescita dell'indicatore composito (a 54,4 da 53,7; consenso: 53,7), sui massimi da maggio 2022, continua ad essere spiegata dai servizi (56,6 da 55; consenso: 54,5), a fronte del terzo calo consecutivo per il morale nel manifatturiero (45,5 da 47,3; consenso: 48), che si porta sui minimi da maggio 2020. La divergenza è evidente anche nei giudizi sul mercato del lavoro: la crescita delle assunzioni nell'industria rallenta ai minimi da inizio 2021, mentre nei servizi accelera al ritmo più elevato dal 2007. Si conferma infine la tendenza di frenata dei prezzi di vendita, più marcata nell'industria che nel terziario.

Il ciclo continua a essere sostenuto dai servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

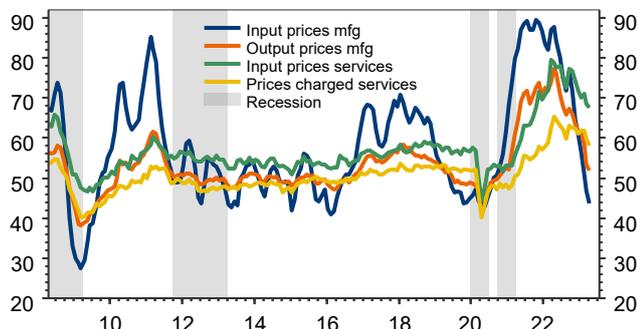
PMI coerenti con una crescita intorno a 0,4% t/t nel 2° trimestre



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

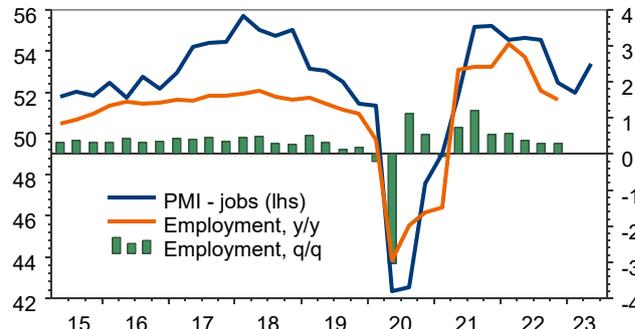
Le indagini PMI segnalano che la crescita del PIL in Eurozona potrebbe aver accelerato all'inizio del 2° trimestre (la relazione storica tra PMI e PIL è coerente con una crescita intorno a 0,4% t/t). Le indicazioni sui listini di vendita suggeriscono che anche il picco per l'inflazione core potrebbe essere vicino, ma i rischi restano verso l'alto, come suggerito da una crescita dei prezzi (pagati e ricevuti) nei servizi ancora superiore alla media storica, e dalla tenuta del mercato del lavoro.

Si conferma la tendenza di rallentamento della crescita dei prezzi, più forte nell'industria che nei servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

La tenuta del mercato del lavoro segnala la presenza di rischi al rialzo sui salari



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

Area euro. L'indice di **fiducia dei consumatori** di aprile della Commissione Europea è salito più del previsto a -17,5 da un precedente -19,1, rimanendo comunque al di sotto dei livelli toccati prima dello scoppio della guerra in Ucraina e della media di lungo periodo. Nonostante i recenti progressi il clima dei nuclei familiari resta coerente con una dinamica ancora fiacca delle spese private.

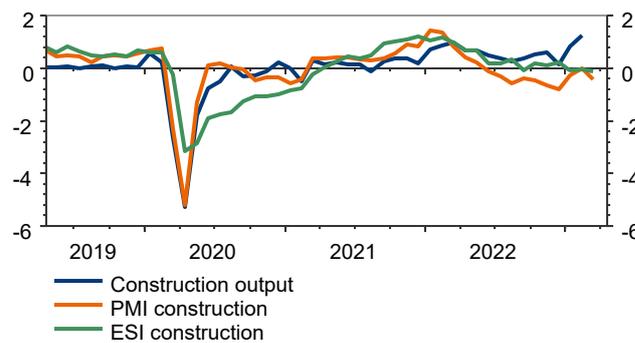
Area euro. La **produzione nelle costruzioni** è cresciuta in misura marcata per il secondo mese a febbraio, di 2,4% m/m da un precedente 3,7% (rivisto da 3,9%). Nel 1° trimestre il settore potrebbe contribuire positivamente per circa un decimo alla crescita del valore aggiunto. Riteniamo che i progressi di inizio 2023 siano imputabili prevalentemente a condizioni metereologiche più favorevoli rispetto alla media stagionale e non siano indicativi di una riaccelerazione dell'edilizia, che, al contrario, nei prossimi trimestri dovrebbe risentire della restrizione monetaria.

Fiducia dei consumatori in recupero ma ancora al di sotto della media storica



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

Le indagini di fiducia suggeriscono che il recente rimbalzo delle costruzioni potrebbe rivelarsi transitorio

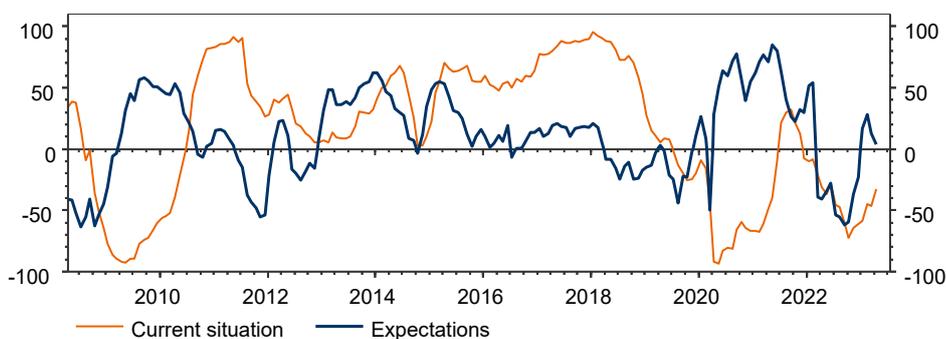


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

Area euro. A febbraio le **esportazioni** sono tornate a crescere dopo due mesi di calo (+1,2% m/m), mentre le **importazioni** sono calate per il sesto mese di fila (-3,4% m/m). Di conseguenza il disavanzo commerciale destagionalizzato si è sostanzialmente azzerato dai -11,6 miliardi di gennaio. Per la prima volta da settembre 2021, il **saldo commerciale** (non destagionalizzato) ha registrato un surplus di 4,6 miliardi (un anno prima il deficit era pari a -9,4 miliardi), favorito dal calo dei prezzi energetici e dal minor ricorso a importazioni sostitutive di input ad alta intensità energetica e di altri beni manifatturieri. Il saldo commerciale dovrebbe restare positivo nei prossimi mesi.

Germania. L'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia è calato per il secondo mese ad aprile, a 4,1 punti da 13 precedente. Il peggioramento è legato ai timori che le banche siano più caute nel concedere prestiti e agli effetti della politica monetaria restrittiva. L'indicatore sulla situazione corrente, invece, è salito a -32,5 da -46,5.

ZEW: i timori di una restrizione del credito hanno causato un calo dell'indice ZEW ad aprile

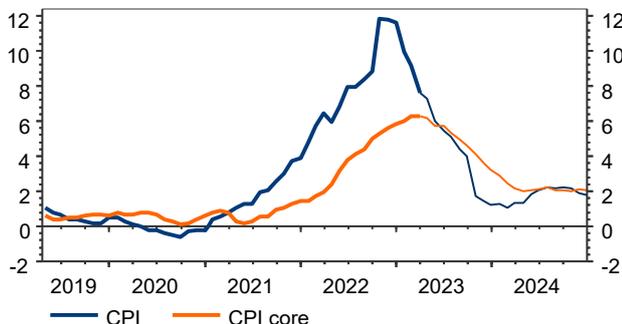


Fonte: ZEW

Francia. L'indice INSEE di **fiducia delle imprese** è calato a sorpresa di un punto a 102 ad aprile. La flessione è spiegata dalla seconda correzione consecutiva per manifattura (101 da 104) e servizi (103 da 105), a fronte di una stabilità nelle costruzioni (111) e un miglioramento nel commercio al dettaglio (100 da 99). In calo di due punti anche l'indice sull'occupazione (108 da 110), che si conferma comunque su livelli espansivi. Sia nell'industria che nei servizi il deterioramento del morale è guidato soprattutto dalle componenti relative alle aspettative, un segnale non particolarmente incoraggiante per l'attività economica in primavera. Dopo un 1° trimestre che stimiamo in crescita intorno a 0,2% t/t, non ci aspettiamo una significativa accelerazione nel trimestre in corso.

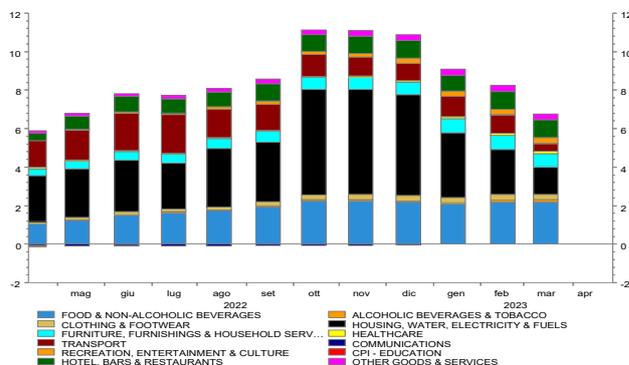
Italia. A marzo, l'**inflazione** è stata rivista al ribasso di un decimo sia sull'indice armonizzato che su quello nazionale, rispettivamente a 8,1% e 7,6% a/a; a febbraio l'inflazione calcolata sull'indice nazionale era al 9,1%, quella armonizzata è al 9,8%. L'inflazione in Italia resta più elevata che negli altri maggiori Paesi dell'area euro. Nel mese i prezzi sono calati di -0,4% m/m sul NIC e cresciuti di +0,8% m/m sull'IPCA. Il marcato rallentamento tendenziale è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 28,2% a 10,8% a/a; -8,9% m/m), spinta al ribasso dai prezzi del gas e dell'energia elettrica, in particolare nel mercato libero, scesi rispettivamente da 72,9% a 42,0% e da 101,3% a 44,0%. I prezzi degli alimentari sono rimasti stabili (12,9% a/a; +0,9% m/m), con una accelerazione degli alimentari freschi (da 8,7% a 9,1%; +1% m/m) spazzata da un lieve rallentamento di quelli lavorati (da 15,5% a 15,3%; +0,7% m/m); continua la crescita nei servizi (da 4,4% a 4,5% a/a), spinti dai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona e dai servizi di alloggio. Si registra, inoltre, una nuova accelerazione dei prezzi dei tabacchi (da 1,8% a 2,5% a/a) a causa degli effetti del recente incremento delle accise. L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi è stata rivista al ribasso di un decimo, al 6,3%, stabile rispetto al mese precedente; la dinamica dell'indice sottostante dovrebbe iniziare a calare a partire da aprile, ma la discesa potrebbe risultare lenta, con un'inflazione di fondo attesa ancora sopra il 3% a fine 2023. Di contro, la dinamica discendente dell'inflazione headline sarà più ripida, spinta dagli effetti base sull'energia: stimiamo un'inflazione all'1,4% sull'IPCA a dicembre 2023. Come altrove nell'Eurozona, i rischi sono concentrati sulla componente core.

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



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Italia: contributi all'inflazione annua



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Italia. La **produzione nelle costruzioni** è cresciuta di 1,5% m/m a febbraio dopo la modesta correzione di -0,3% m/m registrata a inizio anno. In termini tendenziali e corretti per gli effetti di calendario, la crescita rallenta all'1,6% da un precedente 3,2%. Le costruzioni dovrebbero quindi aver contribuito positivamente alla crescita del PIL nel 1° trimestre.

Italia. I dati sul **commercio estero** di febbraio hanno registrato il secondo progresso congiunturale consecutivo per le esportazioni (0,4% m/m da 0,3% di gennaio), a fronte del sesto calo mensile consecutivo per le importazioni (-1,4% da -3% precedente). Il saldo commerciale ha registrato un avanzo di 2,1 miliardi di euro (contro un deficit di -1,5 miliardi un anno prima), grazie alla riduzione del disavanzo energetico e all'ampliamento del surplus nell'interscambio di beni non energetici. Nei prossimi mesi il rallentamento del ciclo globale frenerà l'export, ma il calo dei prezzi dell'energia dovrebbe continuare a ridurre le pressioni sulla bilancia commerciale, attesa riassorbire progressivamente gli squilibri registrati nel 2022.

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T1	0.6 (0.0)	%	2.2
PIL cumulato a/a	T1	3.0	%	4.5
PIL a/a	T1	2.9	%	4.5
Produzione industriale cumulata a/a	mar	2.4	%	3.0
Vendite al dettaglio cumulate a/a	mar	3.55	%	5.76
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	mar	5.5	%	5.1
Produzione industriale a/a	mar	2.4	%	4.0
Vendite al dettaglio a/a	mar	3.5	%	7.4
Tasso prime rate a 1 anno	apr	3.65	%	3.65
Tasso prime rate a 5 anni	apr	4.30	%	4.30

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

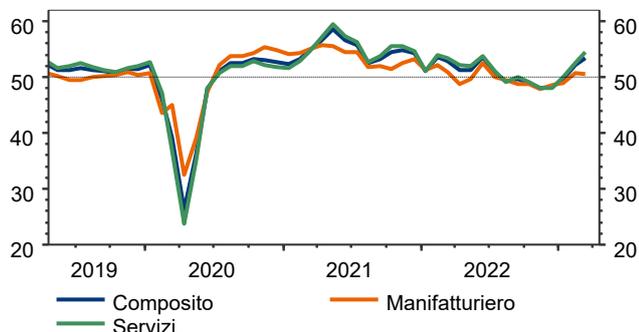
I dati di contabilità nazionale relativi al 1° trimestre hanno evidenziato un'accelerazione della crescita del **PIL** superiore alle nostre attese e a quelle di consenso sia in termini congiunturali sia in termini tendenziali, sostenuta principalmente dal rimbalzo dei servizi. Il PIL è salito del 2,2% t/t (consenso Bloomberg: 2% t/t) da 0,6% t/t nel 4° trimestre 2022 (rivisto al rialzo da zero) e del 4,5% a/a (consenso Bloomberg: 4% a/a). Il traino è stato fornito principalmente dal settore dei servizi, cresciuto del 5,4% a/a nel 3° trimestre da 2,3% a/a nel 4° trimestre 2022, che ha più che compensato una marginale decelerazione del settore industriale (da 3,4% a/a nel 4° trimestre 2022 a 3,3% a/a nel 1° trimestre 2023) e del comparto agricolo (da 4% a/a a 3,7% a/a). Il settore dei servizi ha goduto soprattutto del recupero del commercio al dettaglio e all'ingrosso (a 13,6% a/a da -5,8% a/a nel 4° trimestre) e di una crescita robusta dei servizi finanziari e di quelli dell'ICT. I dati sul reddito e i consumi pro capite delle famiglie hanno registrato un rimbalzo dei consumi

pro capite in termini nominali (a 5,4% a/a nel 1° trimestre 2023 da -2,4% a/a nel 4° trimestre 2022), in linea con la dinamica del reddito disponibile, ma il tasso di risparmio è rimasto elevato. Nel complesso i dati pongono rischi al rialzo sulla nostra previsione annuale di crescita del PIL 4,9% per il 2023.

I dati mensili relativi al mese di marzo hanno confermato il recupero dei consumi; hanno inoltre registrato un'accelerazione della produzione industriale ma un rallentamento degli investimenti fissi nominali. Le **vendite al dettaglio** sono salite del 10,6% a/a in marzo da 3,5% a/a in media nei primi due mesi dell'anno, molto più delle attese (consenso Bloomberg: 7,5% a/a), soprattutto grazie ad un effetto base favorevole, ma evidenziando un rallentamento congiunturale (+0,15% m/m) rispetto a febbraio (0,67% m/m). La **fiducia dei consumatori**, di solito pubblicata con ritardo di almeno un mese, ha continuato a recuperare toccando a febbraio 94,7, un massimo da aprile 2022, mentre il **tasso di disoccupazione urbano** è sceso da 5,6% in febbraio a 5,3% in marzo, pur con un aumento nella fascia 16-24 anni a 19,6%, vicino ai massimi di metà 2022. La **produzione industriale** è salita del 3,9% a/a in marzo da 2,4% a/a in media nei primi due mesi dell'anno, registrando un aumento contenuto dello 0,12% m/m, invariato rispetto a febbraio e in rallentamento rispetto a gennaio (0,26% m/m). Il rimbalzo della **produzione dei servizi** è stato molto più marcato, a 9,2% a/a in marzo da una media di 5,5% a/a nei primi due mesi del 2023. Gli **investimenti fissi nominali** sono rallentati, stimiamo da 5,5% a/a in febbraio a 4,8% a/a in marzo, frenati dal rallentamento degli investimenti sia delle imprese statali, la cui dinamica rimane comunque elevata (9,6% a/a in marzo), sia delle imprese private, dove rimane molto fiacca (0,4% a/a), nonché dalla moderata accentuazione della contrazione tendenziale degli investimenti nel settore immobiliare (da -5,7% a/a in febbraio a -5,9% a/a in marzo). Gli investimenti in infrastrutture hanno invece registrato un'ulteriore accelerazione, da 8,1% a/a in febbraio a 8,8% in marzo.

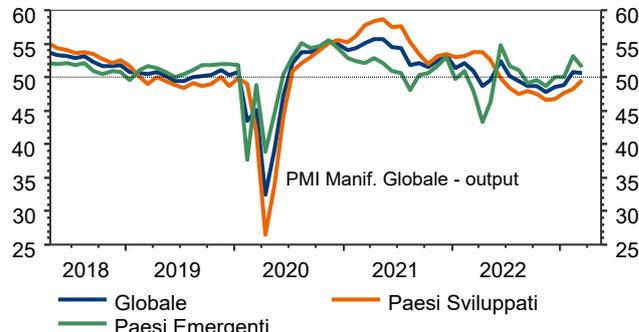
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



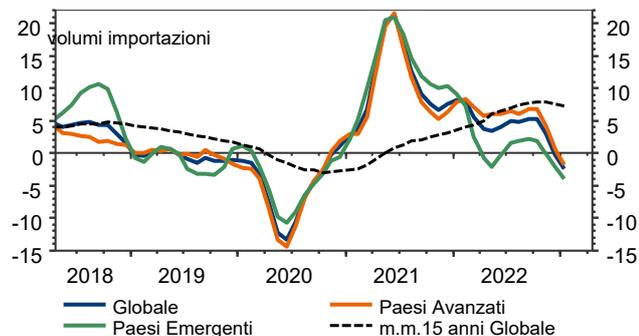
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



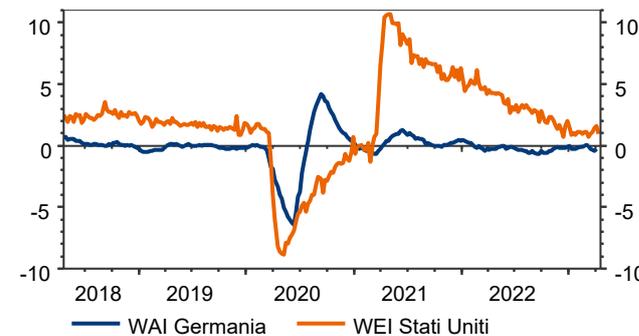
Fonte: S&P Global

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



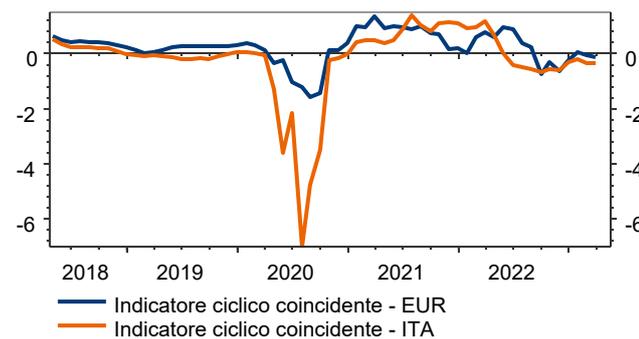
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



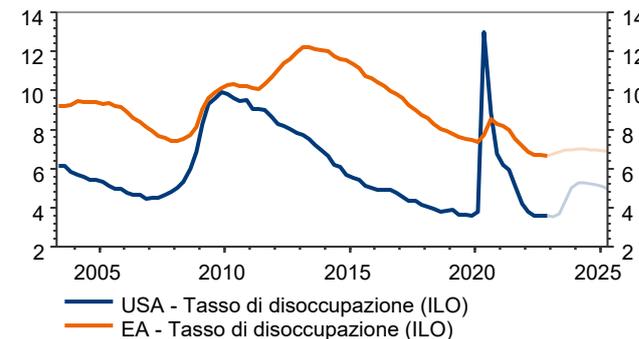
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

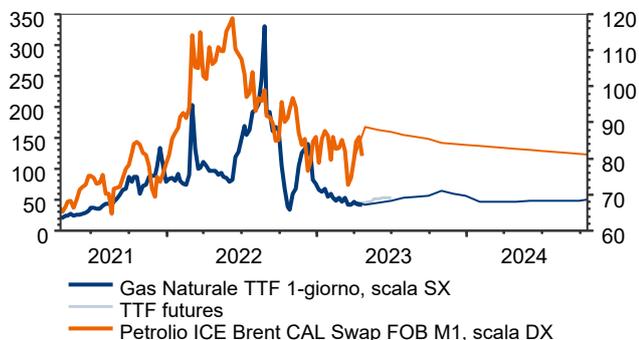
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

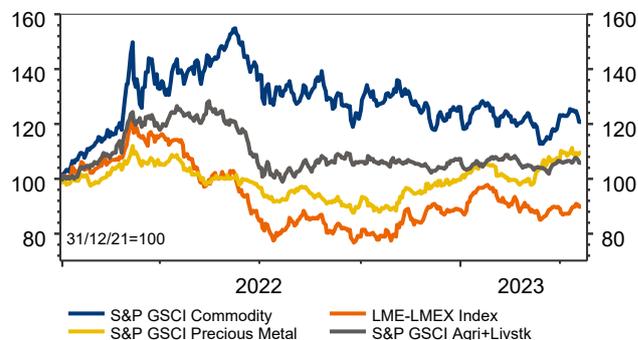
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



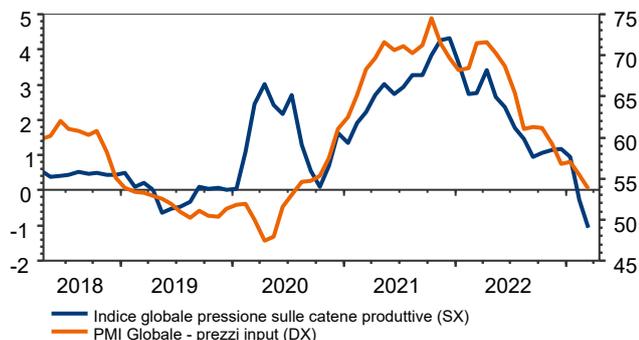
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



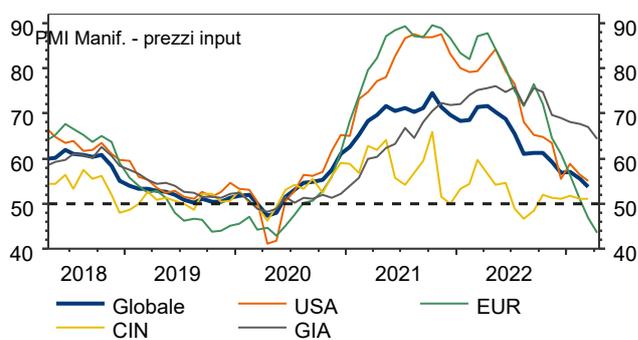
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



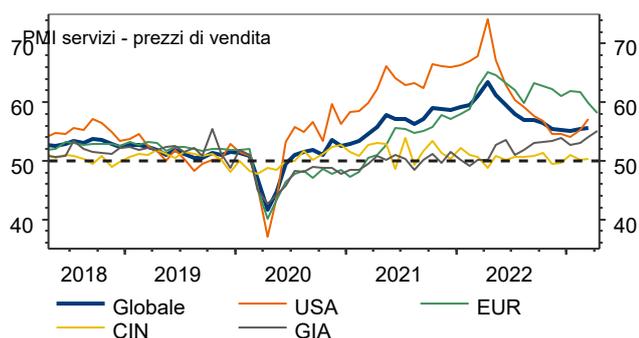
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



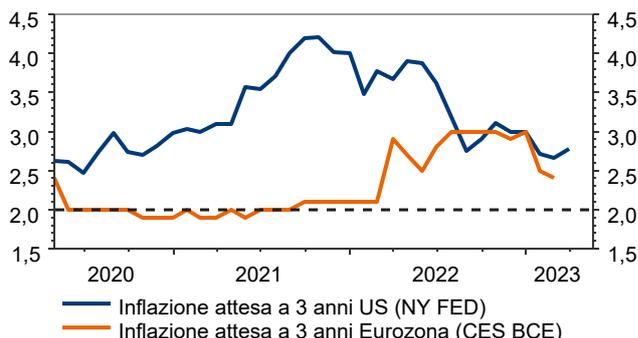
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

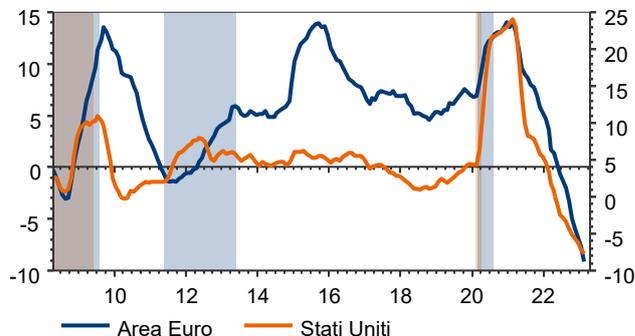
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



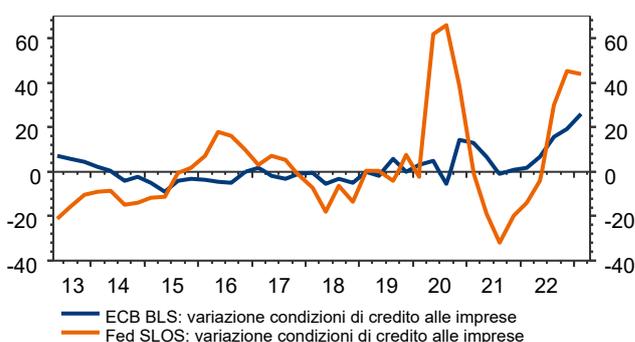
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



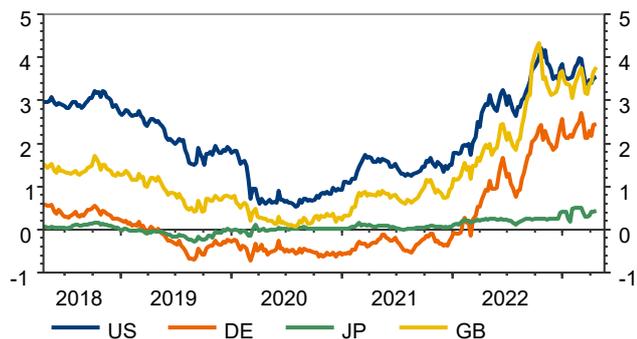
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



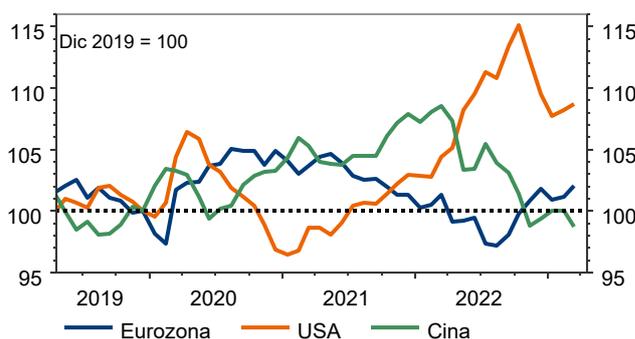
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

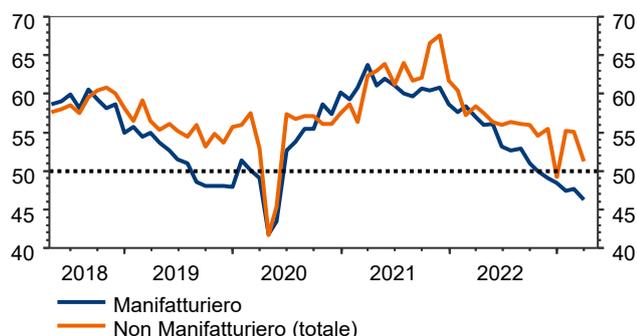
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

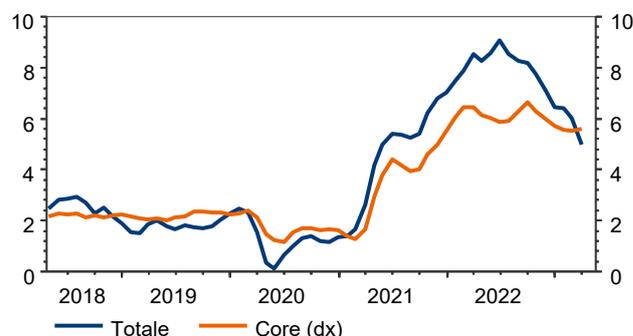
Stati Uniti

Indagini ISM



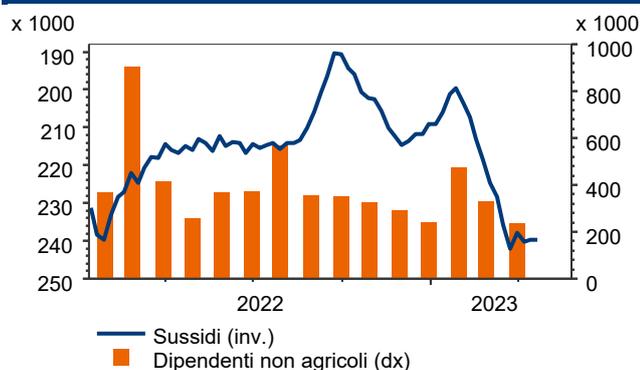
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



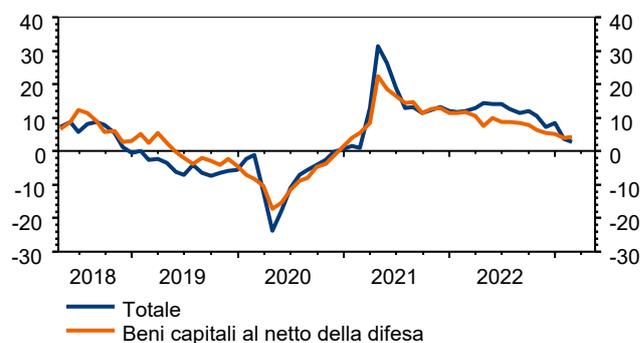
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi 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

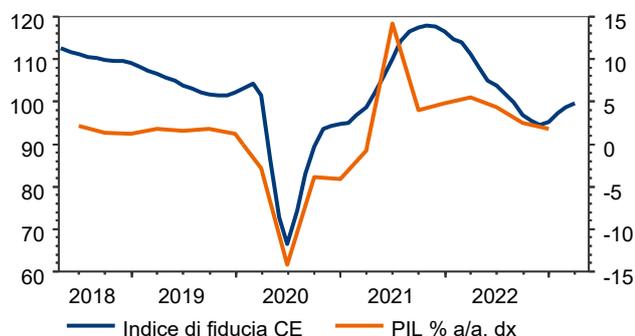
Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023				2024	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.2	0.8	1.8	1.9	0.9	1.8	2.1	1.0	0.0	-0.3
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.2	2.6	2.2	0.3	-1.1	-1.5	0.9
Consumi privati	2.7	1.5	0.7	2.0	2.3	1.0	3.3	1.4	-0.5	-1.2	0.5
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	-11.6	1.8	-17.8	-27.1	-25.1	-2.5	-2.0	-1.5	-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	4.8	4.9	13.8	14.6	-3.7	6.5	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	-0.4	-0.1	-2.1	-1.4	2.0	-1.0	-0.7	-0.6	-0.3	0.0
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	-0.9	0.1	1.0	0.5	-0.6	0.0	-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

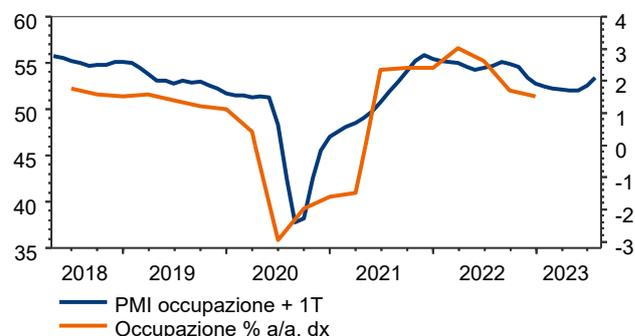
Area euro

PIL



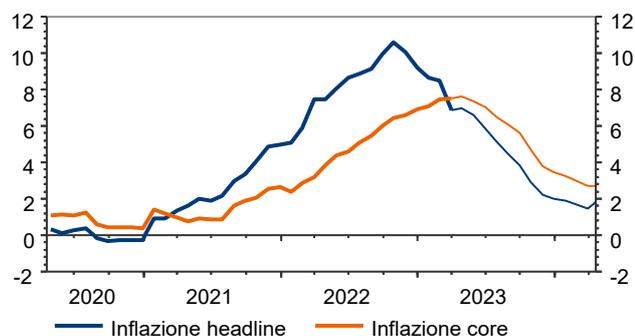
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

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

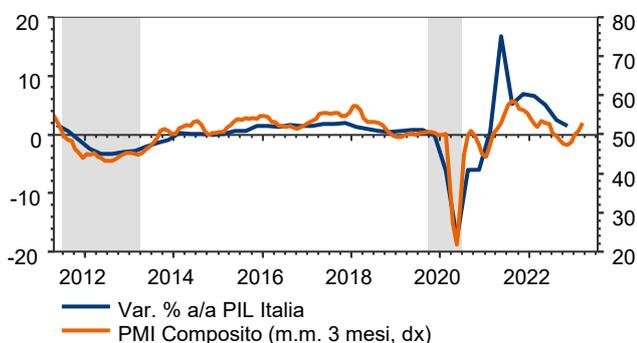
Previsioni

	2022	2023	2024	2022	2023	2024					
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.5	0.8	1.4	4.4	2.5	1.8	1.4	0.7	0.5	0.8	1.1
- t/t				0.9	0.4	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
Consumi privati	4.3	0.3	1.5	1.1	0.9	-0.9	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi	3.8	1.1	2.6	0.9	4.0	-3.6	1.1	0.3	0.3	0.5	0.9
Consumi pubblici	1.4	1.1	0.5	0.1	-0.1	0.8	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1
Esportazioni	7.1	2.1	2.2	1.7	1.7	0.0	0.1	0.5	0.5	0.5	0.6
Importazioni	8.0	1.5	1.6	1.9	4.2	-1.9	-0.2	0.3	0.4	0.5	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	-0.4	0.2	0.2	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.3	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	91.6	90.4	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	1.5	1.9	2.0	3.3	2.1	1.9	1.6	1.1	1.5	0.8
Disoccupazione (%)	6.7	6.7	6.6	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

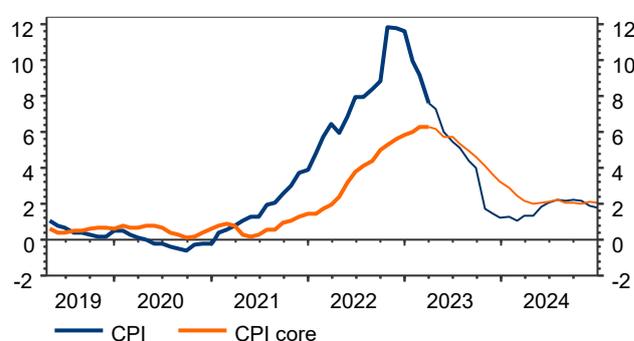
Italia

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	120.3	118.8	118.0	118.0	8.1	7.6	7.4	7.4
apr-23	120.4	118.3	117.4	117.4	7.8	7.3	6.9	7.0
mag-23	120.0	117.9	116.9	116.9	6.5	6.0	5.7	5.7
giu-23	120.8	118.6	117.6	117.6	5.9	5.4	5.1	5.1
lug-23	119.0	118.8	117.7	117.7	5.5	5.1	4.8	4.8
ago-23	119.2	118.9	117.8	117.8	4.8	4.4	4.1	4.1
set-23	120.7	118.8	117.7	117.7	4.4	4.0	3.7	3.7
ott-23	122.4	120.1	118.9	118.9	2.0	1.7	1.5	1.5
nov-23	122.8	120.4	119.2	119.2	1.6	1.5	1.3	1.1
dic-23	122.8	120.5	119.4	119.4	1.4	1.2	1.1	1.0

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	CPI	FOI	FOI ex tob	IPCA	CPI	FOI	FOI ex tob
gen-24	120.8	120.6	119.4	119.4	1.3	1.3	1.0	0.9
feb-24	120.7	120.6	119.4	119.3	1.1	1.1	0.8	0.7
mar-24	121.9	120.4	119.2	119.1	1.3	1.3	1.0	0.9
apr-24	121.9	119.9	118.6	118.5	1.3	1.3	1.0	0.9
mag-24	122.2	120.0	118.7	118.6	1.8	1.8	1.5	1.5
giu-24	123.3	121.1	119.7	119.6	2.0	2.1	1.8	1.7
lug-24	121.6	121.4	120.0	119.9	2.2	2.2	2.0	1.9
ago-24	121.8	121.5	120.0	119.9	2.2	2.2	1.9	1.8
set-24	123.3	121.4	119.9	119.8	2.2	2.2	1.9	1.8
ott-24	125.1	122.8	121.1	121.0	2.2	2.2	1.9	1.8
nov-24	125.1	122.7	121.0	120.9	1.9	1.9	1.5	1.4
dic-24	125.0	122.6	121.0	120.9	1.7	1.8	1.3	1.3

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	1.4	0.6	0.4	0.8	1.2
- t/t				1.0	0.4	-0.1	0.1	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	3.6	2.5	1.8	0.0	2.6	0.4	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)	-1.3	1.3	0.8								
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	5.6	1.8	7.4	8.9	12.5	9.5	6.7	4.9	1.7	1.2
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

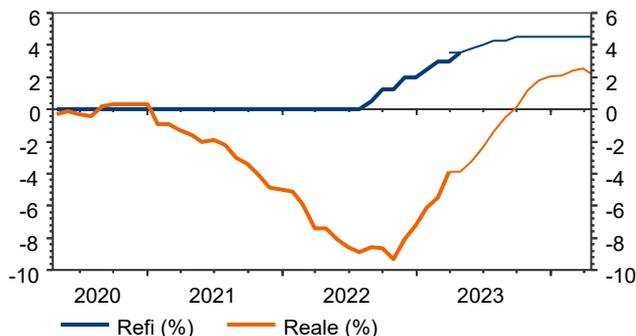
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	20/4	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	3.00	3.34	3.90	4.02	4.04
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	3.21	3.49	3.98	4.04	4.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

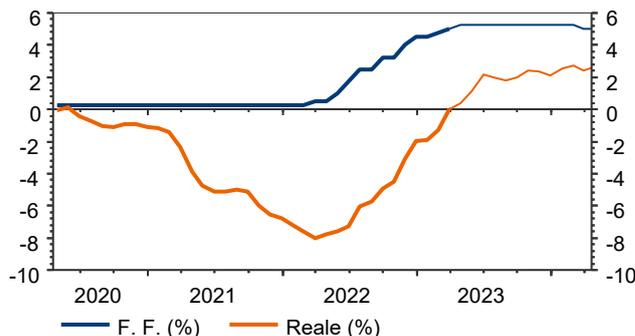


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	20/4	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	5.08	5.02	4.98	4.96	4.78

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

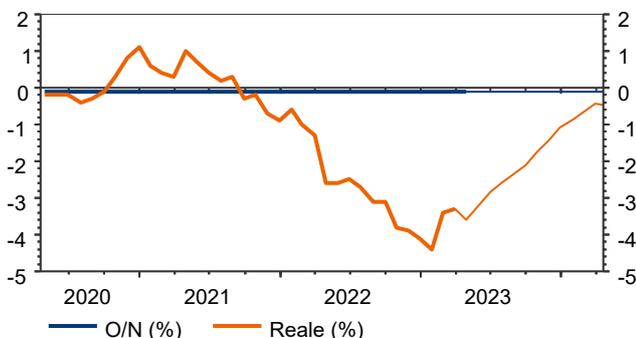


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	set	dic	mar	20/4	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

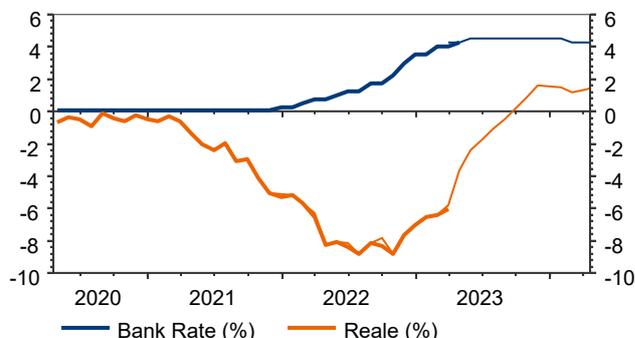


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	20/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	2.25	3.50	4.25	4.25	4.50	4.50	4.50	4.25
Libor GBP 3m	3.34	3.87	4.42	4.60	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	21/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.20	1.09	0.97	1.08	1.08	1.0952	1.10	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	108	129	150	130	132	133.73	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.39	1.30	1.12	1.24	1.22	1.2395	1.24	1.25	1.26	1.27	1.28
EUR/CHF	1.10	1.03	0.99	1.00	1.00	0.9793	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	130	140	148	141	143	146.51	145	141	138	136	135
EUR/GBP	0.86	0.84	0.88	0.88	0.88	0.8834	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