

Weekly Economic Monitor

Il punto

Fed: ancora un rialzo, poi una pausa di "attesa vigile". La riunione del FOMC del 2-3 maggio dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 25pb e tassi dei fed funds a 5,25%. Il Comitato potrebbe aprire la strada a una pausa di "attesa vigile", mirata a valutare gli effetti su ciclo e inflazione della restrizione monetaria già attuata e delle ricadute della crisi bancaria sulla disponibilità di credito e, quindi, sulla domanda finale. Il FOMC dovrebbe mantenere l'impegno ad agire come necessario per riportare l'inflazione al 2%, da un lato, e per garantire la stabilità finanziaria in caso di nuove pressioni sulle banche, dall'altro.

Il recedere delle turbolenze finanziarie consente alla BCE di concentrarsi sul controllo dell'inflazione, il che dovrebbe tradursi in un nuovo rialzo dei tassi alla riunione del 4 maggio. Tuttavia, gli eventi di marzo rendono più probabile che la restrizione diventi ora più cauta (+25pb invece di +50). Invece, la riduzione del bilancio potrebbe accelerare.

I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà, oltre che sulla riunione BCE, sulla stima preliminare dell'inflazione di aprile, attesa stabile al 6,9% nell'insieme dell'area euro (ma in ulteriore calo in Italia); il PPI dovrebbe essere calato ancora a marzo. Nello stesso mese, nell'area euro le vendite al dettaglio dovrebbero mostrare una flessione mentre la disoccupazione è vista stabile; gli ordini all'industria tedeschi sono attesi correggere, come anche la produzione industriale francese (quest'ultima appesantita dagli scioperi). Infine, la seconda lettura dei PMI di aprile dovrebbe confermare la fase di accelerazione della ripresa, sostenuta principalmente dai servizi.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana l'agenda è fitta di dati ed eventi cruciali. La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con un altro rialzo dei tassi di 25pb e l'apertura di una possibile fase di pausa prolungata, condizionata all'evoluzione dei dati e alla ripresa del trend verso il basso dell'inflazione. Sul fronte dei dati di aprile, gli occupati non-agricoli dovrebbero confermare il trend di rallentamento visto nei mesi recenti, con una crescita ancora solida ma più contenuta, e il tasso di disoccupazione dovrebbe essere in marginale aumento a 3,6%. Gli indici ISM sono attesi in miglioramento, con il manifatturiero ancora in recessione e i servizi in espansione moderata.

28 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

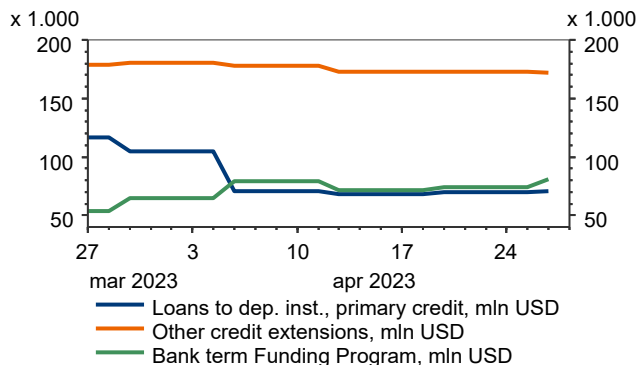
Il punto

Fed: ancora un rialzo, poi una pausa di “attesa vigile”. La riunione del FOMC del 2-3 maggio dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 25pb e tassi dei fed funds a 5,25%. Il Comitato potrebbe aprire la strada a una pausa di “attesa vigile”, mirata a valutare gli effetti su ciclo e inflazione della restrizione monetaria già attuata e delle ricadute della crisi bancaria sulla disponibilità di credito e, quindi, sulla domanda finale. Il FOMC dovrebbe mantenere l'impegno ad agire come necessario per riportare l'inflazione al 2%, da un lato, e per garantire la stabilità finanziaria in caso di nuove pressioni sulle banche, dall'altro.

- La **riunione del FOMC** di inizio maggio si svolgerà in un contesto più stabile rispetto a quella di marzo, avvenuta nel pieno della crisi bancaria. L'esito dovrebbe essere, a nostro avviso, un **rialzo dei tassi di 25pb, a 5,25%**, giustificato dalla persistenza dell'inflazione e dal rallentamento solo moderato del mercato del lavoro, a fronte di segnali di stabilizzazione dell'emergenza bancaria. Anche questa volta la decisione sui tassi sarà dibattuta ampiamente, con alcuni partecipanti favorevoli a un rialzo e altri inclini a fare una pausa per valutare l'entità e la durata del probabile aumento della restrizione del credito conseguente alla crisi di marzo. Tuttavia, riteniamo che a maggio questo secondo gruppo sarà meno numeroso, in considerazione del ritrovato equilibrio del sistema bancario e della persistenza dell'inflazione.
- Il **comunicato** dovrebbe rilevare l'indebolimento della crescita della spesa e della produzione, con il mercato del lavoro in rallentamento moderato e l'inflazione sempre elevata. Il focus nel testo e nella conferenza stampa di Powell sarà sulla **forward guidance**. A marzo, si affermava che “un po' di restrizione di policy addizionale potrebbe essere appropriata per riportare l'inflazione al 2% “nel tempo”. La Fed si era lasciata quindi la porta aperta per ulteriori interventi, senza però vincolarsi a indicazioni che potessero segnalare il numero dei possibili rialzi. La formulazione alle riunioni precedenti invece segnalava l'aspettativa di “continui aumenti”, al plurale.
- La nostra previsione è che il Comitato segnali il **possibile inizio di una pausa prolungata**, durante la quale si valuterà la reazione della domanda e dell'inflazione alle condizioni del credito e alla politica monetaria attuata finora, tenendo conto della restrizione cumulata e dei ritardi con cui si trasmette. Il comunicato potrebbe indicare che il Comitato monitorerà l'evoluzione dei dati per valutare il livello dei tassi appropriato, sottolineando che i rischi sull'inflazione restano elevati, senza impegnarsi in termini di rialzi. In passato in queste fasi la Fed aveva introdotto l'indicazione di “pazienza” nella valutazione delle variabili chiave, ma nel caso attuale si dovrebbe ripetere il “forte impegno” a riportare l'inflazione al 2% e a mantenere la politica monetaria in territorio restrittivo per un certo tempo. In questa fase, i temi rilevanti per lo scenario dei tassi sono tre: **mercato del lavoro, inflazione e stabilità del sistema bancario**.
- Per quanto riguarda le **banche**, i dati mostrano un rientro della crisi relativamente rapido, con una flessione dei prestiti di emergenza richiesti alla Fed e un'interruzione del crollo dei depositi avvenuto a metà marzo. La gestione efficace dell'emergenza da parte delle autorità ha evitato una crisi finanziaria, ma non interrompe i **trend già in atto di calo dei depositi e restrizione delle condizioni del credito**. Tali trend, rendono molto probabili un'accelerazione del sentiero verso il basso dei prestiti nei prossimi trimestri e la persistenza di fragilità del sistema bancario nel suo complesso.
- Per quanto riguarda il **mercato del lavoro e l'inflazione**, la chiave di lettura è il **settore dei servizi**, che guida l'espansione dei consumi e dell'occupazione da un lato, e le pressioni sui prezzi dall'altro. Per la ripresa del trend verso il basso dell'inflazione, occorrerà una capitolazione della domanda per servizi ricreativi, ospitalità e istruzione, il cui aggiustamento è stato ritardato e frenato dopo la pandemia e sta ancora determinando eccessi di domanda, soprattutto in termini di occupazione. La **persistenza dell'inflazione core resterà il focus** del FOMC nei prossimi trimestri e sosterrà la Fed nel mantenimento di tassi poco oltre il 5% per “un certo tempo”, con il sostegno dell'esperienza storica degli anni Settanta.

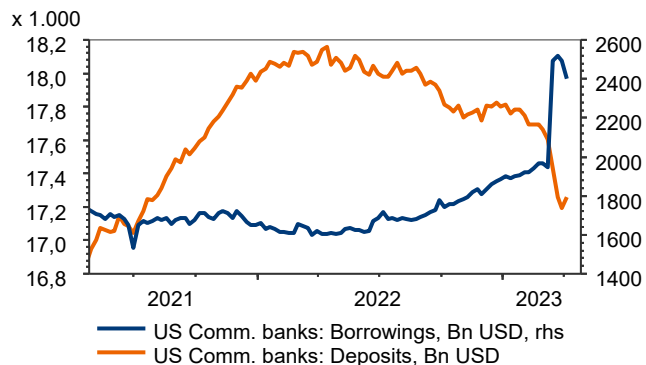
■ In conclusione, i dati e i trend in atto sono in linea, a nostro avviso, con **un ultimo rialzo a maggio e con un periodo di "attesa vigile"** sui due temi caldi dell'anno, la fragilità del sistema bancario, da un lato, e l'entità del rallentamento del mercato del lavoro, dall'altro. I ritardi con cui la riduzione del credito si trasmette sul ciclo dovrebbero permettere di mantenere i tassi in pausa per il resto di 2023. Nel frattempo, il focus si sposterà sullo scontro sul limite del debito, che genererà crescente volatilità sui mercati fino a quando la possibilità di default non verrà esclusa con un accordo, per ora ancora incerto.

Crisi evitata grazie agli interventi rapidi della Fed, ma le banche continuano a usare la liquidità di emergenza



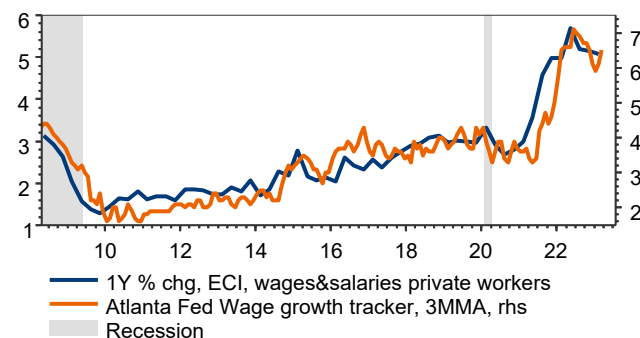
Fonte: Federal Reserve Board

Il crollo dei depositi di marzo si è interrotto, ma il trend resta verso il basso, e proseguirà



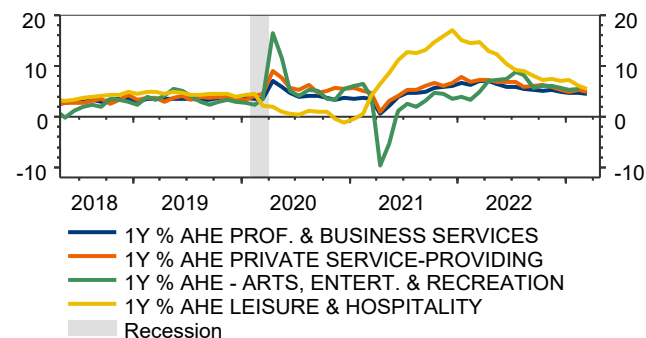
Fonte: Federal Reserve Board

Il costo del lavoro ha interrotto il calo



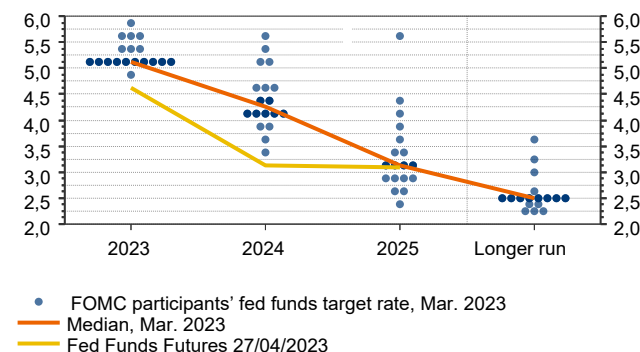
Fonte: BLS, Atlanta Fed

I salari nei servizi non rallentano (ancora)



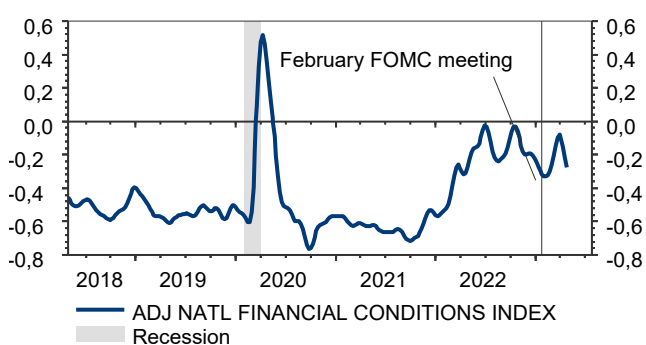
Fonte: BLS

Ultimo rialzo, prima di una pausa prolungata nel 2023



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

Condizioni finanziarie volatili dopo la crisi bancaria



Fonte: Chicago Fed

Il recedere delle turbolenze finanziarie consente alla BCE di concentrarsi sul controllo dell'inflazione, il che dovrebbe tradursi in un nuovo rialzo dei tassi alla riunione del 4 maggio. Tuttavia, gli eventi di marzo rendono più probabile che la restrizione diventi ora più cauta (+25pb invece di +50). Invece, la riduzione del bilancio potrebbe accelerare.

- **Ci attendiamo che il 4 maggio il Consiglio Direttivo della BCE alzi i tassi ufficiali di 25pb**, portando il tasso sui depositi al 3,25% e il tasso refi al 3,75%. Le misure di stress finanziario sono tornate ai livelli precedenti le crisi bancarie americane, mentre i dati mostrano riaccelerazione dell'attività economica e vischiosità dell'inflazione sottostante. In tale contesto, diventa più agevole applicare il principio di separazione fra posizione di politica monetaria e difesa della stabilità finanziaria. Di contro, l'andamento del credito bancario è nettamente rallentato negli ultimi mesi – un'evoluzione che giustificherebbe un passo più cauto da parte della BCE nella restrizione della politica monetaria. Ci sono ancora dati che potrebbero influenzare la decisione (stima flash di inflazione, BLS), ma pensiamo che il loro andamento dovrebbe essere davvero clamoroso per spostare la bilancia in un'altra direzione.
- Riteniamo che **continuerà a non essere fornito un indirizzo preventivo sui tassi ufficiali**, confermando che le decisioni saranno prese riunione per riunione sulla base dell'evoluzione dei dati. Tale impostazione è ancor più giustificata in quanto (i) a giugno saranno aggiornate le proiezioni dello staff, (ii) i tassi sono già restrittivi e (iii) un numero calante di membri del consiglio direttivo è convinto che i tassi debbano salire ancora molto.
- La BCE dovrebbe comunicare un obiettivo per la **riduzione del portafoglio APP** nel terzo trimestre. Ci aspettiamo che la riduzione sia **accelerata a €20-25 miliardi mensili medi**, che equivale a un sostanziale fermo dei reinvestimenti. Poiché a giugno c'è anche un maxi-rientro di fondi TLTRO III, che occorre in un periodo di pressione anche sul fronte dei depositi, al fine di ridurre il rischio di tensioni la BCE potrebbe forse precauzionalmente introdurre delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) oltre i 3 mesi, indicizzate al tasso sulle MRO.
- **Le nostre previsioni sull'andamento dei tassi restano immutate**: il tasso sui depositi dovrebbe raggiungere un picco di 3,75-4,00% entro settembre, dopo aver raggiunto il 3,50% a giugno. Tali valutazioni sono vicine a quelle del mercato OIS. Differiamo però in merito ai tempi della riduzione dei tassi: riteniamo improbabile che possano essere tagliati prima del 2024.

I market mover della settimana

Nella **zona euro** il focus sarà, oltre che sulla riunione BCE, sulla stima preliminare dell'inflazione di aprile, attesa stabile al 6,9% nell'insieme dell'area euro (ma in ulteriore calo in Italia); il PPI dovrebbe essere calato ancora a marzo. Nello stesso mese, nell'area euro le vendite al dettaglio dovrebbero mostrare una flessione mentre la disoccupazione è vista stabile; gli ordini all'industria tedeschi sono attesi correggere, come anche la produzione industriale francese (quest'ultima appesantita dagli scioperi). Infine, la seconda lettura dei PMI di aprile dovrebbe confermare la fase di accelerazione della ripresa sostenuta principalmente dai servizi.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana l'agenda è fitta di dati ed eventi cruciali. La riunione del FOMC dovrebbe concludersi con un altro rialzo dei tassi di 25pb e l'apertura di una possibile fase di pausa prolungata, condizionata all'evoluzione dei dati e alla ripresa del trend verso il basso dell'inflazione. Sul fronte dei dati di aprile, gli occupati non-agricoli dovrebbero confermare il trend di rallentamento visto nei mesi recenti, con una crescita ancora solida ma più contenuta, e il tasso di disoccupazione dovrebbe essere in marginale aumento a 3,6%. Gli indici ISM sono attesi in miglioramento, con il manifatturiero ancora in recessione e i servizi in espansione moderata.

Lunedì 1° maggio

Stati Uniti

■ L'**ISM manifatturiero** ad aprile è previsto in rialzo a 47 da 46,3 di marzo. Le indagini del manifatturiero ad aprile hanno dato indicazioni miste, con il PMI e l'Empire in miglioramento su livelli marginalmente espansivi, mentre il Philly Fed è calato ulteriormente in territorio recessivo. A marzo gli ordini erano in contrazione e la domanda in rallentamento permetteva di soddisfare gli ordini inevasi accumulati nel periodo di vincoli all'offerta. Dall'indagine emergeva che circa il 70% della produzione manifatturiera era in fase recessiva, con il 25% dell'output in settori con un indice composito minore o uguale a 45. Complessivamente il manifatturiero dovrebbe mantenersi in fase di moderata contrazione.

Martedì 2 maggio

Area euro

- **Italia.** La stima preliminare dovrebbe mostrare i **prezzi al consumo** ancora in rallentamento a 7,2% a/a ad aprile sull'indice nazionale e a 7,6% a/a in base alla misura armonizzata (da 7,6% e 8,1% precedenti, rispettivamente). Nel mese, i listini dovrebbero risultare in calo di -0,5% m/m sul NIC e stagnanti sull'IPCA. Ad aprile, le spese per la casa vedranno significativi ribassi, dopo il calo delle tariffe di luce e gas (-12% m/m e -3% m/m), che saranno solo in parte compensati dai rincari, tipicamente stagionali, dei servizi ricettivi e di ristorazione. Il calo dell'inflazione dovrebbe proseguire nei prossimi mesi e potrebbe portare la tendenza annua vicina all'1,5% negli ultimi mesi dell'anno.
- **Area euro.** La stima preliminare dovrebbe mostrare un'**inflazione** dell'Eurozona ad aprile stabile al 6,9% a/a. L'inflazione al netto di alimentari freschi ed energia dovrebbe restare anch'essa invariata a 7,5%. Nei prossimi mesi l'inflazione headline riprenderà a calare fino al 2% a fine anno, frenata da un effetto statistico sfavorevole proveniente dai prezzi energetici. L'inflazione core BCE, tuttavia, vedrà una discesa più ripida solo da metà 2023 sino a toccare il 3,5% in dicembre.
- **Area euro.** Le stime flash degli indici **PMI manifatturieri** di aprile hanno evidenziato marcate e inattese flessioni e anche le indagini della Commissione Europea hanno confermato la debolezza del settore industriale. La flessione più ampia è stata registrata in Francia per via degli scioperi ma i dati già pubblicati sono coerenti con un ampio calo anche del PMI manifatturiero italiano a 49 da un precedente 51,1.

Mercoledì 3 maggio

Area euro

- **Area euro.** Il mercato del lavoro non mostra ancora segnali di inversione: complice un ciclo più resiliente delle attese, le intenzioni di assunzione delle imprese restano su livelli ampiamente espansivi e coerenti con una crescita occupazionale ancora positiva almeno nel 1° semestre dell'anno. I risultati delle indagini di fiducia e i dati nazionali già pubblicati suggeriscono che il **tasso di disoccupazione** a marzo dovrebbe risultare stabile al 6,6%.

Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** ad aprile è atteso a 51,5, da 51,2 di marzo. L'indagine a marzo segnalava espansione dell'attività, rallentamento degli ordini e crescita disomogenea fra i settori, alcuni segmenti sono ancora spinti da una domanda sostenuta, ma restano vincolati dalla carenza di manodopera, altri invece sono caratterizzati da prospettive più deboli. La domanda di servizi complessivamente dovrebbe mantenersi in crescita nella parte centrale dell'anno.
- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi con un altro rialzo di 25pb e tassi dei fed funds a 5,25%. Il Comitato potrebbe aprire la strada a una pausa di "attesa vigile", mirata a valutare gli effetti su ciclo e inflazione della restrizione monetaria già attuata e delle ricadute della crisi bancaria sulla disponibilità di credito e, quindi, sulla domanda finale. Il FOMC dovrebbe mantenere l'impegno ad agire come necessario per riportare l'inflazione al 2%, da un lato, e per garantire la stabilità finanziaria in caso di nuove pressioni sulle banche, dall'altro.

Giovedì 4 maggio

Area euro

- **Area euro.** Ci attendiamo che il Consiglio Direttivo della **BCE** alzi i tassi ufficiali di 25pb, portando il tasso sui depositi al 3,25% e il tasso refi al 3,75%. Le misure di stress finanziario sono tornate ai livelli precedenti le crisi bancarie americane, mentre i dati mostrano riaccelerazione dell'attività economica e vischiosità dell'inflazione sottostante. Riteniamo che continuerà a non essere fornito un indirizzo preventivo sui tassi ufficiali, confermando che le decisioni saranno prese riunione per riunione sulla base dell'evoluzione dei dati. Infine, la BCE dovrebbe comunicare un obiettivo per la riduzione del portafoglio APP nel terzo trimestre: ci aspettiamo che la riduzione sia accelerata a €20-25 miliardi mensili medi, che equivale a un sostanziale fermo dei reinvestimenti.
- **Area euro.** Le letture preliminari degli indici **PMI servizi** di aprile hanno sorpreso nettamente al rialzo ed evidenziato una robusta accelerazione dell'attività nel settore. Limature degli indicatori, soprattutto in Francia dove il settore è stato colpito da scioperi e proteste per la riforma delle pensioni, non sono da escludere ma nel complesso dovrebbero mantenersi su livelli espansivi. In Italia la ripresa nei servizi dovrebbe mantenersi vigorosa come suggerito dalle indagini Istat, prevediamo un rialzo a 55,9 da 55,7 di marzo.
- **Area euro.** Il **PPI** è atteso in calo per il secondo mese a marzo, prevediamo di -1,4% m/m (6,1% a/a) trainato, ancora una volta dal contributo negativo dell'energia. Anche i costi dei beni intermedi sono attesi correggere, ma solo modestamente, mentre dovrebbero crescere ancora i prezzi di beni strumentali e di consumo. Il calo delle materie prime e dei costi dell'energia dovrebbero presto iniziare a trasmettersi anche sugli altri comparti compatibilmente con una tendenza annua dei prezzi alla produzione attesa accelerare al ribasso nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- La **bilancia commerciale** di marzo dovrebbe registrare un deficit in chiusura a -64 mld da -70,5 mld di febbraio. La bilancia preliminare dei beni ha mostrato un calo delle importazioni di -1% m/m e un aumento delle esportazioni di 2,9% m/m.

Venerdì 5 maggio

Area euro

- **Area euro.** Dopo la flessione di -0,8% m/m di febbraio le **vendite al dettaglio** dovrebbero calare per il secondo mese a marzo, stimiamo di -0,2% m/m (-3,2% a/a), chiudendo il trimestre in contrazione di -0,6% t/t (sarebbe la quinta flessione trimestrale consecutiva). Le elevate pressioni inflattive continuano a pesare sui consumi di beni ma le indagini di fiducia condotte presso gli esercenti e i nuclei famigliari sembrano puntare verso una ripartenza degli acquisti nei prossimi mesi.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti correggere a marzo di -1,5% m/m dopo il +4,8% m/m del mese precedente. Anche se confermato, il dato lascerebbe comunque gli ordini in crescita di 3,5% t/t nel 1° trimestre. Dovrebbe in ogni caso trattarsi solo di un rimbalzo temporaneo rispetto al calo registrato a fine anno; la tendenza di recupero della domanda rimane debole come hanno segnalato le indagini di fiducia di aprile.
- **Francia.** Gli scioperi nelle raffinerie dovrebbero aver frenato la **produzione industriale** a marzo. Stimiamo un contributo negativo dal comparto energia e raffinazione di circa 1pp mentre le indagini della Banque de France suggeriscono che anche l'output agro-alimentare dovrebbe essersi contratto a fronte di una crescita solo modesta nel resto della manifattura. Prevediamo quindi un calo di -1% m/m della produzione dopo la crescita di 1,2% registrata a febbraio, che lascerebbe comunque l'industria in espansione nel 1° trimestre.

Stati Uniti

- Gli **occupati non-agricoli** ad aprile sono previsti in aumento di 170 mila, dopo 236 mila di marzo. Le richieste di sussidi di disoccupazione sono su un trend verso l'alto iniziato a fine gennaio, dopo un periodo prolungato di quasi-stabilità in autunno, mentre i sussidi esistenti hanno svoltato a metà settembre. Anche l'andamento delle posizioni aperte (-15% a/a a marzo) supporta la previsione di ulteriore rallentamento della dinamica occupazionale. I dati dovrebbero mostrare crescita persistente nei segmenti che non hanno ancora recuperato i livelli pre-pandemici (ricreazione, ospitalità, istruzione sia pubblica sia privata) e stagnazione o contrazione in altri settori. I **salari orari** dovrebbero proseguire sul sentiero di aumenti moderati, con una variazione di 0,3% m/m. Il **tasso di disoccupazione** è atteso a 3,6% sulla scia del previsto rallentamento della variazione degli occupati rilevati con l'indagine presso le famiglie, dopo una crescita media di 590 mila negli ultimi 4 mesi. I dati complessivamente dovrebbero confermare un trend di rallentamento della crescita di occupati, anche se la scarsità di forza lavoro, ormai dovuta prevalentemente a fattori demografici, dovrebbe mantenere relativamente solida la dinamica salariale.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (2 – 5 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun	1/5	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		apr	prel 49.5		
		07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		apr	33.9		
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		apr	50.4			
	16:00	USA	Spesa in costruzioni		mar	-0.1	%	-0.1	
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	apr	46.3		46.6	47.0
Mar	2/5	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mar	-1.3	%	0.4
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		mar	-7.1	%	
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	apr	51.1		49.0	49.0
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		apr	prel 45.5		45.5	45.5
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	apr	prel 44.0		44.0	44.0
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	mar	2.9	%	2.5	2.5
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		mar	4.0	Mld €		
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	apr	prel 45.5			45.5
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	apr	46.6		46.6	
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	apr	-0.4	%		-0.5
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	apr	8.1	%	8.0	7.6
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	apr	0.8	%		0.0
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	apr	7.6	%		7.2
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	apr	7.5	%		7.5
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	apr	6.9	%	6.9	6.9
	12:00	ITA	PPI m/m		mar	-1.0	%		
	12:00	ITA	PPI a/a		mar	9.6	%		
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		mar	-0.7	%	0.8	
16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	mar	prel 0.3	%			
16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	mar	prel 3.2	%			
Mer	3/5	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione	*	mar	8.0	%	8.0
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	mar	6.6	%	6.6
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		apr	145	x1000	150	
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		apr	53.5			
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		apr	53.7			
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	apr	51.2		51.6	51.5
Gio	4/5	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		mar	16.0	Mld €	
		09:45	ITA	PMI servizi	*	apr	55.7		56.0
	09:50	FRA	PMI servizi finale		apr	prel 56.3		56.3	56.0
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	apr	prel 55.7		55.7	55.7
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	apr	prel 54.4		54.4	54.5
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	apr	prel 56.6		56.6	56.6
	10:30	GB	Credito al consumo		mar	1.413	Mld £	1.35	
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	apr	54.9		54.9	
	11:00	EUR	PPI a/a		mar	13.2	%	5.4	6.1
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	230	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.858	Mln		
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim		T1	3.2	%		
	14:30	USA	Produttività (al netto dell'agricoltura) t/t ann. prelim		T1	1.7	%		
	14:30	USA	Bilancia commerciale		mar	-70.5	Mld \$	-70.0	-64.0
Ven	5/5	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	apr	57.8		
		08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	mar	4.8	%	-2.0
	08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T1	0.2	%		
	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	mar	1.2	%	-0.3	-1.0
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		mar	-0.4	%		
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		mar	5.8	%		
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		mar	-0.8	%	0.1	-0.2
	14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	apr	236	x1000	181	170
	14:30	USA	Salari orari m/m		apr	0.3	%	0.3	0.3
	14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	apr	3.5	%	3.6	3.6

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (2 – 5 maggio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mer 3/5	20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds +25pb a 5,00% - 5,25%)
	20:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio 4/5	14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate +25pb a 3,75%, depo rate +25pb a +3,25%)
	14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven 5/5	10:00	EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
	19:00	USA	Discorso di Bullard (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	feb	2.6 (2.5)	%	0.0	0.4
Indice dei prezzi delle case m/m	feb	0.1 (0.2)	%		0.5
Vendite di nuove case (mln ann.)	mar	0.623 (0.640)	Mln	0.630	0.683
Fiducia consumatori (CB)	apr	104.0 (104.2)		104.0	101.3
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	mar	-1.2 (-1.0)	%	0.7	3.2
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	mar	-0.3 (-0.1)	%	-0.2	0.3
Bilancia commerciale prelim	mar	-91.99	Mld \$		-84.60
Richieste di sussidio	settim	246 (245)	x1000	248	230
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.861 (1.865)	Mln	1.878	1.858
PII t/t ann. advance	T1	2.6	%	2.0	1.1
Costo del lavoro	T1	1.1 (1.0)	%	1.1	1.2
Deflatore consumi (core) a/a	mar	4.7 (4.6)	%	4.5	4.6
Deflatore consumi a/a	mar	5.1 (5.0)	%		4.2
Spesa per consumi (nominale) m/m	mar	0.1 (0.2)	%	-0.1	0.0
Redditi delle famiglie m/m	mar	0.3	%	0.2	0.3
Deflatore consumi (core) m/m	mar	0.3	%	0.3	0.3
PMI (Chicago)	apr	43.8		43.5	48.6
Fiducia famiglie (Michigan) finale	apr	63.5		63.5	

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

Gli **ordini di beni durevoli** di marzo hanno sorpreso verso l'alto, con una variazione di 3,2% m/m, dopo -1,2% m/m di febbraio, grazie a un forte rimbalzo dell'aeronautica civile (78,4% m/m), dopo due mesi di contrazioni. Gli ordini al netto dei trasporti sono aumentati di 0,3% m/m. Gli ordini di beni capitali al netto della difesa sono balzati di 10,4% m/m, quelli al netto di difesa e aerei sono invece calati di -0,4% m/m. Le consegne di beni capitali al netto della difesa, in aumento di 3,6% m/m, dopo due mesi in calo, danno indicazioni positive per gli investimenti del 1° trimestre anche se nel complesso i dati segnalano un trend sottostante sempre debole per ordini e consegne.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board ad aprile ha deluso le aspettative con un calo a 101,3 da 104, per via di una correzione delle aspettative a 68,1 da 74, a fronte di un aumento della situazione corrente. L'indagine riporta un miglioramento della valutazione del mercato del lavoro, che fa prevedere un tasso di disoccupazione sempre su livelli coerenti con un significativo eccesso di domanda di lavoro.

Le **vendite di case nuove** a marzo sono aumentate a 683 mila, da 623 mila di febbraio, dando indicazioni di stabilizzazione del mercato immobiliare residenziale anche sulla scia dell'indebolimento dei tassi sui mutui visto nei primi mesi dell'anno.

La stima **advance del PIL del 1° trimestre** ha registrato una variazione di 1,1% t/t ann., dopo 2,6% t/t ann. di fine 2022, con un ampio **contributo negativo delle scorte** (-2,26pp), che ha più che controbilanciato l'accelerazione dei consumi. I **consumi privati** sono cresciuti di 3,7% t/t ann., dopo 1% t/t ann. nel 4° trimestre, grazie al balzo transitorio della spesa di gennaio. I consumi di beni sono in rialzo di 6,5% t/t ann. e quelli di servizi crescono di 2,3% t/t ann. Invece, gli **investimenti fissi delle imprese** sono in netto rallentamento (0,7% t/t ann., dopo 4% in autunno), con una correzione dei macchinari (-7,3% t/t ann.) a fronte di una crescita a due cifre delle strutture per il secondo trimestre consecutivo. Gli **investimenti residenziali** restano in calo, ma a un ritmo moderato (-4% t/t ann., dopo -25,1%). La **spesa pubblica** accelera, e registra un aumento di 4,7% t/t ann., mentre il **canale estero** contribuisce per 0,11pp, dopo 0,5pp in autunno, con esportazioni e importazioni entrambe in rialzo (4,8% t/t ann. e 2,9% t/t ann., rispettivamente). La domanda domestica privata finale è solida, con una variazione di 2,9% t/t ann., dopo un dato invariato in autunno. Le informazioni nel complesso sono **coerenti con una ripresa del rallentamento nel 2° trimestre**, anche se l'ampia riduzione delle scorte lascia spazio per un andamento

modestamente positivo dell'output nei prossimi mesi. Il focus per la crescita resta concentrato sui consumi, che evidenziano un aumento della debolezza nei dati mensili.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 22 aprile sono in calo a 230 mila da 246 mila della settimana precedente, ma il trend in rialzo iniziato a febbraio per ora non è messo in discussione. I **sussidi esistenti** sono poco variati a 1,585 mln al 15 aprile, e confermano la tendenza verso l'alto in atto da metà 2022.

I dati del bilancio della Fed al 26 aprile hanno mostrato il secondo aumento consecutivo dei **prestiti di emergenza complessivi**, con una variazione di 11 mld (+4 mld per la finestra di sconto, +7,4 mld per il Bank Term Funding Program), a 155 mld, e una correzione a zero dei repo, a fronte di una riduzione di circa 32 mld di riserve e un aumento del conto di tesoreria di 31 mld, a 296 mld. I movimenti di liquidità sono principalmente causati dal pagamento delle imposte, ma il trend dei prestiti di emergenza sarà monitorato per valutare l'aumento di necessità di fondi da parte delle banche a fronte del calo dei depositi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	mar	1.34		1.34	1.32
Tasso di disoccupazione	mar	2.6		% 2.5	2.8
Vendite al dettaglio a/a	mar	7.3	(6.6)	% 5.8	7.2
Produzione industriale m/m prelim	mar	4.6		% 0.5	0.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La **produzione industriale** di marzo ha sorpreso verso l'alto con una variazione di 0,8% m/m (-0,7% a/a) e un aumento delle consegne di 0,4% m/m. L'indagine presso le imprese mostra una previsione solida per maggio (4,1% m/m), seguita da una contrazione attesa a giugno (-2% m/m), con indicazioni positive per la crescita del 2° trimestre.

Il **tasso di disoccupazione** a marzo è salito a 2,8% da 2,6% di febbraio, toccando il massimo da gennaio 2022, con un aumento della forza lavoro di 370 mila unità, che ha più che compensato l'incremento degli occupati di 150 mila. Il **jobs to applicant ratio** è calato a 1,32 da 1,34. Complessivamente i dati non segnalano un peggioramento del mercato del lavoro alla luce dell'incremento della partecipazione.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	apr	-7.6		-7.8
BEL	PIL t/t prelim	T1	0.1	%	0.3
EUR	Fiducia consumatori finale	apr	-19.1 (-17.5)		-17.5
EUR	Fiducia servizi	apr	9.6 (9.4)		9.4
EUR	Fiducia industria	apr	-0.5 (-0.2)		0.1
EUR	Indice di fiducia economica	apr	99.2 (99.3)		99.9
EUR	PIL t/t 1a stima	T1	0.0	%	0.2
EUR	PIL a/a 1a stima	T1	1.8	%	1.4
FRA	Fiducia consumatori	apr	82 (81)		81
FRA	PIL t/t prelim	T1	0.0 (0.1)	%	0.2
FRA	Spese per consumi m/m	mar	-0.8	%	0.3
FRA	IPCA a/a prelim	apr	6.7	%	6.6
GER	IFO	apr	93.2 (93.3)		94.0
GER	IFO (sit. corrente)	apr	95.4		96.0
GER	IFO (attese)	apr	91.0 (91.2)		91.5
GER	Fiducia consumatori	mag	-29.3 (-29.5)		-27.9
GER	Prezzi import a/a	mar	2.8	%	-3.6
GER	Tasso di disoccupazione	apr	5.6	%	5.6
GER	Variazione n° disoccupati	apr	16	x1000	10
GER	PIL s.a. t/t prelim	T1	-0.5 (-0.4)	%	0.2
GER	PIL s.a. a/a prelim	T1	0.8 (0.9)	%	0.3
GER	IPCA m/m prelim	apr	1.1	%	0.8
GER	IPCA a/a prelim	apr	7.8	%	7.8
GER	CPI (Lander) a/a prelim	apr	7.4	%	7.3
GER	CPI (Lander) m/m prelim	apr	0.8	%	0.6
ITA	Fiducia consumatori	apr	105.1		105.5
ITA	Indice di fiducia delle imprese	apr	104.1 (104.2)		104.0
ITA	PIL a/a prelim	T1	1.4	%	1.4
ITA	PIL t/t prelim	T1	-0.1	%	0.2
ITA	Fatturato industriale a/a	feb	8.4 (8.4)	%	7.2
ITA	Fatturato industriale m/m	feb	-1.2 (-1.1)	%	1.3
SPA	PIL t/t prelim	T1	0.2	%	0.3
SPA	IPCA a/a prelim	apr	3.1	%	4.1

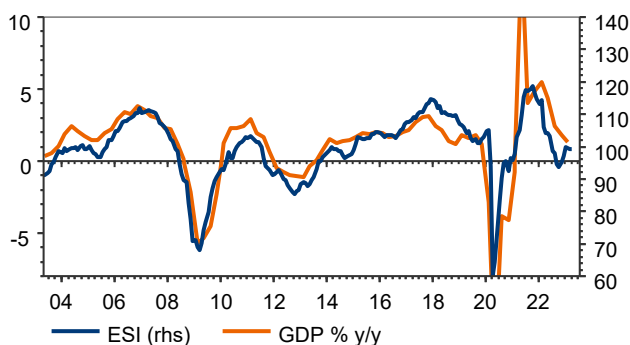
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Area euro. Nel 1° trimestre il **PIL** è cresciuto di 0,1% t/t (1,3% a/a) dopo la stagnazione di fine 2022 (è stato rivisto al ribasso di un decimo a -0,1% il dato relativo all'aggregato ex-Croazia). Il dato è leggermente inferiore alle attese nostre e di consenso per un aumento di 0,2% t/t. Tra le principali economie il dato più deludente è risultato quello tedesco che ha registrato una stagnazione. Spagna e, soprattutto, Italia hanno sorpreso al rialzo (entrambe con una crescita di 0,5% t/t) mentre il dato francese (0,2% t/t) è risultato in linea con le attese. Non è ancora disponibile lo spaccato delle componenti ma i dati nazionali già pubblicati suggeriscono che la domanda interna è rimasta debole a cavallo d'anno (in particolare i consumi privati dovrebbero essersi contratti anche nel 1° trimestre), mentre la crescita è stata verosimilmente sostenuta, come a fine 2022, dalle esportazioni nette. Dopo un 1° trimestre in espansione solo marginale, le indagini di fiducia offrono segnali per un'accelerazione della crescita, stimiamo intorno a 0,2% t/t, nel trimestre in corso. Nei prossimi trimestri saranno due fattori contrastanti a guidare il ciclo: gli effetti positivi del recupero del potere d'acquisto e quelli negativi della restrizione finanziaria. Ci aspettiamo che sarà il primo a prevalere, con ritmi di crescita del PIL attesi restare sotto il potenziale ma ancora positivi, compatibilmente con una crescita in media annua intorno a 0,8% nel 2023.

Area euro. L'indice **ESI** della Commissione Europea ha registrato un lieve miglioramento ad aprile (a 99,3 da 99,2, rivisto al ribasso di un decimo), guidato dai servizi (10,5 da 9,6) e dal commercio al dettaglio (-1 da -1,5), mentre l'industria segna la terza contrazione consecutiva (-2,6 da -0,5). Stabile il morale nelle costruzioni (a 1,0) mentre la seconda stima ha confermato il miglioramento

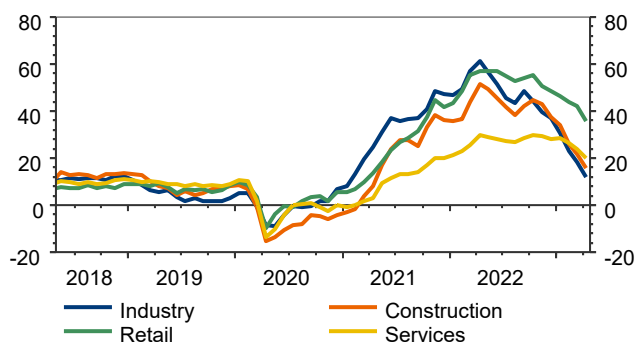
dell'indice di fiducia dei consumatori (-17,5 da -19,1). Il dato dell'industria registra peggioramenti diffusi a tutte le componenti, con flessioni pronunciate negli ordinativi e nelle aspettative di assunzioni. La domanda non manifesta ancora chiari segnali di recupero e le aspettative di produzione calano per il terzo mese consecutivo. Le aspettative sui prezzi confermano la tendenza al ribasso emersa nei mesi precedenti, soprattutto nel settore industriale ma anche negli altri comparti gli indici hanno corretto rispetto ai picchi dei mesi precedenti pur rimanendo su livelli storicamente elevati e coerenti con pressioni inflattive ancora robuste soprattutto nei servizi. Le indagini restano coerenti con una crescita del PIL nel 2° trimestre ma su ritmi meno vigorosi rispetto a quanto suggerito dai PMI.

ESI coerente con una dinamica del PIL ancora positiva



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission, Eurostat

Correggono le aspettative sui prezzi ma restano sopra la media storica soprattutto nei servizi e nel commercio



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission

Germania. Nel 1° trimestre il **PIL** ha registrato una stagnazione (contro attese per una crescita di 0,2% t/t), mentre il calo registrato nel 4° trimestre del 2022 è stato rivisto al ribasso di un decimo a -0,5% t/t. Secondo le prime indicazioni preliminari rilasciate da Destatis, i consumi, sia privati che pubblici, sono calati ad inizio 2023; di contro, contributi positivi all'attività economica sono arrivati dagli investimenti e dal commercio estero. Dal 2° trimestre ci aspettiamo una crescita vicina allo 0,2% t/t. La nostra previsione per il 2023 è di un tasso di crescita al netto degli effetti di calendario dello 0,2%, in deciso calo rispetto all'1,9% dello scorso anno.

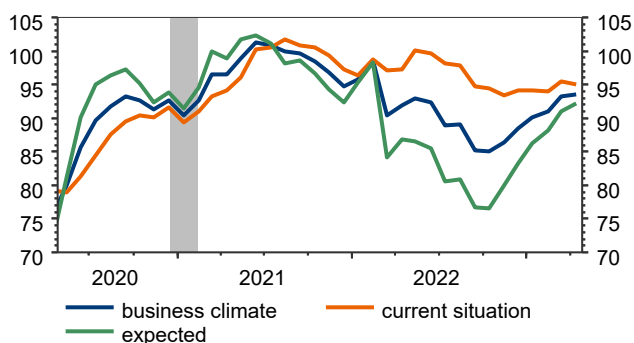
Germania. L'**inflazione** in aprile è calata di due decimi su entrambi gli indici, al 7,6% a/a dal 7,8% precedente sull'IPCA e al 7,2% a/a dal 7,4% su base nazionale. Lo spaccato parziale dell'indice domestico mostra che il rallentamento è dovuto quasi esclusivamente agli alimentari (a 17,2% a/a da 22,3% precedente), ed in minima parte ai servizi, che hanno rallentato solo di un decimo a 4,7% a/a; di contro, torna a crescere la componente energia (6,8% da 3,5% precedente), per via di effetti base favorevoli legati all'introduzione di misure anti-rincarì nell'aprile 2022. Risulta stabile al 2% a/a l'inflazione degli affitti. La variazione congiunturale è stata di +0,6% m/m sulla misura armonizzata e di +0,4% su quella nazionale, in rallentamento rispetto a marzo. La stima *flash* dai *Länder* mostra come la spinta ribassista sia giunta in particolare dagli alimentari freschi (ad esempio in Sassonia il prezzo della verdura è sceso di -12,1% m/m, quello della frutta di -2,7% m/m), cui si è contrapposto un aumento di abbigliamento e trasporti (rispettivamente +2,3% m/m e +1,9% m/m nel Brandeburgo). Nel nostro scenario centrale l'inflazione headline dovrebbe continuare a calare nei prossimi mesi fino a raggiungere il 2,4% a fine anno (2,5% sull'IPCA). L'inflazione al netto di alimentari ed energia, stimata stabile al 5,7% in aprile, dovrebbe chiudere l'anno sopra il 3%. Nel corso del 2023, infine, dovrebbe ridursi lo scarto tra indice nazionale e armonizzato per via di un maggior allineamento tra i pesi delle due misure.

Germania. Il **tasso di disoccupazione** è risultato stabile al 5,6% in aprile, dopo essere cresciuto di un decimo a marzo. Il numero dei senza lavoro è aumentato di 24 mila unità in termini destagionalizzati, per effetto sia dell'impatto ritardato del rallentamento del ciclo, che

dell'afflusso di rifugiati dall'Ucraina. La disoccupazione dovrebbe mantenersi pressoché stabile nei prossimi mesi, per tornare a flettere dall'estate. Ci aspettiamo una disoccupazione al 5,4% in media nel 2023 dal 5,3% dello scorso anno.

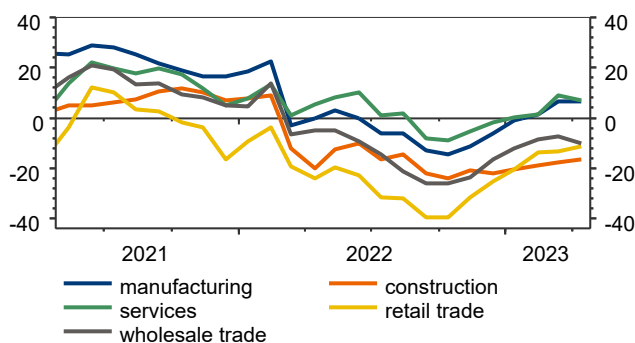
Germania. L'indice Ifo di aprile ha registrato il sesto rialzo consecutivo, a 93,6 da un precedente 93,2 (ai massimi da febbraio dell'anno scorso). Il progresso è spiegato dal miglioramento delle attese per i prossimi mesi (a 92,2 da un precedente 91), contro un sentiment sulle condizioni correnti in lieve peggioramento (a 95 da 95,4). Il dettaglio mostra un marcato miglioramento delle aspettative nel manifatturiero, sulla scia dell'allentamento delle strozzature all'offerta e del calo del prezzo del gas, e nelle costruzioni, in chiara ripresa da inizio anno. Il morale nei servizi, al contrario di quanto emerso dalle indagini PMI, ha subito una flessione sia della situazione corrente che delle aspettative dopo la tendenza al rialzo registrata nei mesi precedenti. Nei mesi primaverili l'Ifo dovrebbe dunque mantenersi sopra il 91,5 medio del 1° trimestre, su livelli coerenti con una espansione moderata del PIL tedesco.

L'IFO cresce grazie al miglioramento delle attese



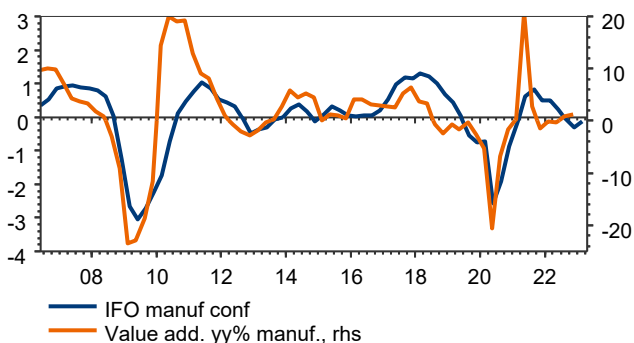
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

Le indagini segnalano forti asimmetrie tra settori



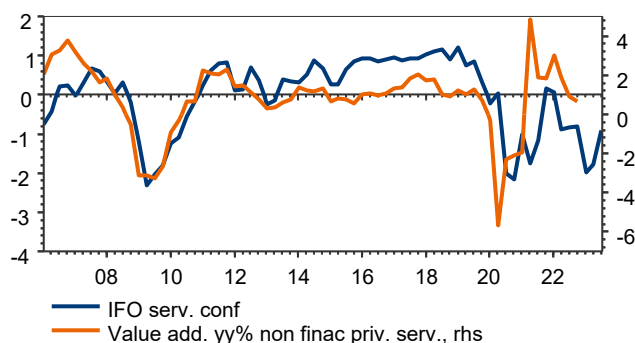
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

La debolezza manifatturiera non si invertirà a breve



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, Destatis

Nei servizi la fiducia è in forte ripresa ma resta al di sotto della media di lungo periodo



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute, Destatis

Germania. L'indice GfK di fiducia dei consumatori (dato preliminare di maggio) è salito per il settimo mese consecutivo, a -25,7 da un precedente -29,3, un massimo da aprile 2022. A guidare la risalita del sentiment dei consumatori sono le aspettative di reddito; ad aprile, l'indice è salito a -10,7 (+13,6 punti rispetto il mese precedente, massimo da febbraio 2022). Sulla scia del significativo aumento delle aspettative di reddito, anche la propensione all'acquisto è migliorata per il terzo mese consecutivo (+3,9 punti rispetto ad aprile, a -13,1). In ogni caso, il morale dei consumatori rimane su livelli depressi ed è difficile che i consumi possano fornire un contributo positivo al PIL del 2023.

Francia. Il **PIL** è cresciuto, in linea con le previsioni, di 0,2% t/t a fronte di revisioni al ribasso di un decimo per entrambi i due trimestri precedenti (a zero per il 4° trimestre e a 0,1% per il 3° trimestre). Come nel trimestre precedente è stata la domanda interna a frenare la crescita con consumi privati solo stagnanti dopo l'ampia flessione di fine 2022 e investimenti fissi in leggero calo (-0,2% t/t da 0%) penalizzati dalla componente residenziale. Negativo anche l'apporto delle scorte. L'espansione è venuta pertanto dal canale estero netto (+1,1% per l'export, -0,6% per l'import). Nel 2° trimestre dovremmo assistere a un rimbalzo dell'attività per via della fine degli scioperi, ma non emergono ancora chiari segnali di riaccelerazione. La crescita del PIL potrebbe restare sostanzialmente stabile sui ritmi di inizio anno; confermiamo le nostre attese di espansione a 0,8% in media annua.

Francia. La **fiducia dei consumatori** è salita di un punto, a 83, ad aprile; la lettura del mese precedente è stata rivista al rialzo da 81 a 82. L'indagine riporta un contenuto miglioramento delle aspettative, che peraltro restano su livelli negativi, a fronte di un deterioramento delle intenzioni di spesa. L'inflazione percepita tocca un nuovo massimo storico ma si registra un deciso calo di quella attesa. Nonostante il rialzo di aprile, il morale delle famiglie rimane al di sotto della media storica e su livelli coerenti con una dinamica ancora debole delle spese private nel trimestre in corso.

Francia. A dispetto delle attese, l'**inflazione è salita ad aprile al 5,9%** dal 5,7% sull'indice nazionale e al 6,9% dal 6,7% sull'armonizzato. Il rialzo tendenziale di questo mese è trainato dalle componenti energia e servizi, cresciute rispettivamente dal 4,9% al 7% e dal 2,9% al 3,2%. I beni industriali sono rimasti pressoché stabili al 4,7% (dal 4,6% precedente), mentre gli alimentari scendono al 14,9% a/a dal 15,9% di marzo, spinti al ribasso dagli alimentari freschi (al 10,2% dal 17,1%). Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato un aumento dello 0,6% m/m sul CPI e dello 0,7% m/m sull'IPCA. La crescita congiunturale di aprile è legata ai servizi, data l'accelerazione delle componenti trasporti e altri servizi; di contro, l'energia registra una flessione e gli alimentari un rallentamento della crescita (0,6% m/m da 1,8% m/m di marzo). A partire da maggio, il CPI francese è visto spostarsi su un trend di moderata discesa, per poi calare al 2,5% a fine anno.

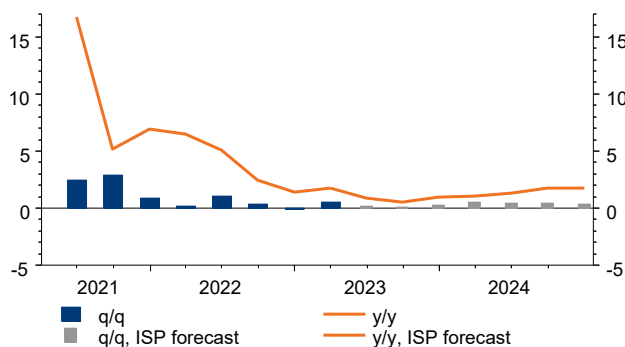
Italia. Dopo un calo marginale alla fine dell'anno scorso, il **PIL** ha registrato un **forte rimbalzo** nei primi mesi del 2023, con un aumento di **0,5% t/t** (massimo dal 2° trimestre 2022). Rispetto allo stesso trimestre dello scorso anno, l'attività economica è cresciuta di 1,8% (dall'1,4% di fine 2022). Nel comunicato stampa dell'Istat si legge che dal lato della spesa **hanno contribuito al PIL sia la domanda interna** (al lordo delle scorte) **che le esportazioni nette**; dal lato dell'offerta **hanno dato un apporto positivo sia l'industria** (in senso lato ovvero comprese le costruzioni) **che i servizi**, mentre il valore aggiunto nel settore primario è rimasto sostanzialmente invariato.

Il dettaglio completo dei dati sarà reso noto solo il 31 maggio, ma **riteniamo che il principale contributo al valore aggiunto possa essere venuto dalle costruzioni**, probabilmente influenzate anche da condizioni meteo favorevoli (mentre pensiamo che l'industria in senso stretto sia risultata poco variata) e che, **dal lato della domanda, il maggior apporto possa essere giunto dal commercio estero**, in un contesto di aumento delle esportazioni e calo dell'import. **Il contributo della domanda interna al netto delle scorte, dovrebbe a nostro avviso risultare contenuto**, e guidato dagli investimenti (in particolare in costruzioni), mentre riteniamo improbabile che siano cresciuti i consumi delle famiglie.

In ogni caso, **la sorpresa positiva d'inizio anno alza la crescita "acquisita" per il 2023** (in caso di attività economica stabile nei restanti trimestri dell'anno) **allo 0,8%, al di sopra delle stime di consenso** (0,6%) e in linea con la nostra attuale previsione (0,8%). Poiché riteniamo che l'ipotesi di una mancata crescita del PIL nella restante parte dell'anno sia eccessivamente pessimistica, **il dato del 1° trimestre fa emergere chiari rischi di rialzo sulla nostra previsione di crescita per il 2023, peraltro già da tempo superiore al consenso.**

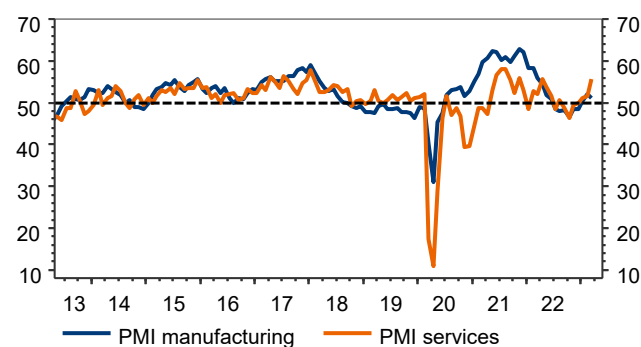
In prospettiva, dopo aver beneficiato del crollo dei prezzi dell'energia, **con il passare del tempo l'economia potrebbe risentire maggiormente dell'aumento dei tassi d'interesse**, il cui impatto potrebbe essere amplificato dal fatto che il settore immobiliare sembra essere stato il principale motore di crescita a inizio 2023 (come è stato nella maggior parte del periodo post-pandemico). È probabile un rallentamento su base congiunturale del PIL a partire dal trimestre in corso, dopo l'ampia sorpresa positiva d'inizio anno, ma **le indagini rimangono coerenti con un'espansione economica di 0,2/0,3% t/t nei trimestri centrali dell'anno**, il che significa che **il PIL italiano potrebbe crescere di almeno l'1% quest'anno, con rischi verso l'alto**.

Un rallentamento su base congiunturale del PIL (rispetto allo 0,5% d'inizio anno) è probabile nei restanti trimestri dell'anno, ma l'attività economica dovrebbe continuare a espandersi...



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

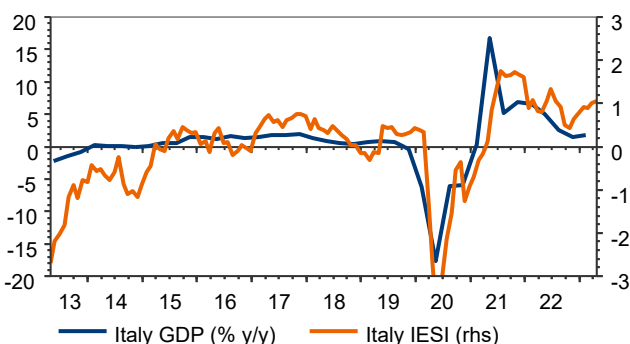
...in coerenza con i segnali confortanti giunti dalle indagini, in particolare nel settore dei servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

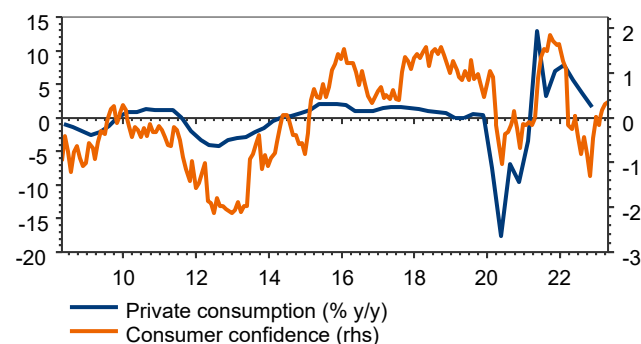
Italia. La **fiducia di consumatori e imprese** è migliorata ancora in aprile: l'indice composito IESI è salito a 110,5 da un precedente 110,1, mentre il morale dei nuclei familiari si è portato, in linea con le attese, a 105,5 da 105,1. Trainanti sono risultati i servizi (a 105,5 da 103,9, un massimo da giugno 2022) e le costruzioni (a 164,2 da 159,1, secondo livello più elevato dall'inizio delle rilevazioni), mentre la fiducia è calata nella manifattura (a 103 da 104,1, un minimo da due mesi) e nel commercio (a 113 dopo il massimo storico di 115,7 toccato a marzo). Le indagini mostrano una divergenza tra industria e servizi ma nel complesso offrono spunti positivi per l'attività nei mesi primaverili (il livello è coerente con una crescita del PIL di 0,2/0,3% t/t nel trimestre in corso).

Il dato di aprile offre segnali incoraggianti per una riaccelerazione della crescita nel 2° trimestre



Nota: indici di fiducia standardizzati e interpolati per stimare il dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Si conferma la tendenza di recupero del morale dei consumatori



Nota: indici di fiducia standardizzati e interpolati per stimare il dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Italia. Il **fatturato industriale** è rimbalzato di 1,3% m/m a febbraio al netto dei fattori stagionali, da un precedente -1,2% m/m, trainato da energia e beni intermedi. In termini tendenziali, il fatturato totale corretto per i giorni di calendario cresce del 7,2% a/a (da 8,4% del mese precedente). I

dati espressi in volume e relativi al solo settore manifatturiero registrano invece un aumento dello 0,8% in termini congiunturali e un calo pari a -1% rispetto ad un anno prima.

Italia. L'indice delle **retribuzioni contrattuali** orarie a marzo ha registrato un incremento dello 0,1% m/m, accelerando su base annua a 2,2% a/a. Nel 1° trimestre gli aumenti tendenziali più vivaci sono stati registrati nella pubblica amministrazione (4,9% a/a) per via degli incrementi programmati relativi al triennio 2019-21. Più modesti gli aumenti per industria (1,4% a/a) e servizi privati (0,9%). Secondo l'Istat, sulla base dei contratti in vigore la crescita delle retribuzioni contrattuali dovrebbe attestarsi in media al 2,2% nel prossimo semestre e al 2,1% nel 2023. I dati sulla tensione contrattuale segnalano però che oltre il 50% degli occupati è in attesa di rinnovo (75,5% nei servizi privati) suggerendo che nei prossimi mesi potremmo assistere ad una ulteriore accelerazione dei salari, attesi comunque rimanere su ritmi inferiori al resto dell'Eurozona.

Spagna. Nel 1° trimestre il **PIL** è cresciuto di 0,5% t/t contro attese ferme a 0,3%, in leggera accelerazione dallo 0,4% di fine 2022. Il dato migliore del previsto nasconde però una pesante contrazione dei consumi privati (-1,3% t/t dopo il -1,7% precedente), mentre rimbalzano dopo il crollo del 4° trimestre gli investimenti fissi (1,9% t/t da -3,7%). Come nel trimestre precedente è stato quindi il commercio internazionale a trainare la crescita grazie al robusto incremento delle esportazioni (+5,8%) in scia alla ripresa dei flussi turistici in entrata (le importazioni sono cresciute ma in misura minore, +3,1%). L'economia spagnola potrebbe continuare a sovraperformare il resto dell'Eurozona anche nel 2° trimestre, ancora sostenuta dalla ripresa del turismo sull'onda del recupero dei livelli di attività pre-pandemica che, a differenza di Italia e Francia, è ancora incompleto (nel 1° trimestre il divario rispetto a fine 2019 è pari a -0,2%). Stimiamo una crescita in media annua intorno al 2% nel 2023.

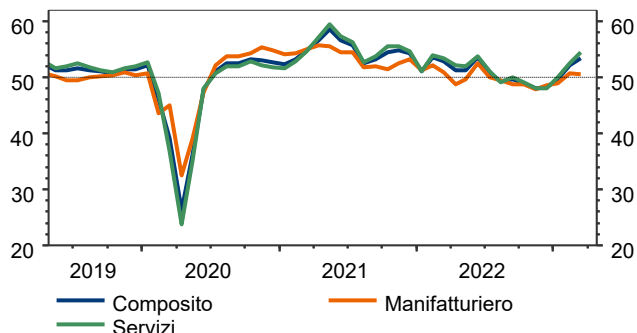
Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	apr	57.0		
PMI manifatturiero - NBS	apr	51.9	51.4	
PMI non manifatturiero - NBS	apr	58.2		

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

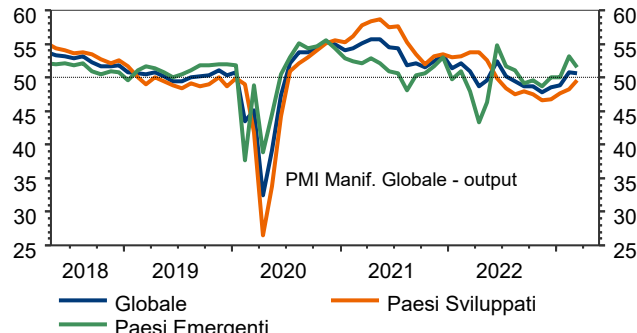
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



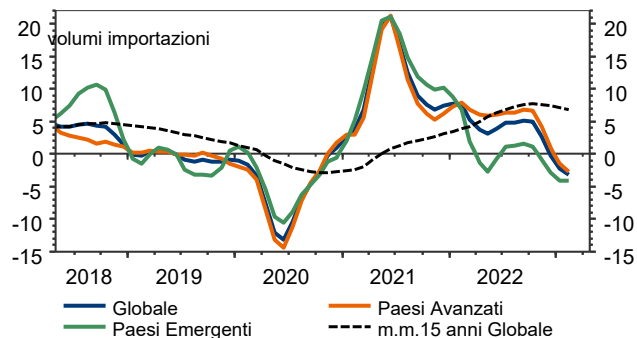
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



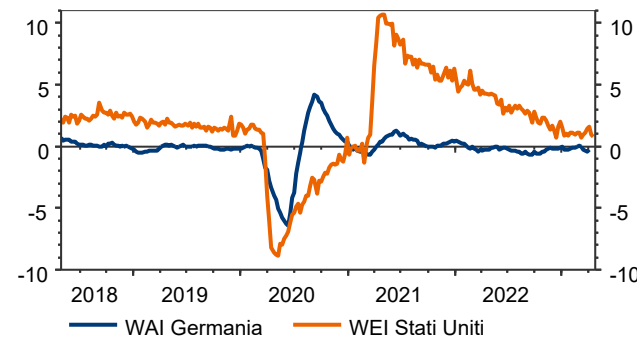
Fonte: S&P Global

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



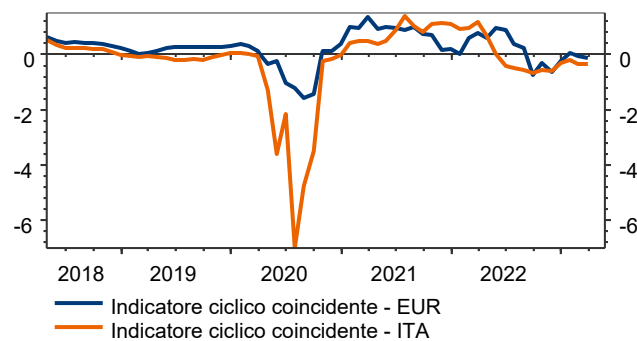
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



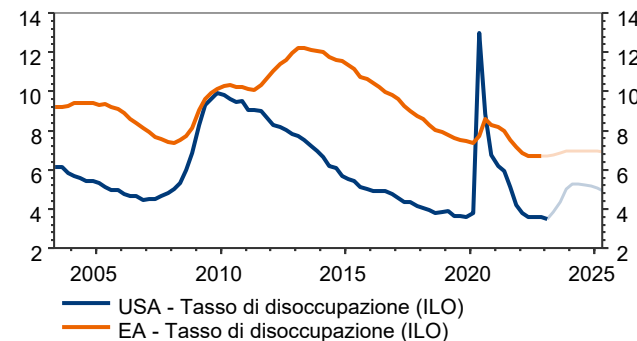
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

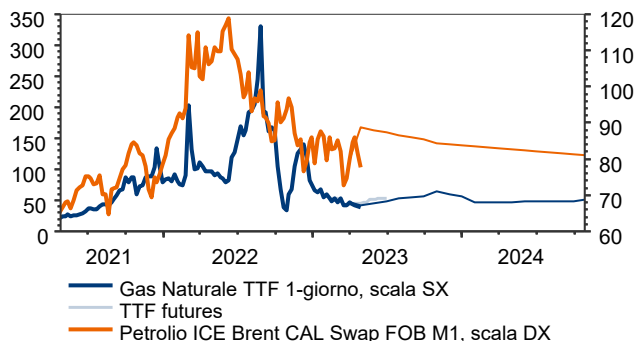
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

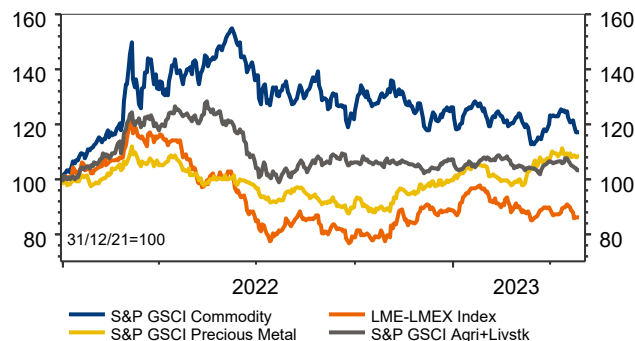
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



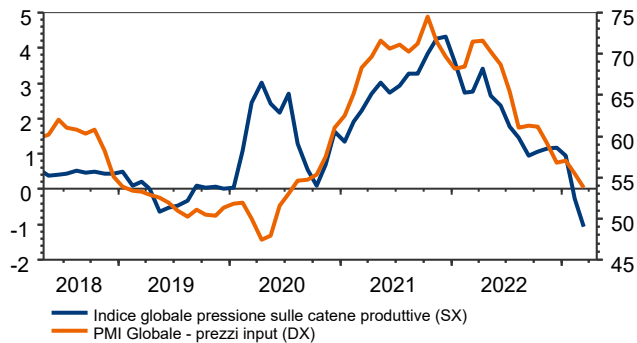
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



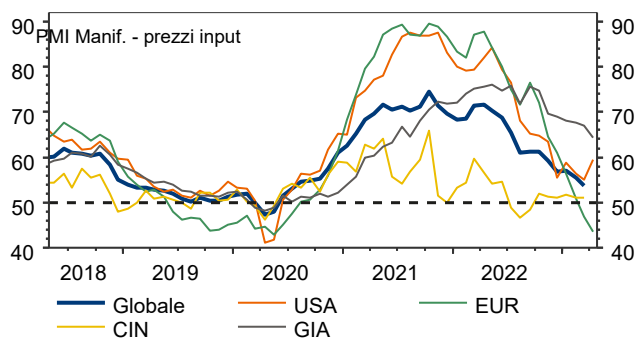
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



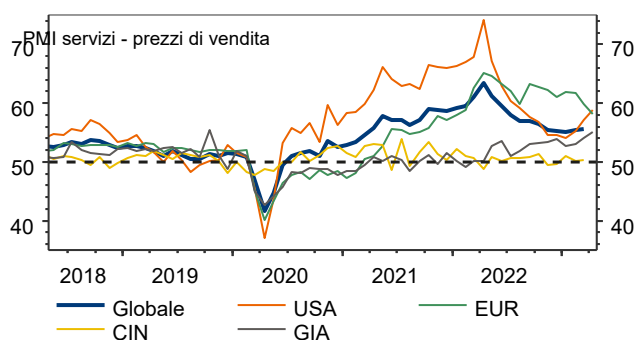
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



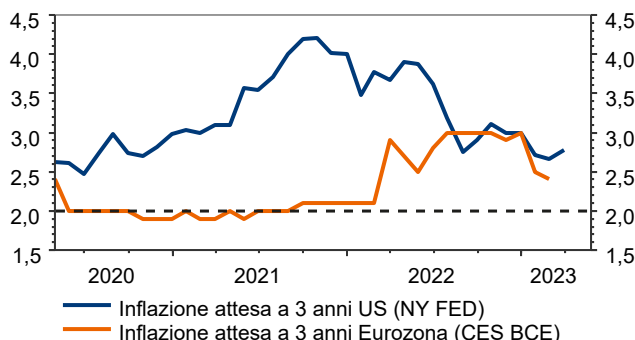
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

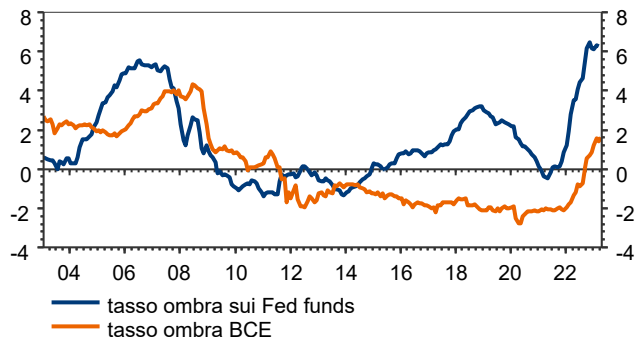
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

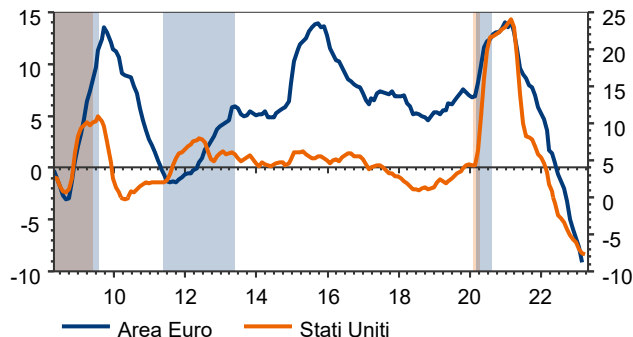
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



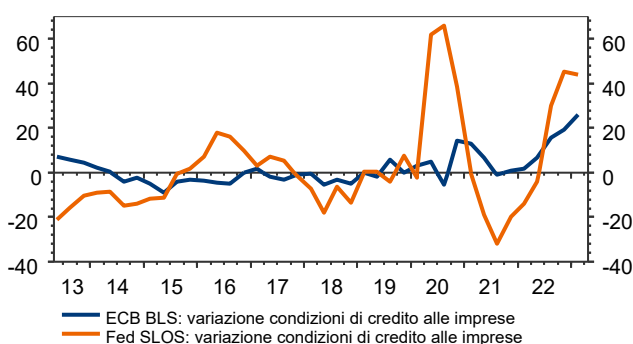
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



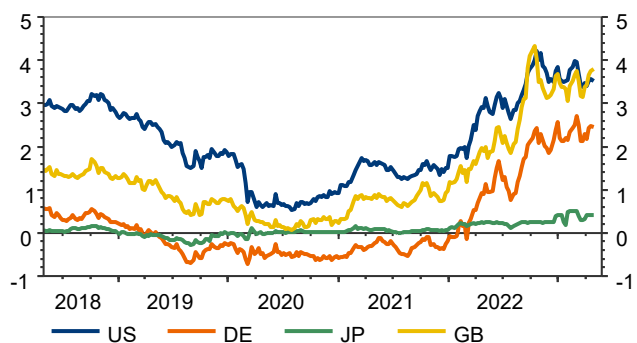
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



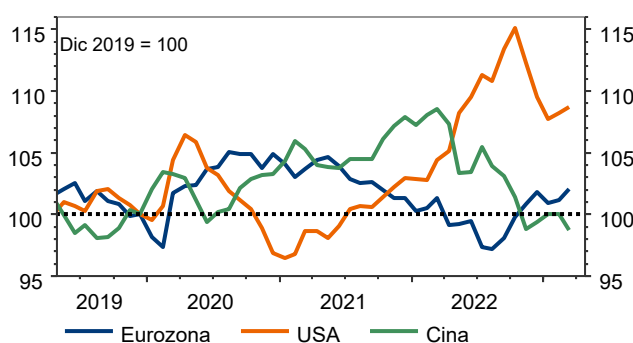
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

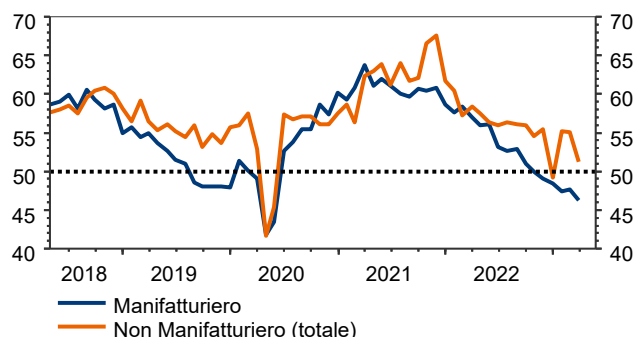
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

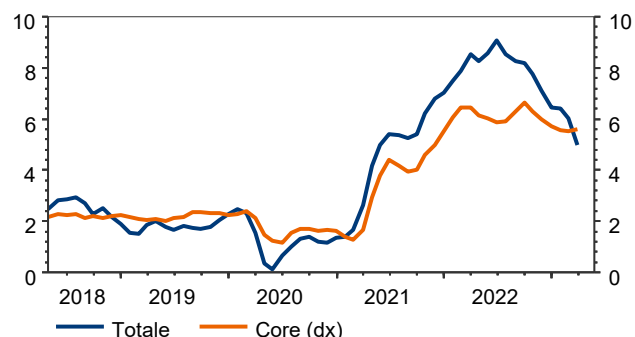
Stati Uniti

Indagini ISM



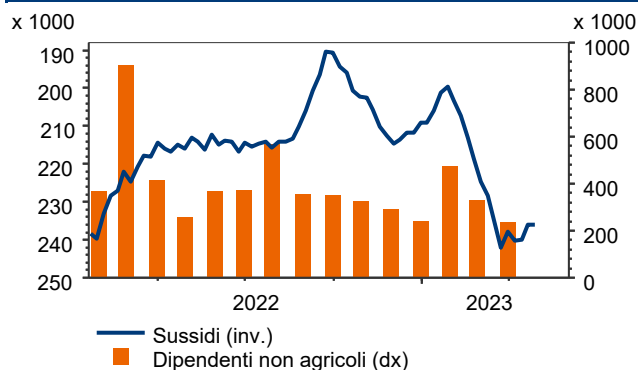
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



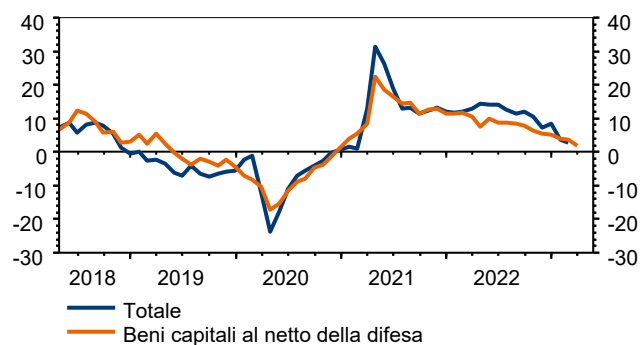
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

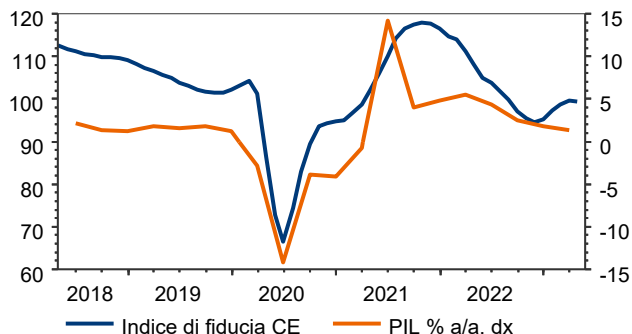
Previsioni

	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	1.6	1.9	0.9	-0.1	-0.2
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.2	2.6	1.1	0.6	-0.7	-1.4	0.7
Consumi privati	2.7	1.6	0.7	2.0	2.3	1.0	3.7	1.4	-0.5	-1.2	0.4
IFL - privati non residenziali	3.9	1.3	0.7	0.1	6.2	4.0	0.7	0.5	-1.5	-3.8	0.5
IFL - privati residenziali	-10.6	-11.8	2.2	-17.8	-27.1	-25.1	-4.2	-2.0	-1.5	-1.0	2.5
Consumi e inv. pubblici	-0.6	2.6	1.0	-1.6	3.7	3.8	4.7	1.1	1.1	1.0	1.0
Esportazioni	7.1	4.4	4.9	13.8	14.6	-3.7	4.8	4.2	3.5	2.6	5.8
Importazioni	8.1	-0.3	2.5	2.3	-7.3	-5.5	2.9	3.6	1.1	0.5	2.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.8	-0.1	-2.1	-1.4	2.0	-2.7	-0.4	-0.5	-0.3	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-3.3	-3.6								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-5.2	-6.0								
Debito pubblico (% PIL)	144.6	144.4	146.2								
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	-1.0	-0.3	1.0	0.5	-0.6	0.0	-0.5	-1.1	-0.9	0.3
Disoccupazione (%)	3.7	4.0	4.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.9	4.2	4.5	4.6

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

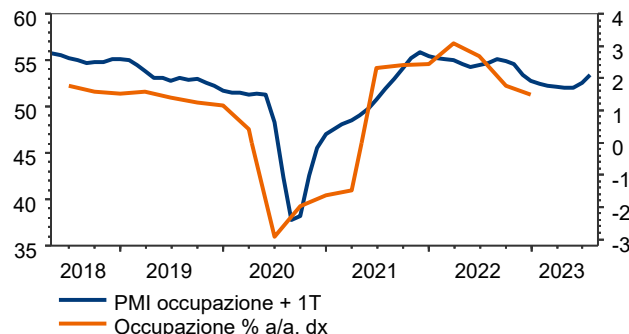
Area euro

PIL



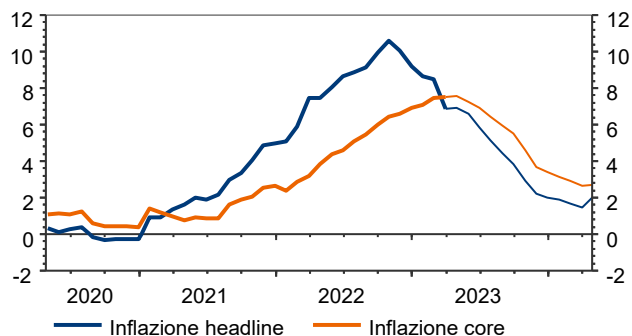
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

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	6.9	2.1
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

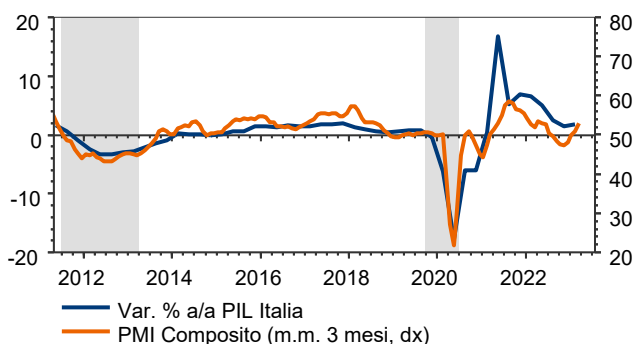
Previsioni

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
				T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.5	0.8	1.4	4.4	2.5	1.9
- t/t				0.9	0.4	0.0
Consumi privati	4.3	0.1	1.5	1.1	0.9	-0.9
Investimenti fissi	3.8	0.9	2.6	0.9	4.0	-3.6
Consumi pubblici	1.4	0.8	0.5	0.1	-0.1	0.8
Esportazioni	7.1	2.9	2.2	1.7	1.7	0.0
Importazioni	8.0	1.6	1.6	1.9	4.2	-1.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.3	-0.4	0.2	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	90.0			
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.3	2.3	8.0	9.3	10.0
Produzione industriale (a/a)	2.2	1.5	1.9	2.0	3.3	2.1
Disoccupazione (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
Euribor 3 mesi	0.34	3.48	3.92	-0.36	0.48	1.77
				2.63	3.33	3.88
					4.08	4.05

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

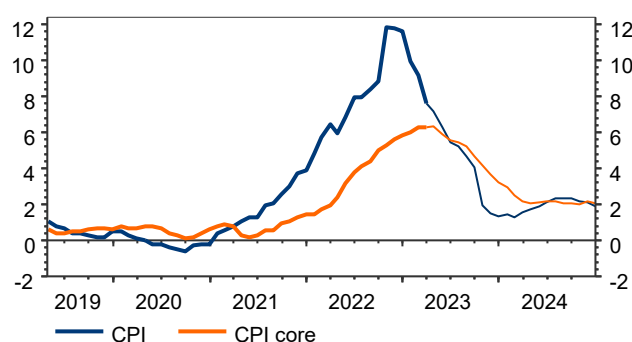
Italia

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	120.2	118.2	117.3	117.3	7.6	7.2	6.8	6.9
mag-23	120.3	118.2	117.3	117.3	6.8	6.3	6.1	6.1
giu-23	120.8	118.6	117.7	117.7	5.9	5.4	5.2	5.2
lug-23	119.1	118.9	117.9	117.9	5.6	5.2	5.0	5.0
ago-23	119.5	119.2	118.2	118.2	5.0	4.7	4.4	4.4
set-23	120.8	118.9	117.9	117.9	4.5	4.1	3.9	3.9
ott-23	122.7	120.4	119.3	119.3	2.2	1.9	1.9	1.8
nov-23	122.8	120.5	119.4	119.4	1.7	1.5	1.4	1.3
dic-23	123.0	120.6	119.7	119.7	1.5	1.4	1.4	1.3

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	121.0	120.8	119.7	119.7	1.4	1.4	1.3	1.2
feb-24	120.9	120.8	119.8	119.7	1.3	1.3	1.2	1.0
mar-24	122.1	120.7	119.7	119.5	1.5	1.6	1.4	1.3
apr-24	122.3	120.3	119.2	119.0	1.7	1.7	1.6	1.4
mag-24	122.6	120.5	119.4	119.2	1.9	1.9	1.8	1.6
giu-24	123.4	121.1	120.1	119.9	2.1	2.1	2.0	1.9
lug-24	121.9	121.7	120.5	120.3	2.3	2.3	2.2	2.0
ago-24	122.3	122.0	120.8	120.6	2.3	2.4	2.2	2.0
set-24	123.5	121.6	120.5	120.3	2.3	2.3	2.2	2.0
ott-24	125.3	123.0	121.7	121.5	2.2	2.2	2.0	1.8
nov-24	125.4	123.0	121.7	121.5	2.1	2.1	1.9	1.8
dic-24	125.3	122.9	121.7	121.5	1.9	1.9	1.7	1.5

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	1.0	1.5	5.1	2.5	1.4	1.8	0.9	0.6	1.0	1.0
- t/t				1.1	0.4	-0.1	0.5	0.2	0.1	0.3	0.5
Consumi privati	4.6	0.6	1.5	2.2	2.2	-1.6	-0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	9.7	2.4	2.2	1.1	0.2	2.0	0.7	-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	-0.9	0.0	-0.3	-0.1	-1.1	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-4.6	-3.7								
Debito pubblico (% PIL)	144.4	142.0	141.8								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	5.7	1.9	7.4	8.9	12.5	9.5	6.8	5.0	1.8	1.4
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

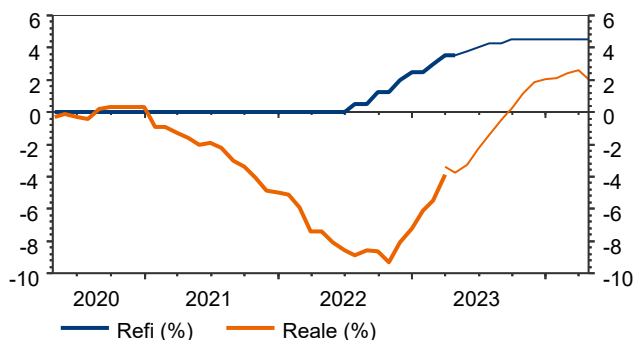
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	27/4	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	3.05	3.35	3.90	4.02	4.04
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	3.27	3.52	4.00	4.05	4.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

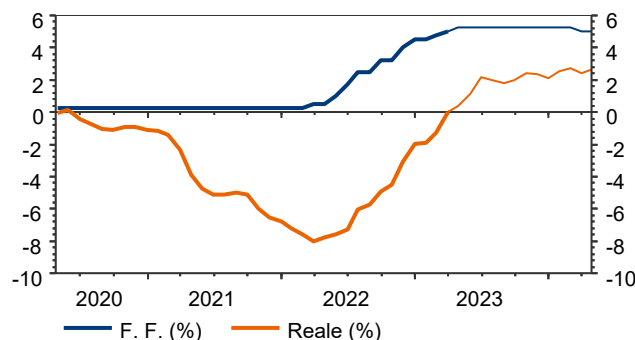


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	27/4	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	5.11	5.02	4.98	4.96	4.78

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

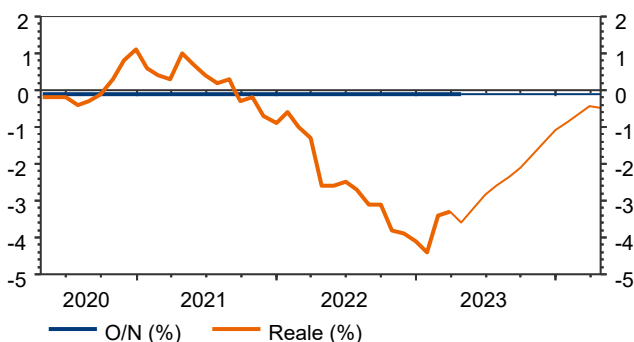


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	set	dic	mar	27/4	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

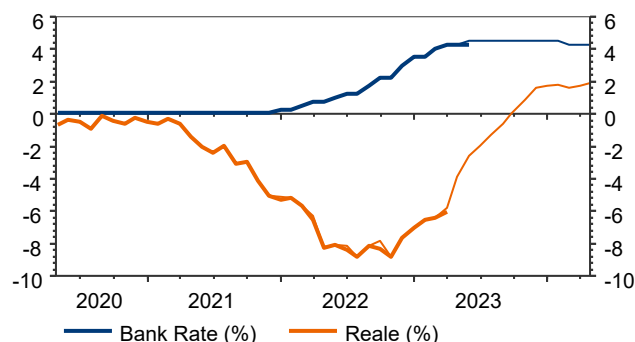


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	27/4	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	4.59	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	28/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.05	1.00	1.09	1.08	1.0994	1.10	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	109	131	148	130	131	135.92	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.39	1.24	1.16	1.24	1.23	1.2475	1.24	1.25	1.26	1.27	1.28
EUR/CHF	1.10	1.02	0.99	1.00	0.99	0.9838	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	131	137	147	141	142	149.36	145	141	138	136	135
EUR/GBP	0.87	0.84	0.86	0.88	0.88	0.8810	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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

Simone Zava

simone.zava@intesasnpaolo.com