

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Limite del debito negli Stati Uniti: uno spiraglio per i negoziati sul limite del debito riduce, anche se non elimina, i rischi di “catastrofe economica e crisi costituzionale”.** La data X, quando il Tesoro americano non sarà più in grado di soddisfare i suoi impegni finanziari integralmente e tempestivamente, è alle porte, e potrebbe cadere fra inizio giugno e inizio agosto. Democratici e repubblicani restano su posizioni diametralmente opposte riguardo a una possibile soluzione bipartisan. La probabilità di compromesso è molto inferiore rispetto al passato, per via della composizione e della polarizzazione del Congresso. In caso di mancato accordo, si aprirebbe una fase di volatilità finanziaria, economica e politica senza precedenti.

### I market mover della settimana

La settimana entrante nell'**area euro** vedrà la pubblicazione della prima indagine di fiducia relativa al mese di maggio, lo ZEW tedesco, che dovrebbe vedere un peggioramento per il terzo mese delle attese di investitori e analisti finanziari sull'economia teutonica. Il dato di marzo sulla produzione industriale nell'Eurozona è atteso in deciso calo dopo la flessione già evidenziata dai dati nazionali in Germania, Francia e Italia. Sempre nell'area euro, il PIL dovrebbe essere confermato in marginale crescita a inizio anno, e il trimestre dovrebbe aver visto una crescita degli occupati ancora relativamente robusta (0,3% t/t, come a fine 2022). I dati sul commercio internazionale dovrebbero riportare un ampliamento dell'avanzo commerciale a marzo, mentre le stime finali dell'inflazione di aprile nell'Eurozona e in Italia dovrebbero confermare la risalita vista nella lettura preliminare. In calendario infine le Previsioni Economiche di primavera della Commissione europea, di cui si discuterà all'Eurogruppo di inizio settimana.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sulle vendite al dettaglio di aprile, attese in ripresa grazie a un rimbalzo nel comparto auto e a una riaccelerazione negli altri comparti. La produzione industriale di aprile dovrebbe essere in marginale calo, con una correzione delle utility e un modesto aumento del manifatturiero. Le prime indagini regionali del manifatturiero a maggio dovrebbero indicare quasi-stagnazione e aspettative deboli. Infine, ad aprile i nuovi cantieri residenziali e le licenze edilizie sono attesi poco variati, mentre le case esistenti dovrebbero registrare una moderata flessione.

12 maggio 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

### Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**

Economista

**Paolo Mameli**

Economista

**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

**Limite del debito negli Stati Uniti: uno spiraglio per i negoziati sul limite del debito riduce, anche se non elimina, i rischi di “catastrofe economica e crisi costituzionale”.** La data X, quando il Tesoro americano non sarà più in grado di soddisfare i suoi impegni finanziari integralmente e tempestivamente, è alle porte, e potrebbe cadere fra inizio giugno e inizio agosto. Democratici e repubblicani restano su posizioni diametralmente opposte riguardo a una possibile soluzione bipartisan. La probabilità di compromesso è molto inferiore rispetto al passato, per via della composizione e della polarizzazione del Congresso. In caso di mancato accordo, si aprirebbe una fase di volatilità finanziaria, economica e politica senza precedenti.

*“The debt limit is the total amount of money that the United States government is authorized to borrow to meet its existing legal obligations, including Social Security and Medicare benefits, military salaries, interest on the national debt, tax refunds, and other payments.” (US Department of the Treasury)*

- Il 19 gennaio 2023, il debito federale esistente ha raggiunto il **limite legale**, fissato a 31,4 tln di dollari, con 24,5 tln di debito detenuto dal pubblico e 6,9 tln di debito intergovernativo (debito nei confronti di enti pubblici come i fondi di gestione di Social Security e Medicare). Legalmente, il Tesoro è autorizzato a intraprendere “misure straordinarie”, riducendo temporaneamente il debito intergovernativo (per esempio non rinnovando titoli in scadenza detenuti dai fondi di gestione previdenziale pubblica) e liberando spazio per aumentare il debito detenuto dal pubblico.
- La durata delle misure straordinarie, insieme al flusso di entrate e uscite del Tesoro, determinano la “data X”, quando il limite diventa effettivamente vincolante e, in mancanza di una legge che lo sospenda o lo aumenti, il Tesoro non è più in grado di far fronte alla totalità dei propri obblighi finanziari. Il Tesoro ha segnalato che **la data X potrebbe essere raggiunta già a partire dal 1° giugno**. Il Bipartisan Policy Center (BPC) ha specificato che l'intervallo all'interno del quale è probabile che il Tesoro esaurisca le misure di emergenza è compreso **fra inizio giugno e inizio agosto**. L'imprevedibilità dei flussi di cassa del Tesoro rende progressivamente crescenti i rischi di errore nella stima del momento di un possibile default. Inoltre, il **calendario del Congresso lascia solo circa dieci giorni utili per legiferare entro fine maggio**.
- L'operatività del Tesoro al raggiungimento della data X senza una modifica del limite non è chiara, anche perché non ci sono precedenti storici. Come ha notato Yellen, ogni giorno sul conto del Tesoro transitano milioni di operazioni e il sistema dei pagamenti non è strutturato in modo da garantire il controllo preciso dei flussi. Le alternative disponibili in caso di mancato accordo prima della data X sono essenzialmente tre, che elenchiamo qui sotto in ordine decrescente di probabilità. **Tutte e tre le opzioni sarebbero accompagnate da una turbolenza economica e finanziaria senza precedenti e da cause legali**, e porterebbero a quello che Yellen ha definito “una catastrofe economica e una crisi costituzionale”.
  - **“Prioritizzazione” dei pagamenti.** In caso di limite del debito vincolante, il Tesoro potrebbe utilizzare il piano approntato nel 2011, che garantiva esclusivamente il servizio del debito e lasciava gli altri pagamenti soggetti alla disponibilità di fondi. Il piano prevedeva il pagamento degli interessi sul debito e il rinnovo in asta dei titoli in scadenza per un ammontare invariato, con un rinvio di tutte le altre spese in caso di fondi disponibili non sufficienti a coprire tutti i pagamenti della giornata, senza cercare di scegliere quali voci pagare. In questa situazione, il funzionamento del Governo sarebbe garantito anche in una situazione in cui i pagamenti non vengano effettuati in modo tempestivo, perché i fondi per gli stipendi e i costi operativi dei vari ministeri sono comunque appropriati, anche se dilazionati. **Qualsiasi scelta di “prioritizzazione” darebbe luogo a cause legali** basate sul fatto che il Tesoro non ha autorità per dilazionare arbitrariamente alcuni pagamenti e attuare altri.
  - **Ricorso al 14° emendamento della Costituzione.** In alternativa alla prioritizzazione, i pagamenti potrebbero proseguire invocando il 14° emendamento della Costituzione,

ratificato nel 1868, secondo cui «non sarà messa in discussione la validità del debito pubblico degli Stati Uniti, autorizzato dalla legge». Il limite del debito e le leggi di spesa e di imposizione fiscale sono appannaggio del Congresso, ma alla data X diventano incompatibili fra loro. Si può argomentare che il Presidente debba proteggere la validità del debito anche in contrasto con una legge del Congresso (il limite del debito) e agire nel modo meno incostituzionale possibile, autorizzando nuove emissioni. La "public debt clause" del 14° emendamento è stata invocata solo una volta, nel 1935. Una sentenza della Corte Suprema ha sancito in tale occasione una "generalizzazione" del riferimento alla validità del debito pubblico.

Biden ha detto che non esclude di imboccare questa strada, anche se "non ci è ancora arrivato", dato che il ricorso al 14° emendamento determinerebbe probabilmente una fase di cause legali. Tuttavia, ieri, Yellen ha affermato che "è legalmente incerto" se l'amministrazione potrebbe evitare un default invocando il 14° emendamento e ha sottolineato che tutte le alternative rispetto a un'azione del Congresso sono cariche di rischi.

- **Conio di una moneta con controvalore di 1 tln di dollari.** Un'ultima opzione è rappresentata dal conio di una moneta da 1 tln di dollari, autorizzabile con una legge mirata a dare liquidità al mercato del collezionismo. Questa alternativa richiederebbe un'improbabile collaborazione attiva da parte della Fed e appare la più controversa delle opzioni disponibili, con probabilità praticamente nulla di realizzarsi.

■ **Il Congresso diviso e la crescente polarizzazione politica rendono particolarmente difficile il raggiungimento di un accordo bipartisan,** necessario per approvare un rialzo o una sospensione del limite. Finora Biden e i democratici hanno sostenuto che il limite del debito deve essere aumentato senza condizioni, mentre i repubblicani richiedono riduzioni di spesa di entità significativa come condizione per il loro voto. La Camera ha approvato un disegno di legge che aumenta il limite e prevede misure ampiamente restrittive sul sentiero futuro della spesa discrezionale. La leadership repubblicana è ostaggio del sottogruppo conservatore alla Camera, il Freedom Caucus, che può in qualsiasi momento togliere il sostegno allo speaker McCarthy. D'altra parte, per il Presidente è praticamente impossibile accettare di negoziare tagli ai programmi di spesa che sono il cuore della sua agenda elettorale, sia del 2020, sia del 2024. Inoltre, un significativo taglio alle spese renderebbe la recessione prevista per fine 2023 molto più pesante, con un impatto negativo sulle probabilità di una sua rielezione. Quindi **i margini per un accordo sono incomparabilmente più ristretti rispetto a quelli disponibili nelle crisi dell'ultimo decennio.**

■ **Quale spazio c'è per un compromesso?** Con la data X ormai alle porte, la ricerca di una soluzione è urgentissima. Il primo incontro di Biden con i leader democratici e repubblicani per discutere la questione del limite, avvenuto questa settimana, si è concluso senza modifiche alle posizioni diametralmente opposte delle due parti, ma ha aperto uno spiraglio positivo con la decisione di fare incontrare gli staff già dal 10 maggio e di fissare una nuova riunione dei leader per venerdì 12 maggio.

Ieri, con un nuovo sviluppo incoraggiante, è stato annunciato che **l'incontro di oggi fra Biden e i leader politici del Congresso per discutere il limite del debito è stato rinviato** all'inizio della prossima settimana. Il rinvio della riunione dovrebbe permettere agli staff della Casa Bianca e dei partiti di delineare aree di possibile compromesso. I punti su cui sembra ci sia la possibilità di iniziare i negoziati sono:

- 1) l'utilizzo dei fondi allocati per Covid e non ancora spesi;
- 2) la semplificazione dei permessi per i progetti energetici;
- 3) la determinazione di un tetto temporaneo alla crescita della spesa discrezionale.

Nella legge approvata dai repubblicani alla Camera, fra le condizioni per il rialzo del limite del debito, era incluso un limite di crescita della spesa discrezionale di 1% all'anno per 10 anni e una sua riduzione nel 2024 al livello del 2022. Sembra che l'amministrazione abbia

segnalato la disponibilità ad accettare limiti alla spesa per due anni. Ufficialmente, le parti restano distanti, e McCarthy ha affermato che non sono stati fatti progressi sufficienti per avere una nuova riunione. Tuttavia, alcuni rappresentanti repubblicani hanno indicato che c'è tempo per trovare un accordo, altri segnalano la possibilità di unire il limite del debito ai negoziati attesi entro settembre per definire i livelli di spesa del prossimo anno fiscale, come avvenuto in altre occasioni in passato.

- Se effettivamente si è aperto uno spazio per negoziare, è possibile che alla prossima riunione dei vertici politici si identifichino i temi da discutere e si decida entro breve di **sospendere o alzare il limite del debito per un periodo limitato** (nella migliore delle ipotesi fino a settembre), **mentre si delineano i dettagli di un eventuale accordo, che potrebbe poi portare a una sospensione del limite del debito almeno fino a fine 2024**, dopo le elezioni.

La svolta di ieri offre la migliore alternativa possibile, anche se non esclude il rischio di una **possibile riapertura della crisi in estate**. L'opzione di scontro a oltranza, in caso di mancato progresso nei negoziati, rimarrà ancora sul tavolo fino alla sigla di un compromesso definitivo, mantenendo aperto il rischio di "**catastrofe economica e crisi costituzionale**".

## I market mover della settimana

La settimana entrante nell'**area euro** vedrà la pubblicazione della prima indagine di fiducia relativa al mese di maggio, lo ZEW tedesco, che dovrebbe vedere un peggioramento per il terzo mese delle attese di investitori e analisti finanziari sull'economia teutonica. Il dato di marzo sulla produzione industriale nell'Eurozona è atteso in deciso calo dopo la flessione già evidenziata dai dati nazionali in Germania, Francia e Italia. Sempre nell'area euro, il PIL dovrebbe essere confermato in marginale crescita a inizio anno, e il trimestre dovrebbe aver visto una crescita degli occupati ancora relativamente robusta (0,3% t/t, come a fine 2022). I dati sul commercio internazionale dovrebbero riportare un ampliamento dell'avanzo commerciale a marzo, mentre le stime finali dell'inflazione di aprile nell'Eurozona e in Italia dovrebbero confermare la risalita vista nella lettura preliminare. In calendario infine le Previsioni Economiche di primavera della Commissione europea, di cui si discuterà all'Eurogruppo di inizio settimana.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sulle vendite al dettaglio di aprile, attese in ripresa grazie a un rimbalzo nel comparto auto e a una riaccelerazione negli altri comparti. La produzione industriale di aprile dovrebbe essere in marginale calo, con una correzione delle utility e un modesto aumento del manifatturiero. Le prime indagini regionali del manifatturiero a maggio dovrebbero indicare quasi-stagnazione e aspettative deboli. Infine, ad aprile i nuovi cantieri residenziali e le licenze edilizie sono attesi poco variati, mentre le case esistenti dovrebbero registrare una moderata flessione.

### Lunedì 15 maggio

#### Area euro

- **Area euro.** Dopo due mesi di recupero, la **produzione industriale** è attesa in ampio calo su base congiunturale a marzo. I dati nazionali già pubblicati sono coerenti con una flessione di -2,7% m/m. L'output è calato in tutte le maggiori economie con l'eccezione della Spagna; inoltre, la flessione è amplificata dal volatile dato irlandese. Il supporto derivante dalle minori problematiche di approvvigionamento e dagli ordini arretrati è in progressivo ridimensionamento, mentre il calo dei prezzi energetici non sembra essersi ancora riflesso in un significativo miglioramento dell'attività nei comparti energivori. Anche le indagini di fiducia non mostrano segnali di ripartenza della domanda: ci aspettiamo un'industria sostanzialmente stagnante nei prossimi trimestri.
- La **Commissione Europea pubblica le previsioni macroeconomiche di primavera** con l'aggiornamento delle stime sul ciclo e sui principali indicatori di finanza pubblica. Per quanto riguarda l'**Italia** è probabile una revisione al rialzo delle previsioni di crescita per l'anno in corso, mentre le stime sul disavanzo pubblico registreranno ampie discrepanze rispetto a quelle dell'autunno 2022 per via dell'impatto delle modifiche alla contabilizzazione degli incentivi fiscali nel settore delle costruzioni. Le previsioni sia sul disavanzo che sul debito dovrebbero comunque mantenere una tendenza discendente lungo l'orizzonte previsivo. Le previsioni verranno discusse nell'ambito dell'Eurogruppo, che potrebbe anche essere occasione di confronto informale in merito alla proposta di riforma della governance fiscale.

#### Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** a maggio è previsto a -2 da 10,8 di aprile. L'Empire ad aprile era stato in controtendenza rispetto alle altre indagini del manifatturiero, generalmente in linea con attività stagnante o in calo. Il Beige Book ha segnalato aspettative miste per il settore nel suo complesso nella regione della New York Fed.

### Martedì 16 maggio

#### Area euro

- **Area euro.** La crescita dell'**occupazione** dovrebbe essere rimasta stabile allo 0,3% t/t (1,3% a/a) nel 1° trimestre. La tenuta del ciclo, nonché intenzioni di assunzione delle imprese (specie

nei servizi) ancora su livelli espansivi sono compatibili con una crescita degli occupati in rallentamento ma ancora positiva, intorno all'1% a/a in media nei prossimi trimestri. La **seconda stima del PIL** non dovrebbe riservare revisioni rispetto allo 0,1% t/t (1,3% a/a) della prima lettura. I dati sul **commercio internazionale** di marzo sono attesi mostrare un calo congiunturale delle importazioni più ampio di quello delle esportazioni (-4,5% contro -1,8% m/m). L'avanzo commerciale (grezzo) è visto ampliarsi a marzo (a 19,7 miliardi), e anche il dato destagionalizzato dovrebbe tornare a registrare un surplus per la prima volta da settembre 2021 (3,3 miliardi).

- **Germania.** Ci aspettiamo un calo dell'indice **ZEW** sulle aspettative di investitori e analisti finanziario sull'economia tedesca a maggio, a -1 da 4,1 precedente: sarebbe il primo ritorno in territorio negativo dopo 4 mesi. La flessione potrebbe risultare di entità più moderata per l'indice sulla situazione corrente, visto a -35 da -32,5 precedente.
- **Italia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che l'**inflazione** è risalita in aprile, all'8,3% dal 7,6% di marzo sul NIC (+0,5% m/m) e all'8,8% dall'8,1% sull'IPCA (+1% m/m). La sorpresa al rialzo è imputabile soprattutto alla componente energetica non regolamentata, per via di rincari per gas ed energia elettrica sul mercato libero. L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi dovrebbe essere confermata stabile al 6,3%. Nelle nostre stime, l'inflazione potrebbe tornare a calare da maggio, per moderare al 2,3% a dicembre 2023; il calo dell'indice "core BCE" sarà più lento (è atteso rimanere sopra il 3% a fine anno).
- **Paesi Bassi.** La **stima preliminare** è attesa mostrare una stagnazione del **PIL** nel 1° trimestre, dopo lo 0,6% t/t precedente; i rischi sulla previsione sono orientati verso il basso. Il settore industriale dovrebbe aver fornito un contributo negativo alla crescita del valore aggiunto, compensato da una crescita nei servizi. L'apporto negativo della domanda interna dovrebbe essere stato compensato da un contributo positivo degli scambi con l'estero e delle scorte. Stimiamo un rallentamento del PIL olandese all'1,3% nel 2023, dal 4,5% dello scorso anno.

## Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di aprile sono attese in aumento di 0,7% m/m. I dati dei concessionari hanno mostrato una variazione di volumi in vendita pari a 7,2% m/m, grazie all'aumento dell'offerta in atto dall'autunno. Al netto delle auto, le vendite dovrebbero essere in rialzo di 0,3% m/m, con un modesto calo del prezzo della benzina e una riaccelerazione delle vendite negli altri comparti. L'indice settimanale delle vendite Redbook ha registrato una variazione di 0,9% m/m a inizio maggio, dopo due mesi di relativa stabilità. Anche con una ripresa moderata dei consumi ad aprile, la previsione è di netto rallentamento della spesa reale nel 2° trimestre, dopo 3,7% t/t ann. visto a inizio 2023.
- La **produzione industriale** ad aprile dovrebbe registrare un calo di -0,1% m/m, dopo 0,4% m/m di marzo, sulla scia di una correzione attesa per le utility. Nel manifatturiero, l'output dovrebbe essere in ripresa modesta, alla luce dell'aumento di occupati e della variazione marginale delle ore lavorate.

## Mercoledì 17 maggio

### Area euro

- **Area euro.** La **stima finale** dovrebbe confermare la salita di un decimo dell'**inflazione** in aprile, al 7% a/a (+0,6% m/m), principalmente per via di effetti base sfavorevoli sull'energia. Dovrebbe essere confermato anche il calo dell'indice "core BCE" (al netto di alimentari freschi ed energia), al 7,3% dal picco di 7,5% a marzo. Nelle nostre stime, l'inflazione headline potrebbe riprendere a calare da maggio, sino ad arrivare al 3% a dicembre; l'indice "di fondo" potrebbe chiudere l'anno su livelli più elevati, al 3,5%. I rischi su questa previsione sono al momento verso l'alto.

**Stati Uniti**

- I nuovi **cantieri residenziali** ad aprile dovrebbero essere poco variati a 1,41 mln, da 1,42 mln di marzo. Gli occupati nel settore delle costruzioni residenziali il mese scorso hanno registrato un incremento di 15 mila unità e la fiducia dei costruttori è in ripresa dai minimi di fine 2022. Le licenze sono previste in modesto calo, a 1,41 mln.

**Giovedì 18 maggio****Stati Uniti**

- L'indice della **Philadelphia Fed** a maggio è previsto in rialzo a -8, da -31,3 di aprile, con indicazioni di marginale contrazione dell'attività. Ad aprile le imprese hanno riportato ordini e fatturato in calo e nel Beige Book hanno confermato aspettative deboli per i prossimi mesi.
- Le **vendite di case esistenti** ad aprile sono previste in calo a 4,38 mln, da 4,44 mln di marzo. I contratti di compravendita sono tornati a scendere, dopo due mesi di rialzi, e le richieste di mutui per l'acquisto di una casa sono in marginale flessione, con i tassi sui mutui circa stabili.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (15 – 19 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 15/5	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	mar	1.5	%	-1.8	-2.7
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	mag	10.8			-2.0
	22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		mar	71.0	Mld \$		
Mar 16/5	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	apr	10.6	%	20.1	
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	apr	5.1	%	5.2	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		apr	5.8	%		
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		apr	3.0	%		
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		apr	3.9	%	10.1	
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		mar	3.8	%	3.8	
	08:00	GB	Retribuzioni medie		mar	5.9	%		
	09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T1	0.6	%		0.0
	09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T1	3.5	%		3.4
	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	apr	prel 0.5	%		0.5
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		apr	prel 8.8	%		8.8
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	apr	prel 1.0	%		1.0
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		apr	prel 8.3	%		8.3
	11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T1	prel 1.3	%	1.3	1.3
	11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T1	0.3	%		0.3
	11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T1	prel 0.1	%	0.1	0.1
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mag	-32.5		-35.3	-35.0
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mag	4.1		-5.0	-1.0
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	apr	-0.6	%	0.7	0.7
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	apr	-0.4	%	0.5	0.3
15:15	USA	Impiego capacità produttiva		apr	79.8	%	79.7		
15:15	USA	Produzione industriale m/m		apr	0.4	%	0.0	-0.1	
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		mar	0.2	%	0.1		
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		mag	45				
Mer 17/5	01:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T1	0.1	%	0.7	
	01:50	GIA	PIL t/t prelim	*	T1	0.0	%	0.1	
	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		mar	prel 0.8	%		
	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T1	7.2	%		7.0
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		mar	2.1	Mld €		
	10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		mar	-1.9	Mld €		
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	apr	prel 0.7	%	0.7	0.7
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		apr	prel 7.3	%		7.3
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	apr	prel 7.0	%	7.0	7.0
	14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	apr	1.420	Mln	1.405	1.410
14:30	USA	Licenze edilizie		apr	1.430	Mln	1.432	1.420	
Gio 18/5	01:50	GIA	Bilancia commerciale		apr	-755.1	Mld ¥ JP		
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	264	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.813	Mln		
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	mag	-31.3		-20.0	-8.0
	16:00	USA	Indice anticipatore m/m		apr	-1.2	%	-0.7	
	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		apr	4.44	Mln	4.35	4.38
Ven 19/5	01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	apr	3.1	%		
	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	apr	3.2	%		
	08:00	GER	PPI a/a		apr	7.5	%		
	08:00	GER	PPI m/m		apr	-2.6	%		

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 (15 – 19 maggio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Lun 15/5	14:10	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
	14:45	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	15:15	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
	18:00	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
	23:00	USA	Discorso di Cook (Fed)
		EUR	* Riunione Eurogruppo
Mar 16/5	10:15	EUR	Discorso di Makhlouf (BCE)
	14:15	USA	Discorso di Mester (Fed)
	16:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
	16:00	USA	Discorso di Barr (Fed)
	18:15	USA	Discorso di Williams (Fed)
	21:15	USA	Discorso di Logan (Fed)
	UE	* Riunione Ecofin	
Mer 17/5	01:00	USA	Discorsi di Bostic e Goolsbee (Fed)
	17:15	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
Gio 18/5	09:45	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
	15:05	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
	15:30	USA	Discorso di Barr (Fed)
	16:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
Ven 19/5	11:45	GB	Discorso di Haskel (BOE)
	14:45	USA	Discorso di Williams (Fed)
	15:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
	15:55	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
	17:00	USA	* Discorso di Powell (Fed)
	17:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
	21:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
	ITA	* Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia	

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	apr	0.1		% 0.4	0.4
CPI a/a	apr	5.0		% 5.0	4.9
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	apr	5.6		% 5.5	5.5
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	apr	0.4		% 0.4	0.4
Richieste di sussidio	settim	242	x1000	245	264
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.801	(+805) Mln	1.820	1.813
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	apr	0.0	(-0.1)	% 0.2	0.2
PPI m/m	apr	-0.4	(-0.5)	% 0.3	0.2
Prezzi all'import m/m	apr	-0.6		% 0.3	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	mag	63.5		63.0	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **CPI ad aprile è aumentato di 0,4% m/m** (4,9% a/a, dal picco di 9,1% a/a a giugno 2022), dopo 0,1% m/m del mese precedente. L'energia ha registrato un rialzo di 0,6% m/m (-5,1% a/a), spinto dalla benzina, che ha più che compensato le correzioni delle altre componenti del comparto energetico. Per gli alimentari, la variazione è stata nulla per il secondo mese consecutivo, con una contrazione di -0,2% m/m per gli alimentari consumati a casa, e un rialzo della ristorazione ancora solido (0,4% m/m).

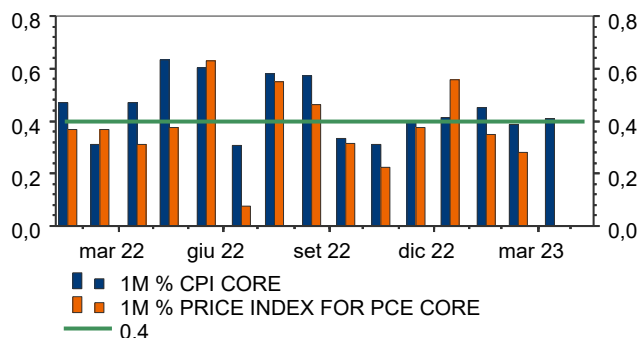
L'**indice core ha registrato una variazione di 0,4% m/m, come a marzo**, segnalando una stabilizzazione dei rialzi da inizio 2023. La variazione tendenziale, a 5,5% a/a (da 5,6% a/a di marzo) indica persistenza dell'inflazione su livelli elevati e l'interruzione del trend verso il basso visto nella seconda metà del 2022. Il focus per lo scenario dei prezzi resta concentrato sui servizi core ex-abitazione, che non accennano a rallentare.

I **beni core hanno prezzi in accelerazione sia su base mensile sia su base annua** (0,6% m/m, 2% a/a), e confermano che la fase di contrazioni si è interrotta, con il ritorno a un sentiero in linea con la regolarità pre-pandemica di variazioni moderate senza un trend significativo, influenzate anche dalla fine del periodo di apprezzamento del dollaro. Gli aumenti mensili sono diffusi ad abbigliamento (0,3% m/m, 3,6% a/a), auto usate (4,4% m/m, -6,6% a/a), medicinali (0,5% m/m, 4% a/a), arredamento (0,4% m/m, 4,8% a/a). Le auto nuove hanno prezzi in calo di -0,2% m/m (5,4% a/a), grazie anche alla normalizzazione delle scorte.

I **servizi core ex-energia**, in aumento di 0,4% m/m (6,8% a/a) e in linea con i dati di marzo, restano su un trend verso il basso rispetto alla parte centrale del 2022. I **servizi abitativi** vedono un nuovo rallentamento del ritmo di rialzi, con una variazione di 0,4% m/m (8,1% a/a), dopo 0,6% m/m, da una media di 0,75% m/m nei trimestri precedenti. Nel comparto abitazione, si vede una dinamica più contenuta dell'affitto per la residenza (0,5% m/m, 8,8% m/m), con rialzi di 0,6% m/m per gli affitti e di 0,5% m/m per gli affitti figurativi. I prezzi per la residenza diversa dall'abitazione, tipicamente volatili, sono in flessione di -3% m/m (3,3% a/a). L'abitazione di residenza dovrebbe rallentare ulteriormente nei prossimi mesi, sulla scia degli effetti del calo dei prezzi delle case e dei nuovi contratti di affitto.

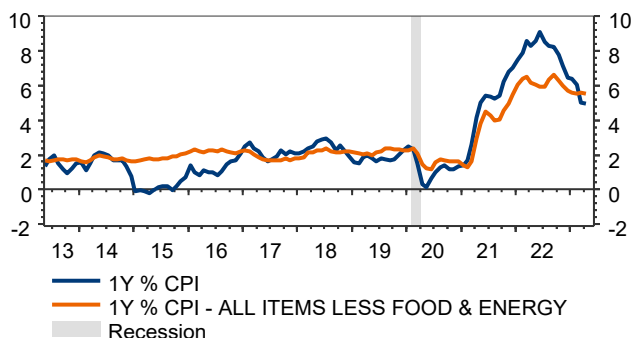
Il **resto dell'indice dei servizi core è una combinazione di voci in rialzo e in calo, con una prevalenza di variazioni positive ed elevate**. I trasporti registrano una correzione di -0,2% m/m (11% a/a), frenati dalle tariffe aeree (-2,6% m/m), dalle tariffe delle auto a noleggio (-3,2% m/m), e spinti dalle assicurazioni auto, dalla ricreazione (0,7% m/m) e dagli "altri servizi personali" (1,5% m/m). I servizi sanitari (-0,1% m/m) sono frenati dal calo delle assicurazioni sanitarie (-3,8% m/m), dovuto alla metodologia di rilevazione diversa da quella del deflatore, che si protrarrà per tutto l'anno. I servizi ospedalieri riaccelerano con una variazione di 0,4% m/m. Nel complesso, **i dati danno indicazioni di persistenti pressioni inflazionistiche nel comparto dei servizi core ex-abitazione**.

**L'inflazione core non rallenta...**



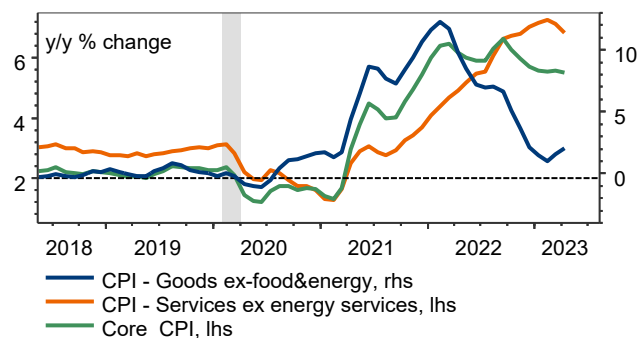
Fonte: BLS, BEA

**...ma si stabilizza**



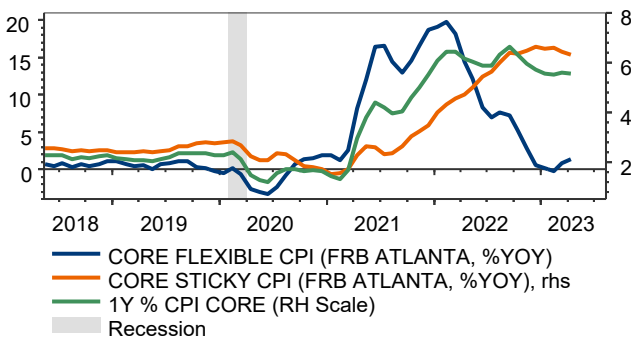
Fonte: BLS

**I prezzi dei beni core hanno smesso di scendere, nei servizi le pressioni restano solide**



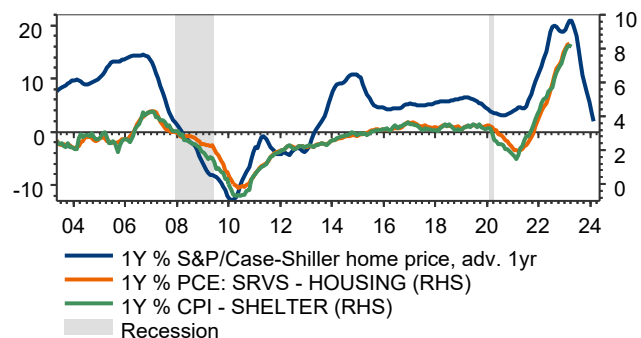
Fonte: BLS

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



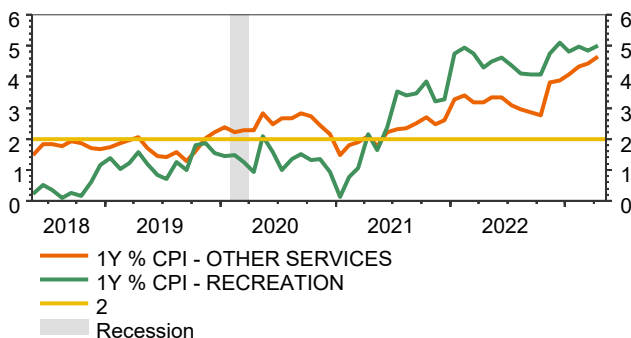
Fonte: BLS, Atlanta Fed

**Affitti e prezzi delle case in fase di svolta**



Fonte: BLS, S&P

**Servizi ex-abitazione ed energia ancora fuori controllo**



Fonte: BLS

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 6 maggio sono salite a 264 mila, segnalando una possibile accelerazione del trend verso l'alto iniziato a febbraio. I sussidi esistenti al 29 aprile sono invariati a 1,813 mln, ma si mantengono sul sentiero in crescita iniziato a settembre.

Il **PPI** di aprile ha registrato una variazione di 0,2% m/m, al di sotto delle attese. Anche l'indice core è aumentato di 0,2% m/m, sulla scia di un calo dei prezzi dei servizi di trasporto. I beni e i servizi core sono in rialzo di 0,1% m/m e 0,5% m/m, rispettivamente. I prezzi dei servizi sanitari, che

sono definiti con la stessa metodologia impiegata nel deflatore, hanno registrato un rialzo solido, di 0,7% m/m, con indicazioni di rischi verso l'alto per il deflatore core di aprile.

I dati del **bilancio della Fed** al 10 maggio hanno mostrato un aumento di 11,3 mld dei fondi di emergenza richiesti dalle banche, di cui 3,9 mld richiesti alla finestra di sconto e 7,3 mld erogati attraverso il Bank Term Funding Program istituito di recente.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	mar	1.6	%	0.4

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

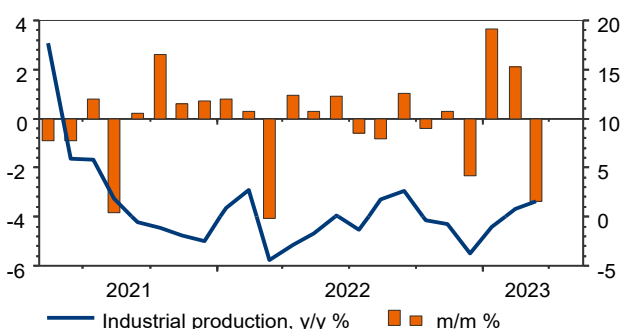
### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
FRA	IPCA m/m finale	apr	0.7	%	0.7	
FRA	IPCA a/a finale	apr	6.9	%	6.9	
FRA	CPI m/m Ex Tob	apr	0.7	%	0.6	
GER	Produzione industriale m/m	mar	2.1	(2.0)	%	-1.3
GER	CPI m/m finale	apr	0.4	%	0.4	
GER	CPI a/a finale	apr	7.2	%	7.2	
GER	IPCA m/m finale	apr	0.6	%	0.6	
GER	IPCA a/a finale	apr	7.6	%	7.6	
ITA	Produzione industriale m/m	mar	-0.2	%	0.3	
SPA	IPCA a/a finale	apr	3.8	%	3.8	

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

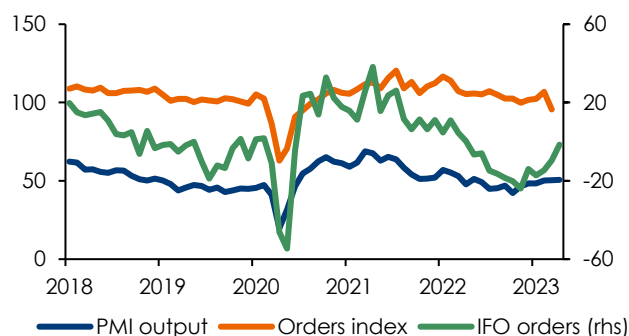
**Germania.** La **produzione industriale** ha visto un crollo di -3,4% m/m a marzo, dopo il +2,1% m/m di febbraio (dato rivisto al rialzo di un decimo). Rispetto a un anno fa l'output risulta comunque in crescita dell'1,8%. Il manifatturiero ha registrato una contrazione di -3,3% m/m, spiegata soprattutto dall'ampia correzione dell'*automotive* (-6,5% m/m). La flessione ha riguardato sia i beni di investimento (-4,4% m/m) che i beni intermedi (-3,5% m/m), mentre i beni di consumo hanno tenuto (-0,1% m/m). Infine, ha registrato un'ampia correzione il settore delle costruzioni (-4,6% m/m), mentre l'energia è cresciuta di +0,8% m/m. I settori energivori hanno subito una contrazione di -3,3% m/m. In sintesi, il dato di marzo lascia la produzione in crescita del 2,4% t/t nel 1° trimestre dell'anno, dopo il -0,5% t/t di fine 2022. Ci aspettiamo nuovi cali dell'output nei prossimi mesi. Le indagini congiunturali e i dati sugli ordini sono coerenti con un indebolimento ulteriore dell'attività produttiva. Di contro, il piano di sussidi alle imprese energivore pensato dal Governo, che prevede una copertura di circa l'80% del costo dell'energia elettrica, se approvato, potrebbe favorire una ripresa più rapida nel settore.

### Germania: la produzione industriale crolla a marzo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

### Le prospettive per l'industria rimangono negative



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

**Germania.** La stima finale dei **prezzi al consumo** di aprile ha confermato la crescita di +0,4% m/m sulla misura nazionale e di +0,6% su quella armonizzata; la tendenza annua è stata confermata in calo al 7,2% a/a dal 7,4% sul CPI e al 7,6% a/a dal 7,8% sull'IPCA. Lo spaccato dell'indice domestico mostra che il rallentamento è dovuto principalmente agli alimentari (a 17,2% a/a da 22,3% precedente) e, in minima parte, ai servizi, che hanno rallentato solo di un decimo a 4,7% a/a, e ai beni, scesi a 9,3% da 9,8% di marzo; di contro, torna a crescere la componente energia (6,8% da 3,5% precedente), per via di effetti base sfavorevoli legati all'introduzione di misure anti-rincari nell'aprile 2022. Nel nostro scenario centrale, l'inflazione headline potrebbe salire a giugno, per via di effetti base sfavorevoli legati al precedente taglio a 9 euro al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico, ma dovrebbe riprendere a calare da luglio fino a raggiungere il 2,7% a fine anno (2,8% sull'IPCA). L'inflazione, al netto di alimentari ed energia, è rimasta stabile al 5,8% in aprile, dovrebbe chiudere l'anno intorno al 3,5%. I rischi su questo scenario sono al momento verso l'alto.

**Francia.** L'**inflazione** è stata confermata in crescita rispetto a marzo, a 6,9% a/a da 6,7% sull'armonizzato e 5,9% da 5,7% sul nazionale. Il rialzo tendenziale è trainato dalle componenti energia e servizi, cresciute rispettivamente dal 4,9% al 6,8% e dal 2,9% al 3,2%. I beni industriali sono calati al 4,6% dal 4,8% di marzo, come anche gli alimentari che scendono al 15% a/a dal 15,9% di marzo, spinti al ribasso dagli alimentari freschi (al 10,6% dal 17,1%). L'inflazione core è salita di un decimo, al 6,3% (+0,8% m/m). Nel mese, i prezzi al consumo hanno confermato 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 2,8% a fine anno.

**Italia.** **La produzione industriale è calata ancora a sorpresa a marzo (-0,6% m/m)**, come già era accaduto il mese precedente (le aspettative di consenso vedevano un rimbalzo di 0,3% m/m). **Su base annua (corretta per gli effetti di calendario), l'output è diminuito ulteriormente a -3,2%** dopo il -2,3% di febbraio: è il secondo dato più basso dal 2020. **L'indice destagionalizzato è tornato al di sotto dei livelli pre-pandemici (-0,2% rispetto a febbraio 2020)**, come non accadeva da gennaio 2022, ed è ora inferiore di -2,8% rispetto al livello precedente la guerra in Ucraina (febbraio 2022).

**Il calo di marzo è dovuto ai beni di consumo non durevoli (-1,9% m/m) e all'energia (-1,4% m/m)**, mentre la produzione di beni strumentali e di beni durevoli ha visto un rimbalzo dopo la flessione del mese precedente (rispettivamente +0,7% da -0,7% e +0,6% da -1,8%). **La produzione di beni intermedi è scesa, seppur moderatamente (-0,4%), per il settimo mese consecutivo**, confermando che le imprese hanno reagito all'aumento dei costi di produzione interni sostituendo parte della loro catena del valore con importazioni di beni intermedi dall'estero. **La produzione in tutti i principali gruppi di prodotti rimane ben inferiore ai livelli di un anno prima, con la sola eccezione dei beni strumentali (+3,9% a/a da +3,5% di febbraio).**

**Nel solo settore manifatturiero, il calo della produzione nel mese è stato lievemente meno pronunciato rispetto a quello dell'indice generale (-0,4% m/m).** A parte l'industria della raffinazione, molto volatile (che ha registrato un rimbalzo di oltre l'11% m/m dopo il calo di circa la stessa entità registrato a febbraio), **diversi settori, tra cui alcuni ad alta intensità energetica, hanno registrato una contrazione su base mensile: tra questi, farmaceutico (-4,7%), gomma e plastica (-2%), chimica (-1,5%) e tessile e abbigliamento (-1,4%).** In positivo troviamo i **mezzi di trasporto (5,3% m/m)** e le apparecchiature elettriche (2,4% m/m). Il primo è **il settore più brillante su base annua (+12,4% a/a)**, grazie alla normalizzazione delle catene del valore globali (con conseguente riduzione delle problematiche di approvvigionamento di componentistica, in particolare di semiconduttori): in particolare, **la produzione di autoveicoli registra una crescita del 17,4% m/m e del 35,8% a/a** (un massimo da giugno 2021).

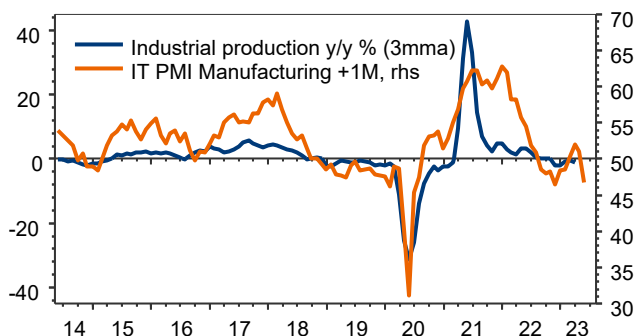
**Nel complesso, l'industria italiana è risultata più resiliente del previsto, e di quella di altri Paesi dell'Eurozona, per la maggior parte dello scorso anno**, in quanto ha sofferto meno delle problematiche di approvvigionamento grazie a catene del valore più integrate domesticamente, a minori legami con l'Europa dell'Est e la Cina, e a un peso minore del settore automotive. Inoltre, nella fase iniziale dello shock energetico l'Italia è stata colpita meno di quanto si temesse, grazie a una specializzazione settoriale della produzione, e dell'export, su comparti a intensità energetica relativamente bassa (meccanica, farmaceutica, moda, alimentari lavorati). **Viceversa, negli ultimi mesi la produzione industriale in Italia sta mostrando un andamento meno favorevole a quello visto negli altri Paesi dell'Eurozona**, proprio per via di un minor impatto positivo del contro-shock sui fattori di offerta (moderazione dei prezzi energetici e minori carenze di materiali), data appunto la minor rilevanza dei settori ad alta intensità di energia e di semiconduttori. Inoltre, **la ripresa della domanda cinese è senz'altro più trainante per altre economie europee come la Germania che non per l'Italia**. Infine, **i comparti energivori in Italia sembrano reagire meno alla moderazione dei prezzi energetici piuttosto che in altri Paesi europei**, probabilmente a causa di interventi governativi diretti meno pervasivi, e di un maggiore ritardo nella trasmissione dei prezzi all'ingrosso dell'energia sugli utenti finali.

La produzione industriale ha chiuso il 1° trimestre con una flessione di -0,1% t/t, confermando che **non è dall'industria in senso stretto che è arrivato il sorprendente rimbalzo del PIL (+0,5% t/t) visto a inizio anno** (pensiamo che sia stato alimentato dai servizi e dalle costruzioni).

In generale, siamo tornati in una fase in cui **sta emergendo una divergenza tra industria manifatturiera e servizi**. Le indagini relative al mese di aprile hanno segnalato che non è dal settore manifatturiero che è lecito attendersi una spinta significativa al PIL anche nei prossimi trimestri, in quanto il supporto dalla "normalizzazione" dei fattori di offerta (minori prezzi dell'energia e minori carenze di materiali) sta gradualmente venendo meno, e la domanda per i beni industriali va indebolendosi. Al contrario, l'attività nel settore dei servizi rimane vivace, in particolare nei servizi aggregativi precedentemente colpiti dallo shock COVID-19, probabilmente ancora sulla scia della ripresa di mobilità post-pandemica (anche grazie all'utilizzo degli extra-risparmi accumulati negli ultimi tre anni).

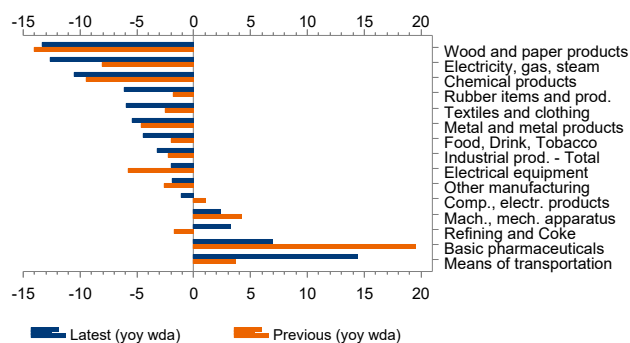
**In prospettiva, almeno nei trimestri centrali dell'anno, il PIL italiano dovrebbe essere ancora sostenuto dai servizi, in un contesto in cui l'industria potrebbe non contribuire al valore aggiunto**, e le costruzioni sono attese ancora fornire un apporto positivo nel breve termine ma dovrebbero gradualmente perdere slancio. **Ci aspettiamo che la crescita del PIL su base congiunturale nei prossimi trimestri possa essere meno vivace rispetto a quella vista a inizio anno: stimiamo un'attività economica in aumento in media di 0,2% t/t nei restanti trimestri dell'anno** (il che sarebbe coerente con un'espansione dell'1% per l'intero 2023).

**Le indagini segnalano che la domanda di beni industriali sta perdendo slancio**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, HCOB

**I mezzi di trasporto sono il settore più vivace su base annua. I comparti energivori restano quelli maggiormente in rosso**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Esportazioni in USD a/a	apr	14.8		% 8.0	8.5
Importazioni in USD a/a	apr	-1.4		% 0.0	-7.9
Bilancia commerciale USD	apr	88.19	Mld \$	71.60	90.21
CPI m/m	apr	-0.3		% 0.0	-0.1
CPI a/a	apr	0.7		% 0.4	0.1
PPI a/a	apr	-2.5		% -3.2	-3.6
M2 a/a	apr	12.7		% 12.5	12.4
Nuovi prestiti bancari (flusso)	apr	3890.0	Mld ¥ CN	1402.5	718.8
Finanza sociale aggregata (flusso)	apr	5380.0	Mld ¥ CN	2000.0	1220.0

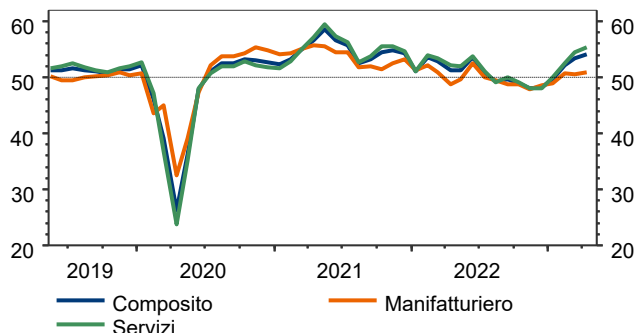
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

Le **esportazioni** in dollari sono salite dell'8,5% a/a in aprile, poco al di sopra delle attese (consenso: 8,0% a/a) ma in netto rallentamento dal 14,8% a/a di marzo. Le esportazioni restano ancora sostenute dall'accelerazione delle vendite verso il Giappone (da -4,5% a 11,5% a/a) e, in misura minore, verso l'Unione Europea (3,9% a/a); le esportazioni verso l'area ASEAN 6, pur rimanendo ancora in espansione, hanno invece registrato una ampia frenata (da 36,5% a 4,6% a/a), mentre quelle verso gli USA e le tre principali economie dell'area euro (Italia, Germania, Francia) restano in contrazione. Accelerano ancora le esportazioni verso la Russia (da 136,4% a 153,1% a/a), che in aprile hanno superato quelle verso la Germania (9,6 contro 9,1 miliardi di dollari). La dinamica delle **importazioni** in dollari si è ulteriormente contratta, passando da -1,4% a -7,9% a/a in aprile, un dato molto inferiore alle attese. La flessione è guidata soprattutto dalla contrazione dell'import dal Giappone (-15,8% a/a), dall'area ASEAN 6 (-6,4% a/a) e dagli USA (-3,1% a/a). Resta invece marginalmente positiva (0,9% a/a) la dinamica dell'import dall'area euro, seppur in rallentamento rispetto al mese precedente. I dati destagionalizzati segnalerebbero una contrazione delle esportazioni e delle importazioni anche in termini congiunturali, offrendo un segnale di debolezza della domanda sia estera sia interna. Il **saldo commerciale** dei primi quattro mesi dell'anno si è portato a 294 miliardi di dollari, quasi 91 miliardi in più rispetto allo stesso periodo del 2022.

L'**inflazione dei prezzi al consumo** di aprile è scesa più delle attese (consenso Bloomberg: 0,3% a/a), portandosi a 0,1% a/a da 0,7% a/a in marzo, spinta al ribasso da un effetto base favorevole, ma anche dal calo dei prezzi nel comparto dei beni (-0,5% m/m, il terzo calo mensile consecutivo dall'inizio dell'anno, e -0,4% a/a) e in particolare degli alimentari (-1% m/m), dove l'inflazione tendenziale è frenata da 2,4% a/a in marzo a 0,4% a/a in aprile, e dei beni per l'abitazione. La forte spinta al ribasso è venuta inoltre dal calo dei prezzi del comparto dei trasporti (da -1,9% a/a in marzo a -3,3% a/a in aprile), trainato dai carburanti (-10,6% a/a), e dalle spese per l'abitazione. L'inflazione è invece salita nelle categorie dell'abbigliamento, dei servizi turistici (+9,1% a/a), dei beni e servizi vari, e in generale nella categoria dei servizi, dove è passata da 0,8% a/a in marzo a 1,0% a/a in aprile, contribuendo a mantenere stabile l'**inflazione core** a 0,7% a/a (+0,1% m/m). La deflazione dei **prezzi alla produzione** si è intensificata, passando da -2,5% a/a in marzo a -3,6% a/a in aprile - poco sopra i minimi di maggio 2020 (-3,7% a/a) - spinta al ribasso dal calo dei prezzi nel comparto dei beni di produzione, in particolare delle materie prime industriali, e dal rallentamento dell'inflazione nel comparto dei beni di consumo. La riapertura e il miglioramento atteso nel mercato del lavoro dovrebbero continuare ad alimentare un aumento dell'inflazione dei servizi e, in misura minore, dei beni non alimentari, soprattutto nella seconda parte dell'anno, ma l'inflazione totale non dovrebbe superare il 3% per fine anno.

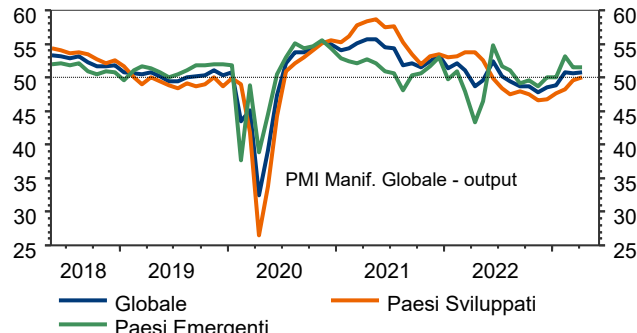
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



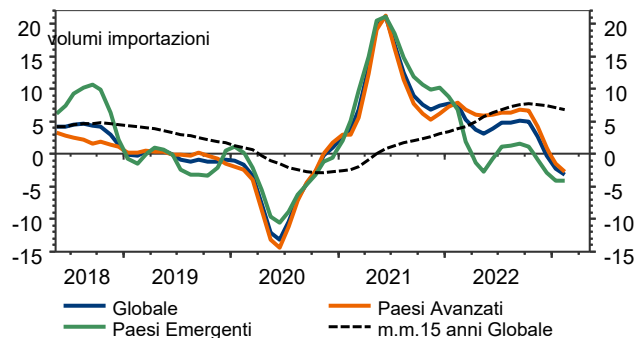
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



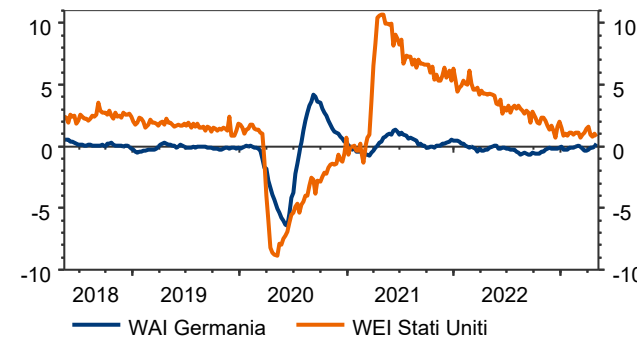
Fonte: S&P Global

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



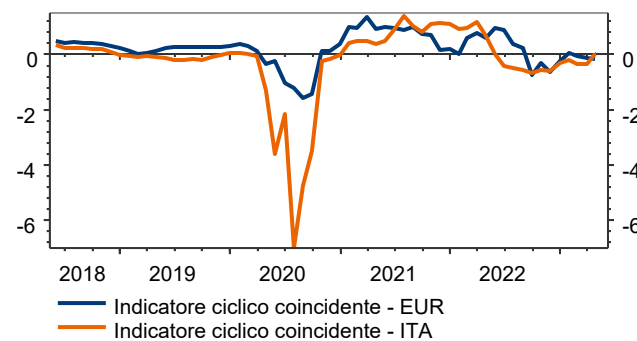
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



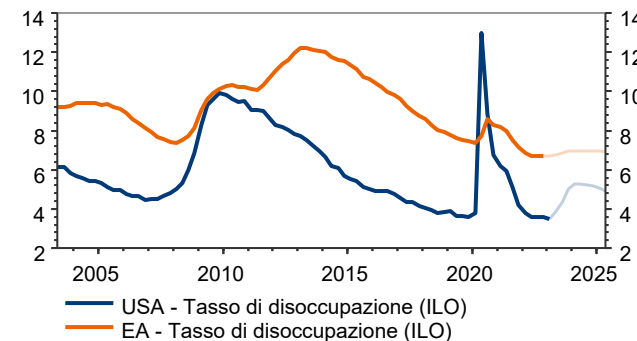
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

Tasso di disoccupazione (ILO)

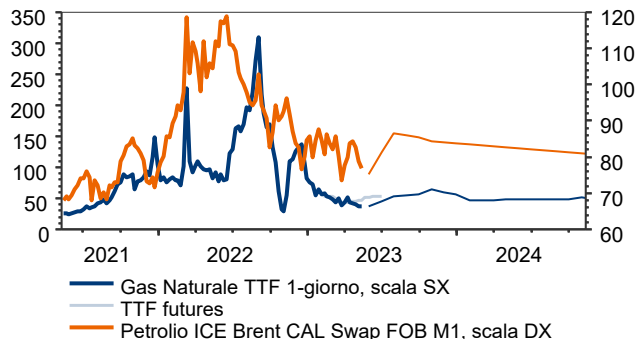


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics



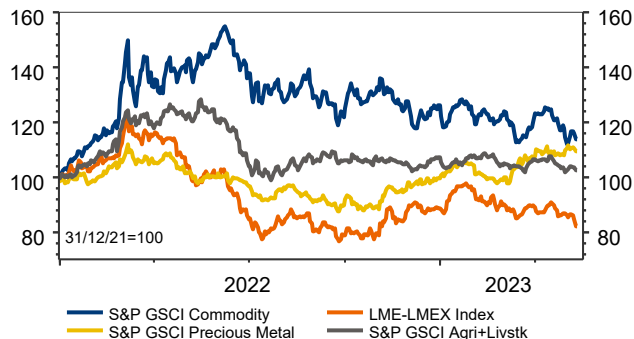
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



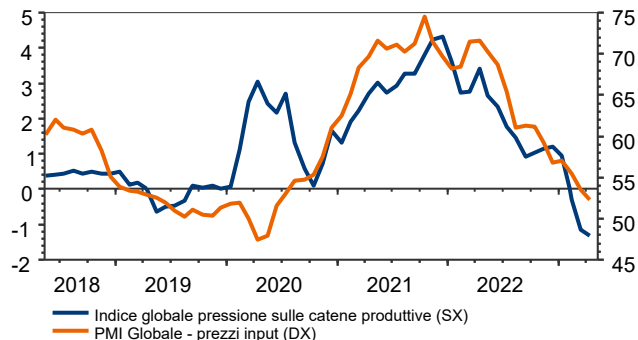
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



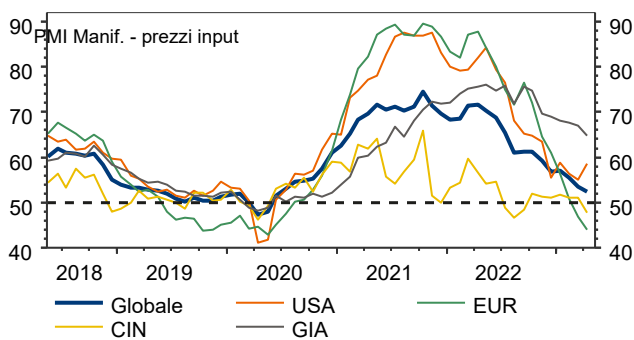
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



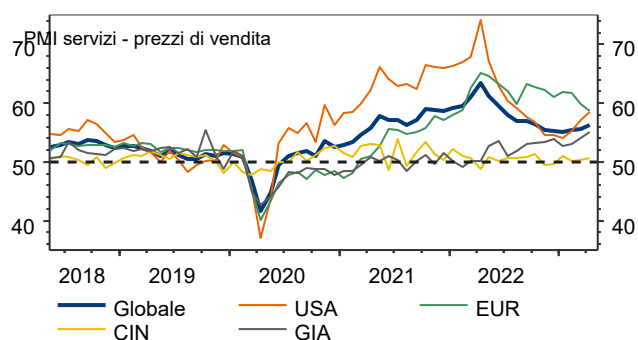
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



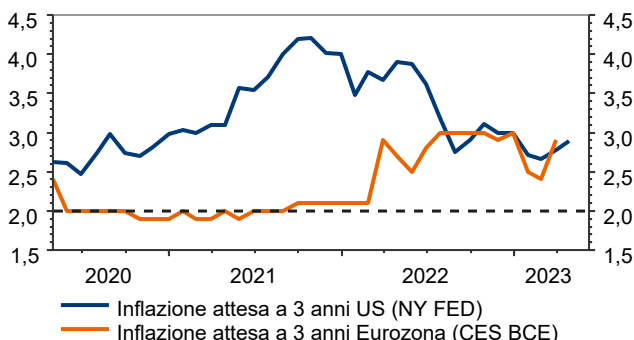
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

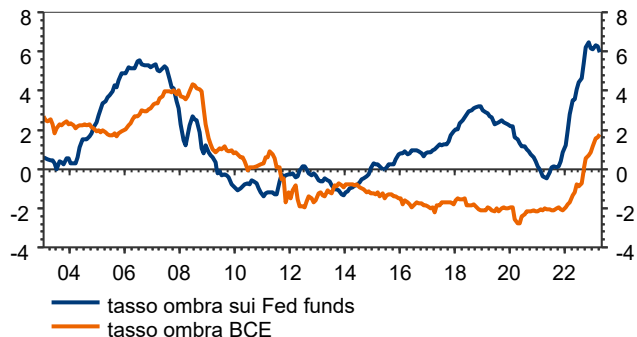
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

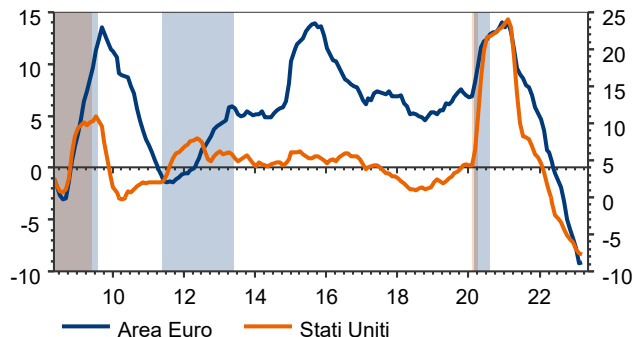
## Condizioni Finanziarie

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



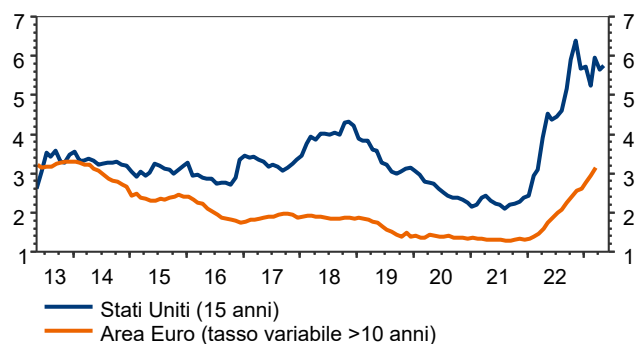
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



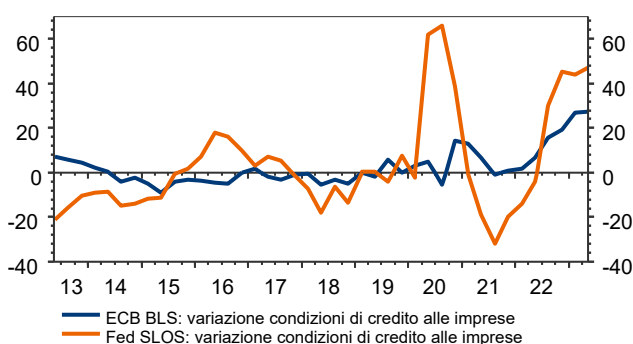
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



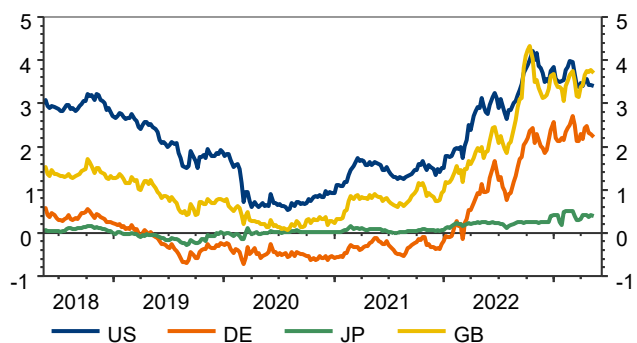
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



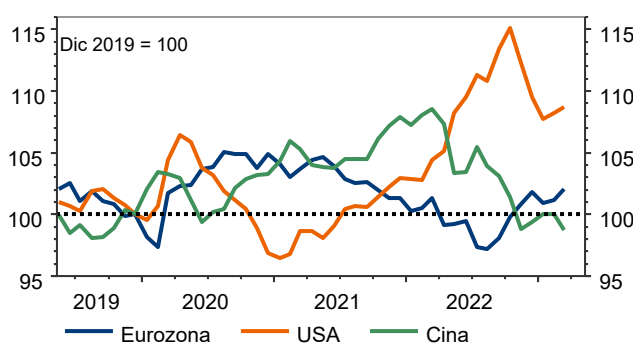
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

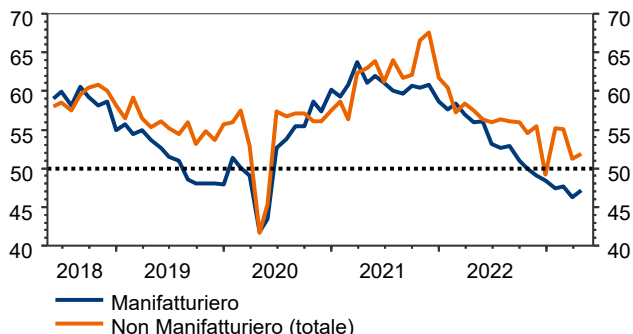
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

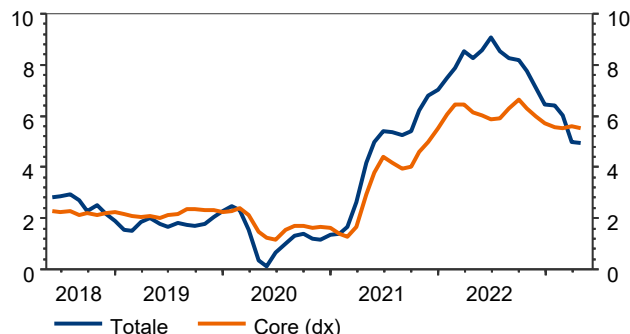
## Stati Uniti

### Indagini ISM



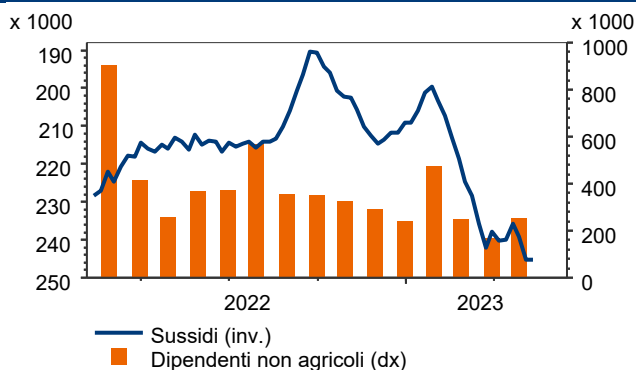
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



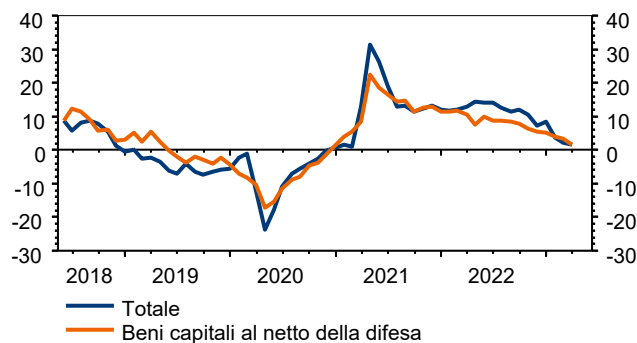
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

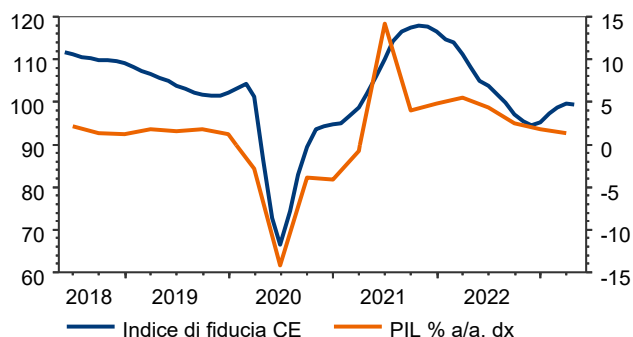
### Previsioni

	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	2.2	-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	3.9	2.2	8.6	8.3	7.1	5.8	4.0	3.1	2.7	2.4	
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	3.9	4.4	3.6	3.6	3.6	3.5	3.8	4.1	4.3	4.5	

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

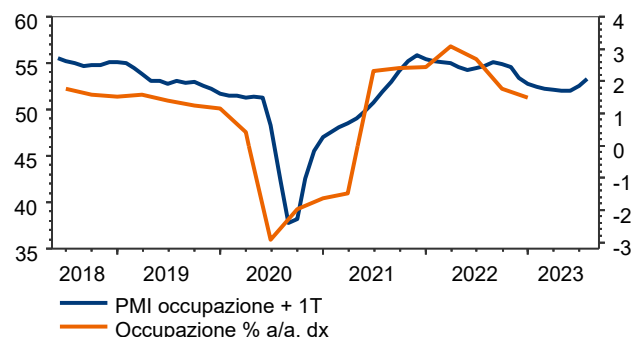
## Area euro

## PIL



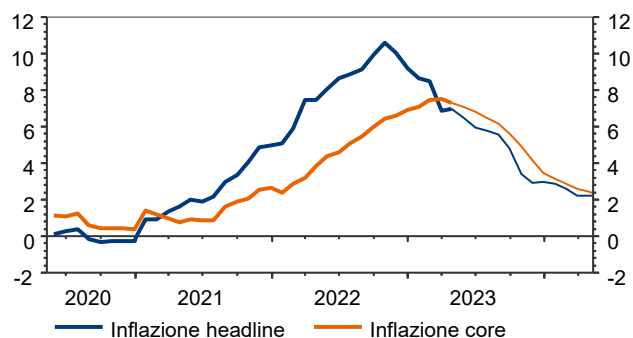
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



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

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2022	2023	2024
gennaio	5.1	8.6	2.9
febbraio	5.9	8.5	2.6
marzo	7.4	6.9	2.2
aprile	7.4	7.0	2.2
maggio	8.1	6.5	2.2
giugno	8.6	5.9	2.4
luglio	8.9	5.8	2.5
agosto	9.1	5.6	2.6
settembre	9.9	4.8	2.3
ottobre	10.6	3.4	2.3
novembre	10.1	2.9	2.2
dicembre	9.2	3.0	2.2

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

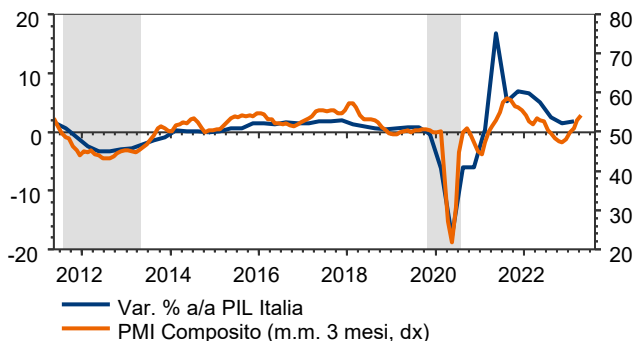
## Previsioni

	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	1.3	0.6	0.5	0.8	1.1
- t/t				0.9	0.4	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
Consumi privati	4.3	-0.1	1.5	1.1	0.9	-0.9	-0.5	0.2	0.3	0.4	0.4
Investimenti fissi	3.8	0.9	2.6	0.9	4.0	-3.6	0.9	0.4	0.3	0.5	0.9
Consumi pubblici	1.4	0.8	0.5	0.1	-0.1	0.8	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1
Esportazioni	7.1	3.0	2.2	1.7	1.7	0.0	0.9	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)	0.1	-0.4	-0.5	0.1	0.2	0.1	-0.4	-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	5.7	2.4	8.0	9.3	10.0	8.0	6.5	5.4	3.1	2.5
Produzione industriale (a/a)	2.2	0.7	1.8	2.0	3.3	2.1	1.0	0.8	0.3	0.7	0.8
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	6.7	6.7	6.7
Euribor 3 mesi	0.34	3.48	3.92	-0.36	0.48	1.77	2.63	3.31	3.90	4.09	4.05

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

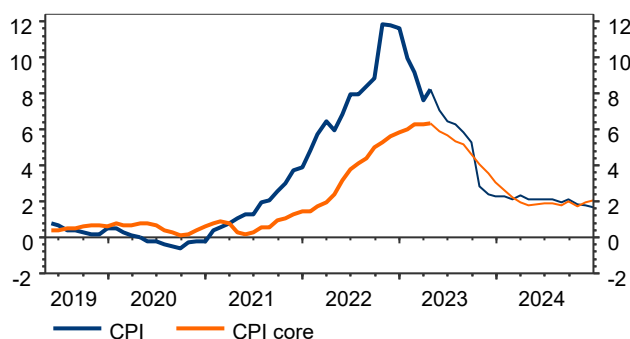
## Italia

### 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	121.5	119.4	118.5	118.5	8.8	8.3	7.9	8.0
mag-23	121.2	119.0	118.1	118.1	7.6	7.0	6.8	6.8
giu-23	122.0	119.7	118.8	118.8	6.9	6.4	6.2	6.2
lug-23	120.3	120.1	119.1	119.1	6.7	6.3	6.1	6.1
ago-23	120.9	120.6	119.6	119.6	6.3	5.9	5.7	5.7
set-23	122.2	120.3	119.4	119.4	5.7	5.3	5.2	5.2
ott-23	123.8	121.4	120.4	120.4	3.1	2.8	2.8	2.7
nov-23	124.0	121.6	120.5	120.5	2.6	2.4	2.4	2.2
dic-23	124.1	121.7	120.8	120.8	2.5	2.3	2.3	2.2

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	122.0	121.8	120.7	120.7	2.3	2.3	2.1	2.0
feb-24	122.0	121.8	120.8	120.7	2.1	2.1	2.0	1.9
mar-24	123.1	121.6	120.6	120.5	2.4	2.3	2.2	2.1
apr-24	124.1	122.0	120.9	120.8	2.2	2.1	2.0	1.9
mag-24	123.8	121.5	120.4	120.3	2.1	2.1	1.9	1.9
giu-24	124.6	122.2	121.1	121.0	2.1	2.1	1.9	1.9
lug-24	122.9	122.6	121.4	121.3	2.1	2.1	1.9	1.8
ago-24	123.4	122.9	121.7	121.6	2.0	2.0	1.8	1.7
set-24	124.8	122.8	121.6	121.5	2.1	2.1	1.8	1.8
ott-24	126.1	123.6	122.3	122.2	1.8	1.8	1.6	1.5
nov-24	126.2	123.7	122.4	122.3	1.8	1.8	1.6	1.5
dic-24	126.3	123.8	122.6	122.5	1.7	1.7	1.5	1.4

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

12mag	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	6.5	2.1	7.4	8.9	12.5	9.5	7.8	6.2	2.8	2.3
Produzione industriale (a/a)	0.4	-1.0	1.4	2.0	0.3	-2.1	-1.2	-2.3	-1.1	0.9	1.3
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	8.1	8.0	8.1	8.0	7.9	7.9	8.1	8.2	8.1	8.0
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.44	5.04	2.97	3.50	4.13	4.13	4.31	4.61	4.71	4.76

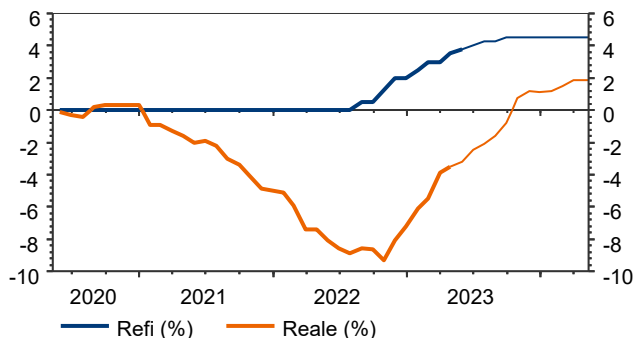
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	11/5	giu	set	dic	mar
Refi	1.25	2.50	3.50	<b>3.75</b>	4.00	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	0.68	1.88	2.92	<b>3.16</b>	3.30	3.90	4.02	4.04
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	<b>3.35</b>	3.50	4.02	4.06	4.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

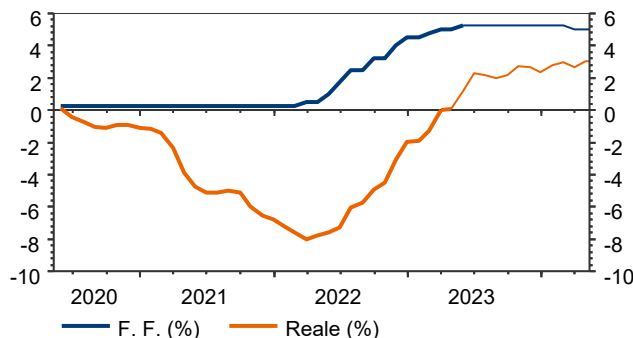


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	11/5	giu	set	dic	mar
Fed Funds	3.25	4.50	5.00	<b>5.25</b>	5.25	5.25	5.25	5.00
OIS 3m	3.66	4.61	4.93	<b>5.08</b>	5.09	5.10	5.10	4.92

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

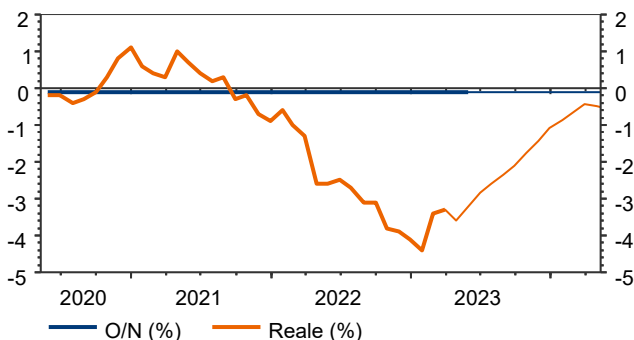


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	11/5	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.04	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

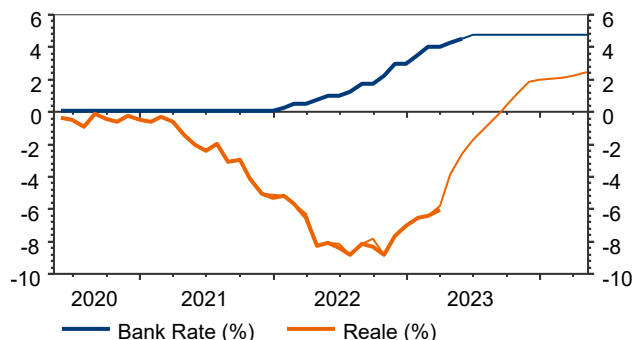


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	11/5	giu	set	dic	mar
Bank rate	2.25	3.50	4.25	<b>4.50</b>	4.75	4.75	4.75	4.75
Libor GBP 3m	3.34	3.87	4.42	<b>4.68</b>	4.80	4.75	4.70	4.60

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	12/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.04	1.03	1.07	1.09	<b>1.0911</b>	1.10	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	109	128	139	131	133	<b>134.69</b>	132	127	124	120	118
GBP/USD	0.00	1.22	1.18	1.21	1.25	<b>1.2528</b>	1.25	1.26	1.27	1.28	1.28
EUR/CHF	1.10	1.04	0.98	0.99	0.99	<b>0.9738</b>	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	132	134	144	140	146	<b>146.96</b>	145	141	138	136	135
EUR/GBP	0.86	0.85	0.88	0.88	0.88	<b>0.8708</b>	0.88	0.88	0.89	0.89	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