

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Inflazione area euro:** la "pausa" registrata ad aprile nel trend di calo dai picchi dello scorso autunno dovrebbe risultare temporanea. L'energia potrebbe tornare a dare un contributo negativo all'inflazione generale nei prossimi mesi, anche se la discesa potrebbe essere irregolare in quanto legata alla tempistica dell'esaurirsi degli interventi governativi contro il caro-bollette. Sia i beni industriali che quelli alimentari hanno cominciato a beneficiare del contro-shock sui fattori di offerta, e tale trend dovrebbe accentuarsi nei prossimi mesi. Tuttavia, i servizi non accennano a rallentare, in quanto più sensibili a una domanda che resta vivace nel comparto (e qualche rischio al rialzo verrà dall'accelerazione del costo del lavoro).

### I market mover della settimana

Nell'**Eurozona** il principale focus sarà sulle indagini di fiducia di maggio. I PMI sono attesi confermare un quadro di divergenza tra un'attività in contrazione nel manifatturiero e in crescita nei servizi. Le indagini nazionali potrebbero dare segnali misti (l'INSEE francese è visto in recupero mentre IFO tedesco e indici Istat in Italia sono attesi in calo). La stima preliminare dell'indice di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione Europea è vista evidenziare un modesto miglioramento del morale. Sempre nell'area euro, la produzione nelle costruzioni dovrebbe tornare a calare a marzo dopo due mesi di espansione. Infine, la seconda lettura del PIL tedesco dovrebbe confermare la stagnazione di inizio anno, e il dettaglio delle componenti dovrebbe mostrare un contributo positivo da investimenti ed esportazioni nette, compensato da un calo dei consumi sia privati che pubblici.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana l'attenzione sarà sui verbali della riunione del FOMC di maggio, che dovrebbero mostrare un consenso a favore della discussione di una pausa per i tassi a giugno, ma anche dispersione di opinioni riguardo ai rischi di interruzione dei trend verso il basso dell'inflazione. Sul fronte dei dati, i PMI flash di maggio dovrebbero dare indicazioni di marginale contrazione nel manifatturiero e di moderata espansione nei servizi. Per maggio, la spesa e il reddito personale dovrebbero essere in rialzo. Il deflatore core è previsto in aumento di 0,4% m/m, e su base tendenziale si dovrebbe vedere una riaccelerazione a 4,7% a/a.

19 maggio 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**

Economista

**Paolo Mameli**

Economista - Italia

**Giovanna Mossetti**

Economista - USA e Giappone

**Aniello Dell'Anno**

Economista - Area euro

**Andrea Volpi**

Economista - Area euro

**Simone Zava**

Economista - Area euro

International Research Network

**Silvia Guizzo**

Economista - Asia Ex Giappone

## Il punto

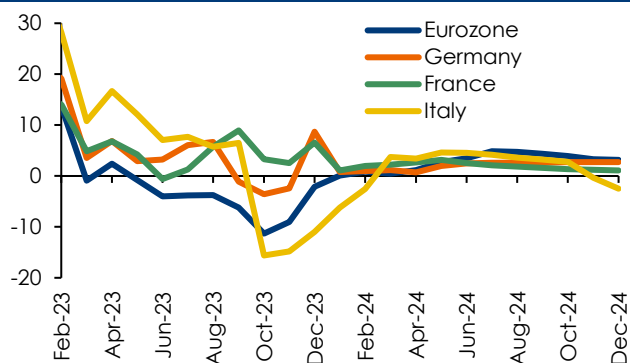
**Inflazione area euro:** la “pausa” registrata ad aprile nel trend di calo dai picchi dello scorso autunno dovrebbe risultare temporanea. L'energia potrebbe tornare a dare un contributo negativo all'inflazione generale nei prossimi mesi, anche se la discesa potrebbe essere irregolare in quanto legata alla tempistica dell'esaurirsi degli interventi governativi contro il caro-bollette. Sia i beni industriali che quelli alimentari hanno cominciato a beneficiare del contro-shock sui fattori di offerta, e tale trend dovrebbe accentuarsi nei prossimi mesi. Tuttavia, i servizi non accennano a rallentare, in quanto più sensibili a una domanda che resta vivace nel comparto (e qualche rischio al rialzo verrà dall'accelerazione del costo del lavoro).

- Dopo cinque mesi di cali continui, dal picco di 10,6% a ottobre 2022 sino al 6,9% in marzo, l'inflazione nell'Eurozona è salita di un decimo ad aprile, al 7% a/a. **La riaccelerazione dei prezzi è dovuta all'energia**, che è tornata in territorio positivo, a 2,4% a/a da -0,9% di marzo, per via di effetti base sfavorevoli (ad aprile 2022 i prezzi energetici erano crollati di -4% m/m, contro il -0,8% di aprile 2023), **e ai servizi** (a 5,2% da 5,1% di marzo). **Viceversa, i beni industriali non energetici hanno mostrato il secondo rallentamento consecutivo**, dopo il picco toccato in febbraio, per effetto della “normalizzazione” delle catene di approvvigionamento globali, **e gli alimentari hanno registrato la prima decelerazione**, da 15,5% a 13,5%. L'inflazione core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è calata al 7,3% dopo aver toccato un picco al 7,5% a marzo (è il primo calo da gennaio 2022). L'indice al netto di alimentari ed energia è sceso anch'esso, anche se solo di un decimo, al 5,6% (primo calo da giugno 2022).
- **Gli alimentari dovrebbero contribuire a frenare l'inflazione nei prossimi mesi**, per effetto dell'esaurirsi degli effetti della trasmissione dei passati rincari energetici sugli alimentari lavorati, ma **l'impatto disinflazionistico del rientro dei prezzi energetici potrebbe essere in parte compensato dalle pressioni al rialzo sugli alimentari freschi derivanti dalla siccità** attesa in estate nell'Europa meridionale. Ipotizzando una situazione analoga alla scorsa estate, abbiamo ottenuto una stima dell'effetto siccità depurando le variazioni congiunturali dei prezzi delle due componenti degli alimentari dall'impatto dei rincari energetici e dalla stagionalità nel periodo giugno-settembre 2022: l'impatto sull'inflazione alimentare risulterebbe di circa 1,3 punti percentuali, concentrato interamente nel 3° trimestre. Di conseguenza, la dinamica annua dei prezzi alimentari è attesa rimanere piuttosto elevata anche nella seconda metà dell'anno, chiudendo il 2023 con un tendenziale al 3,6%. **Solo nel 2024 l'inflazione da generi alimentari dovrebbe “normalizzarsi”, assestandosi intorno al 2%.**
- Dopo l'aumento visto in aprile, l'inflazione energetica è attesa tornare a calare nei prossimi mesi, sia per via della stabilizzazione delle quotazioni delle materie, sia per l'impatto residuo (nel confronto con lo stesso mese dello scorso anno) delle misure calmieranti dei governi. **Già da maggio, l'energia potrebbe dare un contributo negativo all'inflazione complessiva, toccando un punto di minimo a ottobre** (-1,1% a/a). Successivamente, è attesa una risalita in territorio positivo a inizio 2024, seguita da una accelerazione dalla primavera per effetto del completo esaurirsi delle misure anti-rincari. In sintesi, la componente energia è vista in contrazione di circa -1% quest'anno, dopo l'eccezionale rincaro del 37% nel 2022. Nel 2024, è atteso un rimbalzo del 3% in media annua.
- Dopo essere calata per la prima volta in 14 mesi in marzo, l'inflazione dei beni industriali non energetici ha rallentato nuovamente in aprile (al 6,2% dal 6,6% precedente, +0,7% m/m). **Il rallentamento appare legato all'attenuazione dei colli di bottiglia nelle filiere produttive che ha preso avvio circa un anno fa**, e che si trasmetterebbe sui listini dei beni industriali con un ritardo che stimavamo in circa 3 trimestri (l'inizio della trasmissione sembra essere stato lievemente più ritardato rispetto a quanto stimato). In sintesi, **ci aspettiamo che la decelerazione dell'inflazione dei beni industriali non energetici sia solo all'inizio e possa continuare nei prossimi trimestri. I rischi sono verso il basso**, in quanto alla normalizzazione dei fattori di offerta dovrebbe associarsi una tendenza debole della domanda.
- In aprile l'inflazione nel comparto dei servizi ha registrato una nuova accelerazione, al 5,2%, da 5,1% di marzo, malgrado la presenza di effetti base negativi. Inoltre, **la crescita congiunturale**

**dell'indice destagionalizzato ha fatto segnare una netta accelerazione, a 0,8% m/m**, il doppio della media degli ultimi 12 mesi (+0,4% m/m). **Il motore dei rincari nel comparto sembrano essere i servizi turistici** (servizi di trasporto, di ricreazione e di alloggio, pacchetti vacanze). **Il settore dei servizi è il meno sensibile ai fattori di offerta, che in questa fase agiscono in senso disinflazionistico** (normalizzazione delle catene produttive, moderazione dei prezzi energetici), **e viceversa risente molto della domanda, che resta vigorosa nel settore**, in particolare in quello dei servizi aggregativi in precedenza colpiti dallo shock da Covid-19, probabilmente ancora in scia alla ripresa di mobilità post-pandemica (anche grazie all'utilizzo degli extra-risparmi accumulati negli ultimi 3 anni). Nei mesi da giugno ad agosto, **ulteriori pressioni al rialzo sulla componente servizi giungeranno da effetti base sfavorevoli**, legati soprattutto al taglio a 9 euro al mese sull'abbonamento per il trasporto pubblico introdotto in Germania da giugno ad agosto 2022. Viceversa, gli effetti base agiranno in senso disinflazionistico a partire da settembre. Ciò **in un contesto in cui la domanda potrebbe rimanere forte** nei prossimi mesi (le previsioni per la stagione turistica estiva sono improntate ad un diffuso ottimismo, dopo che la stagione primaverile è stata assai vivace). Inoltre, il calo dei prezzi dell'energia, assieme al rialzo dei salari nominali, dovrebbe favorire una ripresa del reddito disponibile reale delle famiglie, che potrebbe sostenere la domanda in prospettiva. **In sintesi, i servizi saranno l'ultima componente a mostrare una "normalizzazione" dell'inflazione**, con un punto di svolta atteso tra il 3° ed il 4° trimestre dell'anno e un tendenziale a fine anno al 4,3%. I rischi su tale profilo previsivo restano al rialzo.

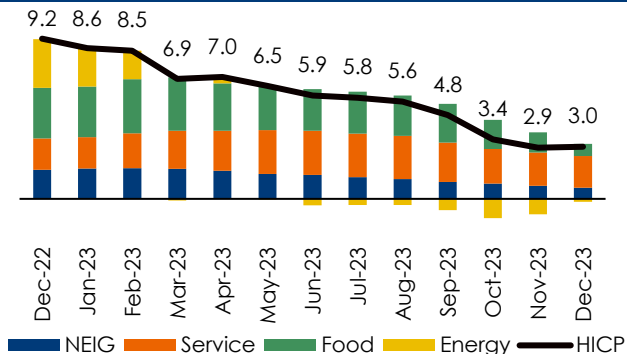
- Il nostro scenario è coerente con una accelerazione del costo del lavoro nei prossimi trimestri, che potrebbe potenzialmente accrescere i rischi di "spirale prezzi-salari". Abbiamo sviluppato un modello a due equazioni per stimare l'entità degli **"effetti di seconda battuta": l'impatto risulterebbe di +0,4% sull'inflazione media annua sia nel 2023 che nel 2024**.
- In sintesi, **il nostro scenario previsivo rimane coerente con un calo dell'inflazione headline nei prossimi trimestri, anche se la discesa sarà più lenta e irregolare del previsto** visti i rischi al rialzo sulla componente energia (soprattutto nella parte finale dell'anno), la rigidità degli alimentari e l'ulteriore accelerazione attesa nel brevissimo termine nei servizi.
- Nel dettaglio, **l'inflazione potrebbe riprendere a calare già da maggio, sino ad arrivare al 3% a dicembre**. La discesa proseguirebbe nella prima parte del prossimo anno, sino a un **punto di minimo al 2,2% nella primavera 2024. Successivamente, si potrebbe vedere una risalita** in scia al completo esaurirsi delle misure anti-rincari in Germania. In media annua, l'inflazione dovrebbe moderare al 2,4% nel 2024 dal 5,7% atteso nel 2023. La discesa sarà ancora più lenta per l'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia), che è stimato al 3,5% a fine anno, per tornare vicino alla soglia del 2% solo nella parte finale del 2024; la media annua, dopo il 6,2% stimato per quest'anno, dovrebbe rallentare al 2,4% l'anno prossimo.
- **I rischi sul nostro scenario sono verso l'alto**. Aumenti significativi dei prezzi dei servizi legati ad una domanda più forte del previsto e un impatto dell'effetto-siccatà sopra le nostre stime potrebbero rallentare significativamente la discesa dell'inflazione. Inoltre, rinnovi contrattuali più generosi del previsto comporterebbero un impatto da "effetti di seconda battuta" superiore allo 0,4% in media annua stimato nel nostro scenario di base nel 2023.

**Fig. 1 – Previsioni sull'inflazione energetica nell'Eurozona e nei principali Paesi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 2 – Contributi all'inflazione delle principali componenti**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

## I market mover della settimana

Nell'**Eurozona** il principale focus sarà sulle indagini di fiducia di maggio. I PMI sono attesi confermare un quadro di divergenza tra un'attività in contrazione nel manifatturiero e in crescita nei servizi. Le indagini nazionali potrebbero dare segnali misti (l'INSEE francese è visto in recupero mentre IFO tedesco e indici Istat in Italia sono attesi in calo). La stima preliminare dell'indice di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione Europea è vista evidenziare un modesto miglioramento del morale. Sempre nell'area euro, la produzione nelle costruzioni dovrebbe tornare a calare a marzo dopo due mesi di espansione. Infine, la seconda lettura del PIL tedesco dovrebbe confermare la stagnazione di inizio anno, e il dettaglio delle componenti dovrebbe mostrare un contributo positivo da investimenti ed esportazioni nette, compensato da un calo dei consumi sia privati che pubblici.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana l'attenzione sarà sui verbali della riunione del FOMC di maggio, che dovrebbero mostrare un consenso a favore della discussione di una pausa per i tassi a giugno, ma anche dispersione di opinioni riguardo ai rischi di interruzione dei trend verso il basso dell'inflazione. Sul fronte dei dati, i PMI flash di maggio dovrebbero dare indicazioni di marginale contrazione nel manifatturiero e di moderata espansione nei servizi. Per maggio, la spesa e il reddito personale dovrebbero essere in rialzo. Il deflatore core è previsto in aumento di 0,4% m/m, e su base tendenziale si dovrebbe vedere una riaccelerazione a 4,7% a/a.

### Lunedì 22 maggio

#### Area euro

- **Area euro.** La stima flash relativa a maggio dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea dovrebbe registrare un modesto miglioramento a -17,1 da un precedente -17,5, confermando una tendenza di recupero dai minimi del secondo semestre dello scorso anno. Le valutazioni ancora positive sul mercato del lavoro, nonché il rallentamento dell'inflazione attesa (pur in un contesto di inflazione percepita ancora vicina ai massimi) dovrebbero contribuire a sostenere il morale dei nuclei familiari nei prossimi mesi. Gli attuali livelli dell'indice sono ben inferiori alla media storica e coerenti con una spesa per consumi delle famiglie ancora debole.
- **Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** dovrebbe tornare a calare a marzo dopo due mesi di espansione, frenata anche da condizioni meteorologiche sfavorevoli. I dati già diffusi per le principali economie mostrano una flessione generalizzata e sono compatibili con un calo dell'ordine di -2,5% m/m per il complesso dell'Eurozona. Grazie ai progressi piuttosto marcati di gennaio e febbraio, il settore dovrebbe aver comunque contribuito positivamente alla crescita a inizio anno; nei prossimi trimestri però il comparto non potrà non risentire degli effetti della restrizione monetaria.

### Martedì 23 maggio

#### Area euro

- **Area euro.** Le indagini **PMI** di maggio sono attese confermare il quadro di un'economia nel complesso in moderata espansione, ma in un contesto di divergenza tra contrazione manifatturiera e ripresa nei servizi. Il PMI **manifatturiero** dovrebbe restare al di sotto della soglia d'invarianza ma potrebbe tornare a salire a 47, dopo che l'ampio calo a 45,8 di aprile era stato influenzato dagli effetti degli scioperi in Francia. L'indice relativo ai **servizi** potrebbe al contrario correggere a 55,8 dopo che il 56,2 toccato nel mese precedente aveva rappresentato un massimo da aprile 2022, restando comunque su livelli più che espansivi. Il **PMI composito** è visto poco variato a 54,2, su livelli coerenti con una leggera accelerazione della crescita del PIL nel 2° trimestre dopo lo 0,1% t/t di inizio anno.

## Stati Uniti

- Il **PMI manifatturiero** flash di maggio dovrebbe correggere a 49,5 da 50,2 di aprile, alla luce delle indicazioni generalmente deboli delle altre indagini. L'indice dei servizi dovrebbe mantenersi saldamente in territorio espansivo, con una modesta flessione a 53,2 da 53,6. L'andamento positivo del reddito e del mercato del lavoro forniscono ancora supporto alla domanda di servizi.
- Le **vendite di case nuove** ad aprile sono previste in calo a 670 mila, da 683 mila, con una possibile interruzione del recente trend verso l'alto, ma sempre sui massimi dalla primavera 2022. Diversi indicatori puntano a una stabilizzazione delle vendite: cantieri in rallentamento, mutui per l'acquisto di case stazionari, fiducia dei costruttori in crescita più moderata, aumento delle case disponibili.

## Mercoledì 24 maggio

### Area euro

- **Germania.** L'indice **IFO** è visto in frenata a 91,8 a maggio, da 93,6 precedente (sarebbe il primo calo dopo 6 mesi consecutivi di ripresa). L'indice sulla situazione corrente potrebbe correggere a 93,5 da 95, quello sulle attese a 90,3 da 92,2. Il peggioramento del morale dovrebbe essere per lo più concentrato sul manifatturiero. Sono aumentati i rischi al ribasso sulla previsione di un ritorno alla crescita per l'economia tedesca nel trimestre in corso, dopo la contrazione di fine 2022 e la stagnazione d'inizio anno.

### Stati Uniti

- I **verbali della riunione del FOMC** di maggio saranno importanti per chiarire la distribuzione delle opinioni riguardo a una pausa nel sentiero dei tassi. Powell, durante la conferenza stampa dopo la riunione, ha affermato che si è discusso di una pausa, ma non per maggio. I verbali dovrebbero dare indicazioni sulle condizioni richieste per attuare una pausa a partire dalla prossima riunione, oltre che sulla diffusione delle opinioni favorevoli al mantenimento di tassi fermi a giugno. Altre informazioni rilevanti saranno eventuali revisioni alle previsioni macroeconomiche dello staff e stime degli effetti della turbolenza bancaria sul credito. A nostro avviso, i verbali dovrebbero dare supporto alla previsione di tassi fermi a giugno, mostrando però la presenza di possibili dissensi, soprattutto se i dati di inflazione continueranno a segnalare l'assenza di un trend verso il basso della dinamica dei prezzi dei servizi core ex-abitazione.

## Giovedì 25 maggio

### Area euro

- **Germania.** La seconda stima dovrebbe confermare la stagnazione del **PIL** nel 1° trimestre, dopo la flessione di -0,5% t/t a fine 2022. Il dettaglio per componente di domanda dovrebbe mostrare un contributo positivo da investimenti ed esportazioni nette, compensato da un calo dei consumi sia privati che pubblici. Per l'intero 2023 ci aspettiamo una sostanziale stagnazione dell'economia tedesca.
- **Francia.** L'indice INSEE di **fiducia manifatturiera** dovrebbe rimbalzare a 103 a maggio da un precedente 101, dopo che le letture dei mesi precedenti erano state influenzate dall'effetto degli scioperi contro la riforma delle pensioni. Il progresso dovrebbe riguardare anche i servizi. Le più recenti indagini della Banque de France hanno evidenziato un recupero dell'attività industriale trainato soprattutto dalla normalizzazione dei fattori di offerta, ma le condizioni di domanda restano deboli.

### Stati Uniti

- La seconda stima del **PIL del 1° trimestre** è prevista invariata rispetto alla lettura advance, a 1,1% t/t ann.

- I nuovi **sussidi di disoccupazione** ora vanno monitorati con attenzione, alla luce del loro ruolo di indicatore anticipatore affidabile delle recessioni. L'ultimo dato disponibile, al 6 maggio, ha registrato un aumento a 264 mila, al di sopra del range di fluttuazione degli ultimi tre mesi e sui massimi da ottobre 2021. Il trend verso l'alto dei nuovi sussidi è in atto da febbraio e sottolinea i rischi di un indebolimento del mercato del lavoro, benché il tasso di disoccupazione sia calato ancora ad aprile, a 3,4%.

## Venerdì 26 maggio

### Area euro

- **Italia.** La **fiducia di imprese e consumatori** è vista correggere a maggio dopo il trend di ripresa che ha caratterizzato i mesi scorsi. Il morale delle aziende manifatturiere potrebbe calare per il secondo mese a 102,5 da 103 di aprile, ma anche l'indice composito IESI di fiducia delle imprese potrebbe correggere, in virtù di un minor vigore nelle costruzioni, stimiamo a 110,2 da 110,5 precedente. Infine, il morale delle famiglie è visto a 105,2 da 105,5, per effetto della risalita dell'inflazione sui beni a più alta frequenza di acquisto.
- **Francia.** L'indice di **fiducia dei consumatori** è atteso stabile a 83 a maggio. A differenza che nelle altre principali economie europee, il morale dei nuclei familiari in Francia non ha ancora mostrato chiari segnali di recupero ma si è stabilizzato su livelli ben inferiori alla media storica, coerenti con una dinamica ancora debole dei consumi privati.

### Stati Uniti

- Gli **ordini di beni durevoli** di aprile (prel.) sono attesi in calo di -1,25 m/m, dopo 2,8% m/m, sulla scia della correzione attesa nel comparto volatile dell'aeronautica civile.
- La **spesa personale** ad aprile è prevista in rialzo di 0,5% m/m, grazie al rimbalzo dei beni durevoli (auto) e al trend solido dei servizi. Il **reddito personale** dovrebbe accelerare, in seguito alla combinazione di aumento solido dei salari orari e degli occupati, come evidenziato dall'employment report di aprile. Il **deflatore dei consumi** dovrebbe aumentare di 0,3% m/m (4,3% a/a). Il **deflatore core** è previsto in rialzo di 0,4% m/m (4,7% a/a), con una variazione sempre solida del comparto dei servizi core ex-abitazione, alla luce delle informazioni del PPI, che indicano accelerazione dei prezzi della sanità e dei servizi finanziari, e del CPI, che hanno mostrato un ritmo più rapido dei rialzi per ricreazione e istruzione.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a maggio (finale) dovrebbe recuperare solo marginalmente l'indebolimento visto con la lettura preliminare. L'indice è previsto a 58,5 da 57,7 della stima flash. Le aspettative di inflazione a 5 anni potrebbero ritracciare di 1 decimo a 3,1%, dopo essere salite a 3,2% con la lettura preliminare, toccando il massimo dal 2011.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (22 – 26 maggio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	22/5	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		mar	-4.5	%	0.7	
		03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	mag	4.3	%		
		03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	mag	3.7	%		
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	mag	-17.5		-17.0	-17.1
Mar	23/5	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		mag	49.5			
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	mag	54.6		54.3	
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	mag	45.6		46.0	
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	mag	56.0		55.5	
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	mag	44.5		45.0	
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	mag	56.2		55.6	55.8
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	mag	54.1		53.5	54.2
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	mag	45.8		46.1	47.0
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	mag	55.9			
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	mag	47.8			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	mag	53.6			53.2
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	mag	50.2			49.5
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.	*	mag	53.4			
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	apr	0.683	Mln	0.663	0.670
Mer	24/5	08:00	GB	CPI m/m		apr	0.8	%		
		08:00	GB	CPI a/a	*	apr	10.1	%	8.2	
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		mag	95.0			93.5
		10:00	GER	IFO (attese)		mag	92.2			90.3
		10:00	GER	IFO	**	mag	93.6			91.8
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		mag	-7.8			
Gio	25/5	08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T1	0.0	%	0.0	0.0
		08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T1	-0.1	%		-0.1
		08:00	GER	Fiducia consumatori		giu	-25.7		-24.5	
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	mag	101		101	103
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	242	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.799	Mln		
		14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. 2a stima	*	T1	prel 4.0	%		
		14:30	USA	Deflatore consumi core t/t 2a stima		T1	prel 4.9	%		
		14:30	USA	PIL t/t ann. prelim		T1	1.1	%	1.1	1.1
Ven	26/5	08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		apr	-3.1	%		
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	apr	-0.9	%		
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		mag	83		84	83
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	mag	103.0		102.5	102.5
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		mag	105.5			105.2
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim.	*	apr	2.8	{3.2} %	-0.9	-1.2
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prel.	*	apr	0.2	%		
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim.		apr	-84.6	Mld \$		
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	apr	4.6	%		4.7
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	apr	4.2	%		4.3
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	apr	0.3	%		0.4
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	apr	0.0	%	0.4	0.5
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		apr	0.3	%	0.4	0.4
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		mag	prel 57.7			58.5

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 (22 – 26 maggio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Lun 22/5	10:45	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
	11:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
	13:30	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
	14:30	USA	Discorso di Bullard (Fed)
	16:15	EUR	Discorso di Lane (BCE)
	16:15	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	17:05	USA	Discorsi di Bostic e Barkin (Fed)
Mar 23/5	09:15	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
	10:00	EUR	Discorso di Muller (BCE)
	15:00	USA	Discorso di Logan (Fed)
	16:45	GB	Discorso di Haskel (BOE)
	17:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	19:50	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Mer 24/5	11:30	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
	15:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
	20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio 25/5	11:00	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
	12:30	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
	13:15	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	15:30	EUR	Discorsi di Centeno e De Cos (BCE)
	18:30	GB	Discorso di Haskel (BOE)
Ven 26/5	09:30	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
	--	SPA	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Spagna

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	mag	10.8		-3.8	-31.8
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mar	56.6	(71.0)	Mld \$	133.3
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	apr	-0.5	(-0.4)	%	0.4
Vendite al dettaglio m/m	apr	-0.7	(-0.6)	%	0.8
Produzione industriale m/m	apr	0.0	(-0.4)	%	0.0
Impiego capacità produttiva	apr	79.4	(79.8)	%	79.7
Scorte delle imprese m/m	mar	0.0	(-0.2)	%	0.0
Indice Mercato Immobiliare NAHB	mag	45		45	50
Licenze edilizie	apr	1.437	(1.430)	Mln	1.437
Nuovi cantieri residenziali	apr	1.371	(1.420)	Mln	1.401
Richieste di sussidio	settim	264		x1000	254
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.807	(1.813)	Mln	1.818
Indice Philadelphia Fed	mag	-31.3		-19.8	-10.4
Indice anticipatore m/m	apr	-1.2		%	-0.6
Vendite di case esistenti (mln ann.)	apr	4.43	(4.44)	Mln	4.30

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

Le **vendite al dettaglio** di aprile, inclusa la ristorazione, hanno mostrato un aumento di 0,4% m/m (1,6% a/a), e il dato di marzo è stato rivisto verso il basso di 1 decimo a -0,7% m/m. Anche le vendite al netto della ristorazione e quelle al netto delle auto sono in aumento di 0,4% m/m (0,5% a/a). Auto, ristorazione, prodotti per la salute e vendite online sono in rialzo sostenuto, a fronte di correzioni per arredamento, abbigliamento, articoli sportivi e benzina (in questo caso per via di un effetto prezzo negativo). In termini reali, le vendite sono circa stagnanti, dopo due mesi ampiamente negativi, con indicazioni di rallentamento della crescita dei consumi di beni nel 2° trimestre.

La **produzione industriale** ad aprile ha sorpreso verso l'alto, con un aumento di 0,5% m/m, dovuto a una combinazione di calo per le utility (-3,1% m/m) e incrementi negli altri due comparti, manifatturiero (+1% m/m) ed estrattivo (0,6% m/m). Nel manifatturiero, la spinta principale è venuta dal balzo del settore auto (+9,3% m/m), ma anche altri segmenti hanno registrato variazioni solide (elettronica, alimentari, chimica, plastica). I dati della produzione sono in contrasto con le indicazioni più deboli su occupati e ore lavorate, oltre che con i segnali recessivi delle indagini.

L'indice **Empire della NY Fed** è calato più delle attese, scendendo di 43 punti, a -31,8, con ampi cali per ordini e fatturato, che erano aumentati ad aprile. L'occupazione e le ore lavorate si mantengono in territorio recessivo per il quarto mese consecutivo. Le imprese non prevedono miglioramenti nei prossimi sei mesi. I dati segnalano persistente debolezza nel manifatturiero, in contrasto con le indicazioni della produzione di aprile.

I nuovi **cantieri residenziali** di aprile hanno mostrato un aumento a 1,401 mln da 1,371 di marzo, e le licenze sono calate a 1,416 mln, dopo una revisione verso l'alto per marzo. I dati di attività nelle costruzioni residenziali danno segnali di svolta dai minimi di gennaio, confermando la fine della correzione in atto nella seconda metà del 2022 e segnalando una possibile ripresa.

Le **richieste di nuovi sussidi di disoccupazione** al 13 maggio sono calate a 242 mila da 264 mila della settimana precedente. Il trend verso l'alto dei sussidi non viene interrotto dalla correzione di metà maggio, nonostante la flessione della settimana scorsa, che mantiene i dati sui livelli elevati visti ad aprile.

L'indice della **Philadelphia Fed** a maggio è risalito da -31,3 a -10,4 segnalando persistente contrazione dell'attività nel settore manifatturiero, con ordini e consegne sempre in territorio recessivo, anche se su livelli modestamente più elevati. L'indice di occupazione è peggiorato sensibilmente con un calo a -8,6 da -0,2, in linea con le ore lavorate (-7,7). L'indice dei prezzi pagati è in modesto rialzo a 10,9, mentre sul fronte dei prezzi ricevuti l'indicazione è favorevole a un quadro di disinflazione, con l'indice a -7, minimo da aprile 2020. Le aspettative a 6 mesi sono in peggioramento, con l'indice generale a -10,3. Le imprese riportano un ridimensionamento delle previsioni per i prezzi dei propri prodotti e per gli aumenti salariali.

## Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
PIL t/t prelim	T1	0.0		%	0.1	0.4
PIL t/t, ann. prelim	T1	-0.1	(0.1)	%	0.7	1.6
Produzione industriale m/m finale	mar	0.8		%		1.1
Bilancia commerciale	apr	-755.1	(-754.5)	Mld ¥ JP	-613.8	-432.4
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	apr	3.1		%	3.4	3.4
CPI (naz.) a/a	apr	3.2		%		3.5

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

La stima preliminare del **PIL del 1° trimestre** ha mostrato una crescita superiore alle attese, con una variazione di 0,4% t/t (1,6% t/t ann.), spinta dalla domanda domestica privata, in rialzo di 0,8% t/t. I consumi sono in crescita di 0,6% t/t, dopo 0,2% t/t, grazie alla riapertura dell'economia post-Covid, e gli investimenti aumentano di 0,9% t/t. Le esportazioni nette danno un contributo di -0,3pp, con flussi commerciali in calo sia per l'import sia per l'export. L'economia dovrebbe essere ancora sostenuta dagli effetti della fine dell'emergenza Covid sui consumi, oltre che dal supporto della politica fiscale attraverso i sussidi per la spesa energetica, con una crescita attesa intorno all'1%.

Il **CPI** ad aprile è aumentato di 0,6% m/m, 3,5% a/a. **Al netto degli alimentari freschi**, l'indice è in rialzo di 0,7% m/m e 3,4% a/a, in accelerazione da 3,1% a/a di marzo. I dati mostrano un ampio contributo negativo del comparto energia dovuto ai sussidi pubblici, ma si rileva un'accelerazione della dinamica dei prezzi in molti comparti, sia per i beni sia per i servizi al netto di energia e alimentari freschi. I rinnovi contrattuali dovrebbero concludersi con un'accelerazione salariale diffusa e possibili spinte al rialzo soprattutto nei servizi, con rischi verso l'alto per il sentiero dei prezzi. Per valutare una possibile svolta della politica monetaria, sarà importante vedere un'eventuale revisione verso l'alto dello scenario dei prezzi che la BoJ pubblicherà a luglio.

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	mar	1.5		%	-2.5	-4.1
EUR	PIL a/a 2a stima	T1	1.3		%	1.3	1.3
EUR	PIL t/t 2a stima	T1	0.1		%	0.1	0.1
EUR	CPI a/a finale	apr	7.0		%	7.0	7.0
EUR	CPI m/m finale	apr	0.9		%	0.7	0.6
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	apr	7.3		%	7.3	7.3
FRA	Tasso di disoccupazione	T1	7.1	(7.2)	%	7.1	7.1
GER	ZEW (Sit. corrente)	mag	-32.5			-37.0	-34.8
GER	ZEW (Sentiment econ.)	mag	4.1			-5.3	-10.7
GER	PPI m/m	apr	-1.4	(-2.6)	%	-0.5	0.3
GER	PPI a/a	apr	6.7	(7.5)	%	4.0	4.1
ITA	IPCA a/a finale	apr	8.8		%	8.8	8.7
ITA	IPCA m/m finale	apr	1.0		%	1.0	0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	apr	0.5		%	0.5	0.4
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	apr	8.3		%	8.3	8.2
ITA	Bilancia commerciale (totale)	mar	2.095	(2.108)	Mld €		7.541
ITA	Bilancia commerciale (UE)	mar	-1.902	(-1.889)	Mld €		-0.916

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

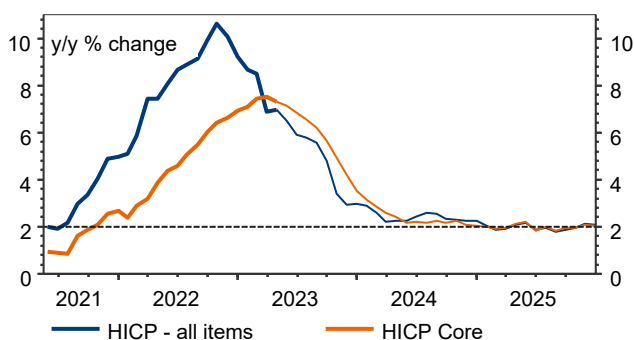
**Area euro. La produzione industriale** di marzo è crollata di -4,1% m/m, dopo due mesi di recupero: il calo è diffuso alle principali economie (con l'eccezione della Spagna), ed è amplificato dal volatile dato irlandese (-26,3% m/m). Su base settoriale sono i beni strumentali i più penalizzati (-15,4% m/m), frenati da un crollo del 50% della produzione nel comparto dell'elettronica, computer e prodotti ottici, ma si registrano contrazioni anche per gli altri comparti: -1,8% i beni intermedi; -0,9% l'energia e -0,8% i beni di consumo non durevoli. Solo i beni durevoli risultano in

espansione per il secondo mese (2,8%). Nonostante il calo dei prezzi dell'energia, anche i comparti più energivori non mostrano segnali di significativa ripartenza (dopo due mesi di recupero, l'output è tornato a calare di -1,2% m/m e -9,1% a/a), mentre il supporto derivante sia dalle minori problematiche di approvvigionamento sia dagli ordini arretrati è in progressivo ridimensionamento. L'industria chiude il 1° trimestre in contrazione di -0,2% t/t (-0,7% t/t il solo settore manifatturiero), le indagini segnalano che l'attività industriale rimarrà ancora debole verosimilmente anche nei trimestri centrali dell'anno.

**Area euro.** La **seconda stima del PIL** ha confermato l'espansione di 0,1% t/t (1,3% a/a) nel 1° trimestre. L'**occupazione** ha accelerato a 0,6% t/t da 0,3% di fine 2022 (1,7% a/a da 1,5%); per trovare un ritmo di crescita congiunturale più elevato, occorre risalire al 3° trimestre 2021. A marzo le importazioni sono crollate a fronte di una sostanziale stabilità dell'export (-7,1% contro -0,1% m/m), riportando il **saldo commerciale** destagionalizzato in avanzo, a un massimo da due anni (+17 miliardi): la crescita marginale del PIL a inizio 2023 dovrebbe essere stata dovuta proprio agli scambi con l'estero, a fronte di una domanda finale domestica verosimilmente ancora in contrazione.

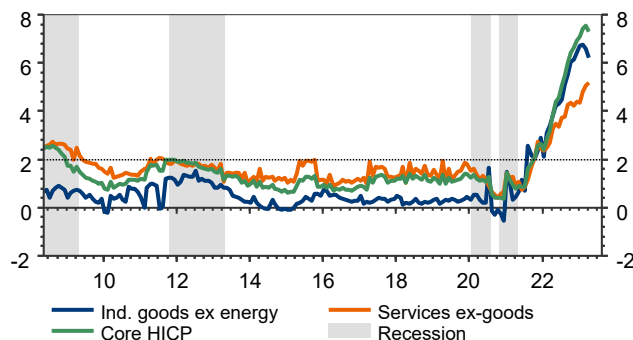
**Area euro.** La seconda lettura conferma la salita di un decimo dell'**inflazione** di aprile, al 7% a/a (+0,6% m/m), dopo cinque mesi di cali consecutivi, per via di effetti base sfavorevoli sull'energia (ad aprile 2022 il calo dei prezzi energetici è stato di -4% m/m contro il -0,8% di aprile 2023), che hanno più che compensato il rallentamento di alimentari (a 13,5% da 15,5% precedente) e beni industriali non energetici (a 6,2% da 6,6%). I servizi hanno visto un'accelerazione a 5,2% da 5,1% di marzo. L'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è sceso al 7,3% dopo aver toccato un picco a 7,5% in marzo (primo calo da gennaio 2022), l'inflazione al netto di alimentari ed energia è scesa di un decimo al 5,6% (primo calo da giugno 2022). L'inflazione dovrebbe tornare a diminuire da maggio, spinta al ribasso nuovamente dall'energia, che dovrebbe ritornare in territorio negativo, e dagli alimentari; anche la dinamica di fondo è attesa proseguire lungo il trend di discesa, sia pure più lentamente, per via della svolta sui beni industriali non energetici. A fine anno, l'inflazione potrebbe attestarsi al 3% sull'indice headline e al 3,5% sulla misura "core BCE". I rischi sul nostro scenario sono verso l'alto e diffusi sia alle componenti core (in particolare ai servizi, la cui dinamica dipende in gran parte dalla tenuta della domanda), che, in minor misura, a quelle più volatili (alimentari freschi ed energia).

#### Dinamica dei prezzi Eurozona



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

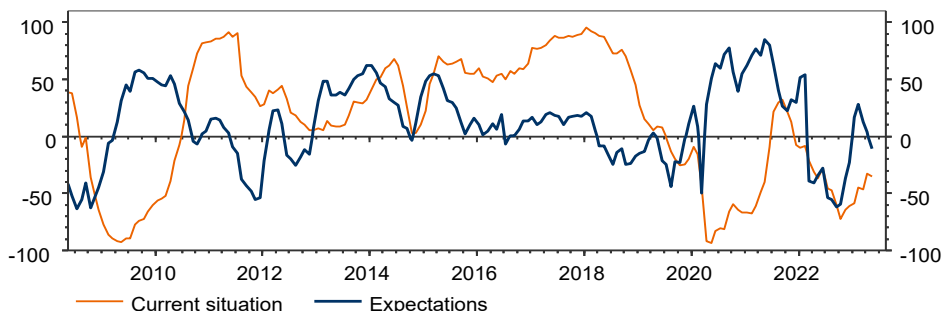
#### Inflazione core: beni vs. servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo

**Germania.** L'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia tedesca, è calato a -10,7 da 4,1 precedente: l'indicatore è ritornato in territorio negativo dopo 4 mesi, per via dei timori di nuovi aumenti dei tassi da parte della BCE, e del rischio default degli Stati Uniti. La flessione è stata di entità più moderata per l'indicatore sulla situazione corrente, a -34,8 da -32,5 (ben al di sotto della media storica).

**ZEW: nuovo calo a maggio per via dei timori di nuovi aumenti dei tassi da parte della BCE, e del rischio default degli Stati Uniti**



Fonte: ZEW

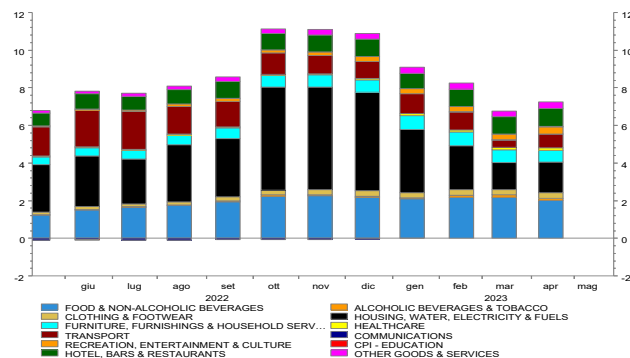
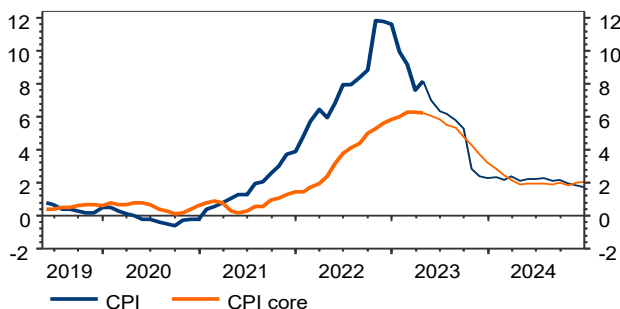
**Germania.** Il **PPI** è cresciuto di +0,3% m/m in aprile: si tratta del primo aumento in termini congiunturali da settembre 2022. Su base annua il PPI ha decelerato per il settimo mese consecutivo, portandosi al 4,1% dal 6,7% precedente (4,8% da 7,9% al netto dell'energia): si tratta di un minimo da oltre due anni. Sia pure in rallentamento rispetto ai mesi precedenti, restano molto elevati i prezzi degli alimentari (+0,5% m/m, 13,6% a/a).

**Francia.** Il **tasso di disoccupazione** è rimasto invariato al 7,1% nel 1° trimestre dopo che il dato di fine 2022 è stato rivisto al ribasso di un decimo: se si escludono i mesi del primo lockdown nel 2020, questo valore rappresenta un minimo almeno dal 1982.

**Italia.** La crescita dei **prezzi al consumo** ad aprile è stata rivista al ribasso di un decimo sia sull'indice armonizzato che su quello nazionale, rispettivamente a 8,7% e 8,2% a/a; la crescita mensile è stata di +0,4% m/m sulla misura nazionale e di +0,9% m/m sull'IPCA, quest'ultima più ampia per via della fine dei saldi stagionali (di cui il NIC non tiene conto) ritardata a marzo. Il rialzo di aprile è imputabile soprattutto alla componente energetica non regolamentata (salita da 18,9% a 26,6% a/a), per via di rincari superiori all'8% su base mensile per gas ed energia elettrica sul mercato libero. Accelerano anche i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 6,3% a 6,9% a/a) e i servizi vari (da 2,5% a 2,9% a/a). Di contro, calano i prezzi degli energetici regolamentati (da -20,3% a -26,7%, -19,6% m/m), per via di un ribasso di -41% m/m dell'energia elettrica sul mercato tutelato; viceversa, il prezzo del gas sul mercato tutelato è aumentato sensibilmente (+30,1% m/m) per via di una prima riduzione del sussidio ai consumatori introdotto lo scorso anno (implicito nella componente tariffaria UG2C), che verrà meno completamente da maggio. Rallentano su base annua gli alimentari (da 12,9% a 11,8% a/a; +0,3% m/m). L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi (sul NIC) è scesa per la prima volta dopo 14 mesi, a 6,2% da 6,3% a/a della lettura preliminare e del dato di marzo. Riteniamo che l'inflazione possa 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).

**L'inflazione italiana dovrebbe tornare a calare da maggio; la componente "di fondo" è ora ai picchi**

**Italia: contributi all'inflazione annua**



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Italia.** I dati sul **commercio estero** di marzo hanno registrato un calo congiunturale più marcato per le importazioni (-6,5% m/m, settima flessione consecutiva) che per le esportazioni (-2,3% m/m, dopo due mesi consecutivi di crescita). La contrazione su base mensile dell'export è dovuta principalmente a beni di consumo non durevoli (-5,8%) ed energia (-22,1%), mentre la flessione congiunturale dell'import è diffusa a tutti i principali raggruppamenti di industrie. L'export su base annua è sostenuto da macchinari, autoveicoli e alimentari, e dalle vendite verso Stati Uniti e Cina. Il saldo commerciale ha registrato un avanzo di 7,5 miliardi (contro un deficit di -0,8 miliardi un anno prima), il dato più alto per il mese di marzo da quando è stato introdotto l'euro, grazie al minor disavanzo energetico e all'ampliamento del surplus nell'interscambio di beni non energetici. Nei prossimi mesi il rallentamento della domanda dall'estero frenerà l'export ma il calo dei prezzi dell'energia dovrebbe continuare a ridurre le pressioni sulla bilancia commerciale, attesa riassorbire progressivamente gli squilibri registrati nel 2022.

**Paesi Bassi.** Il **PIL** è calato a sorpresa di -0,7% t/t nel 1° trimestre dell'anno, dopo la crescita di 0,4% (rivista da 0,6% preliminare) registrata a fine 2022. La flessione è dovuta a una contrazione dell'export (-1,8% t/t) più accentuato di quello dell'import (-1,3% t/t), in presenza di consumi stagnanti e investimenti in accelerazione (+1,1% t/t). La variazione tendenziale è diminuita a 1,9% da un precedente 3,2%. La crescita media annua è attesa in deciso rallentamento nel 2023, a 0,4% da 4,5% dello scorso anno.

## Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	apr	3.0	%	3.6
Vendite al dettaglio cumulato a/a	apr	5.76	%	8.46
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	apr	5.1	%	5.5
Produzione industriale a/a	apr	3.9	%	10.9
Vendite al dettaglio a/a	apr	10.6	%	21.0

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

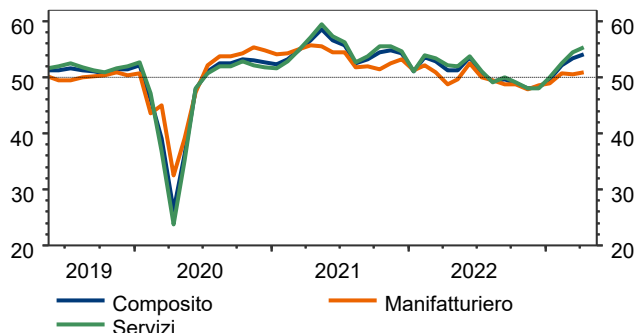
I dati relativi al mese di aprile sono stati nettamente inferiori alle attese di consenso, confermando che la ripresa economica prosegue ma rimane disomogenea, più sostenuta dal lato dei servizi e dei consumi. La **produzione industriale** è salita del 5,6% a/a in aprile, in accelerazione da 3,9% a/a in marzo, quasi la metà rispetto alle attese (consenso Bloomberg: 10,9% a/a), e calata invece del -0,47% m/m. Il traino è arrivato ancora dalle imprese statali (6,6% a/a) e dal forte rimbalzo della produzione delle industrie a capitale straniero (da 1,4% a/a in marzo a 11,8% a/a in aprile), mentre quella delle imprese private è decelerata e rimane modesta (1,6% a/a). La **produzione del settore dei servizi** è salita invece a un ritmo molto più sostenuto: 13,5% a/a in aprile, in accelerazione da 9,2% a/a in marzo, in linea con le indicazioni degli indici PMI.

La dinamica delle **vendite al dettaglio** nominali è accelerata da 10,6% a/a in marzo a 18,4% a/a in aprile (consenso Bloomberg: 21,9% a/a), accompagnata da una revisione al rialzo dell'andamento congiunturale dei primi tre mesi dell'anno. Le vendite sono sostenute dal forte rimbalzo delle vendite di automobili (+82,8%), che beneficiano anche di un significativo effetto di confronto favorevole con il mese di aprile del 2022 (quando ci fu il lockdown a Shanghai), della ristorazione ma anche di abbigliamento e gioielleria. I segnali dal mercato del lavoro continuano a essere misti: il **tasso di disoccupazione** urbano è sceso da 5,3% in marzo a 5,2% in aprile, quello relativo alle maggiori 31 città è rimasto invariato a 5,5% mentre quello della fascia 16-24 anni è salito ulteriormente a 20,4%.

Gli **investimenti fissi nominali** nei primi cinque mesi dell'anno sono saliti del 4,7% a/a, meno delle attese di consenso (5,7% a/a), incorporando una decelerazione stimata da 4,8% a/a in marzo a 3,9% a/a in aprile. Quest'ultima è spiegata sia dall'ulteriore contrazione tendenziale degli investimenti nel settore immobiliare (-7,2% a/a in aprile da -5,9% a/a in marzo) sia dalla debolezza degli investimenti del settore privato.

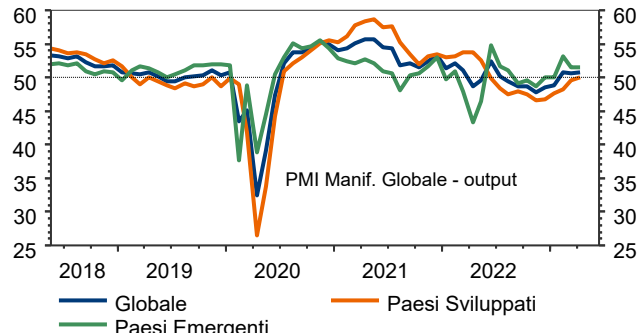
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



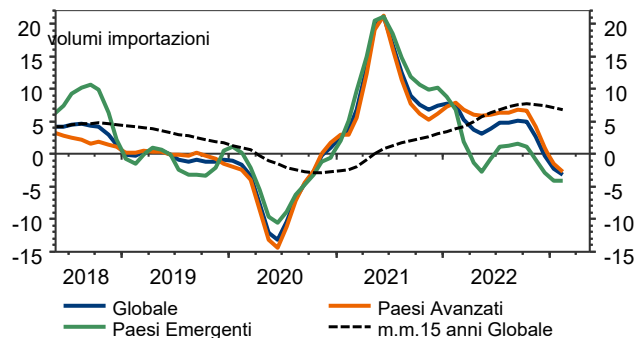
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



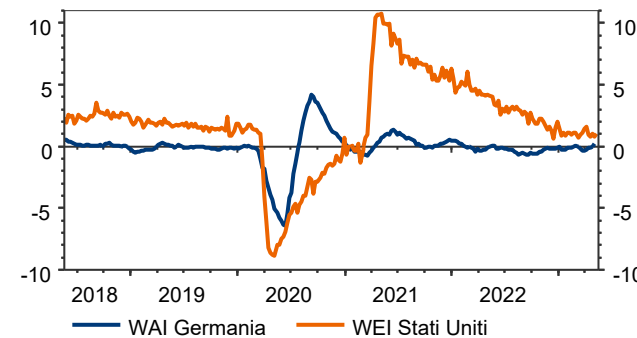
Fonte: S&P Global

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



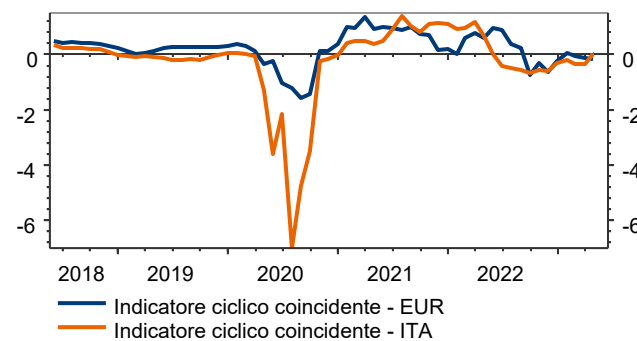
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



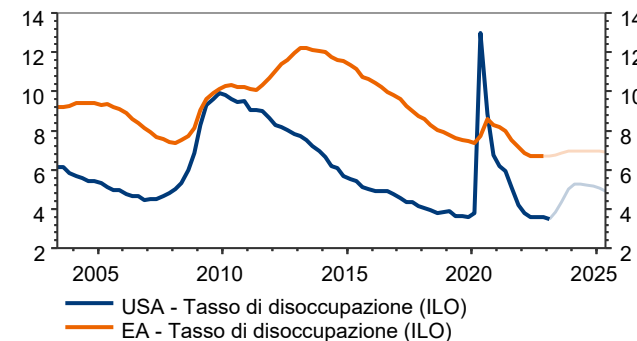
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

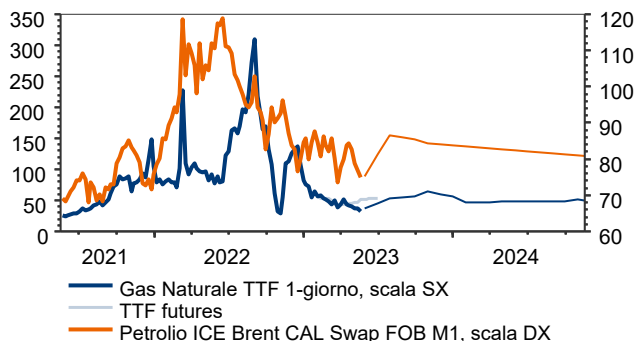
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

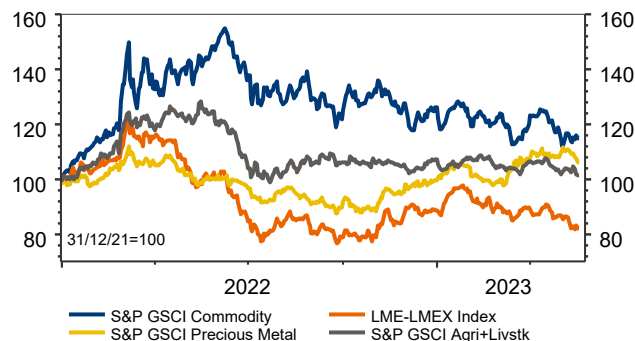
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



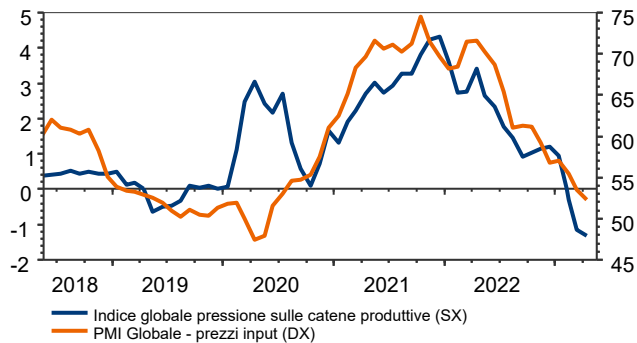
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



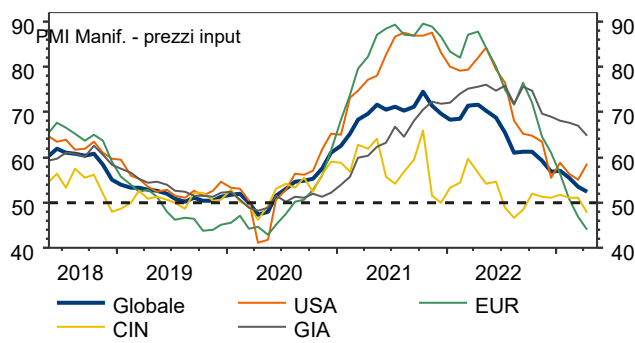
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



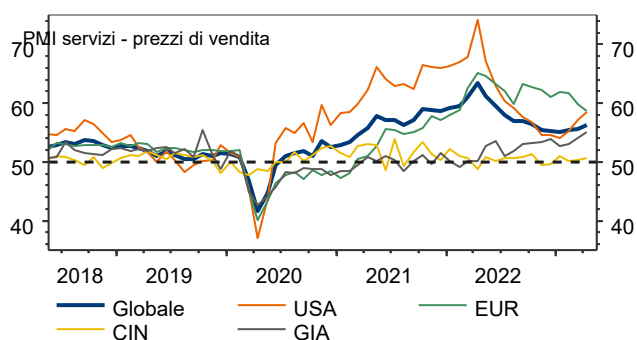
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



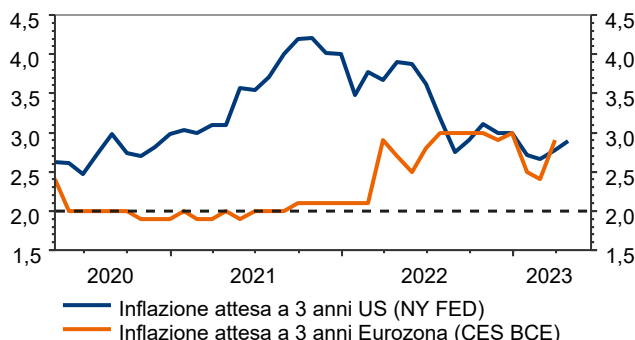
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

### Aspettative di inflazione dei consumatori

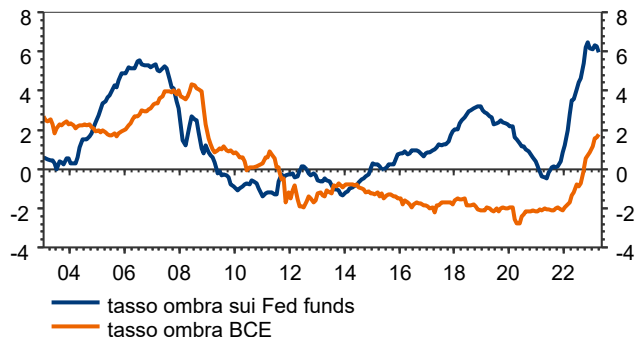


Fonte: NY Fed, BCE



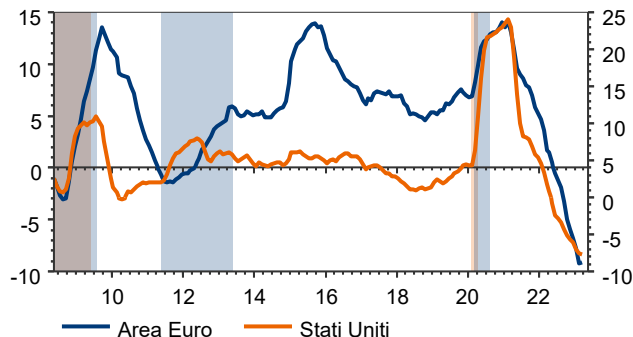
## Condizioni Finanziarie

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



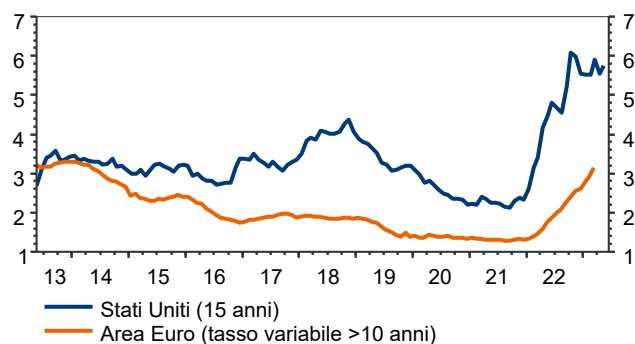
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



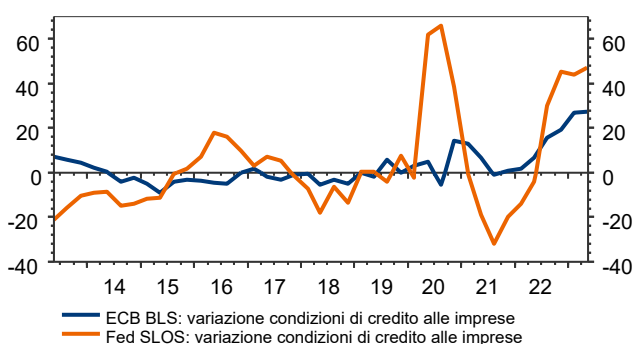
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



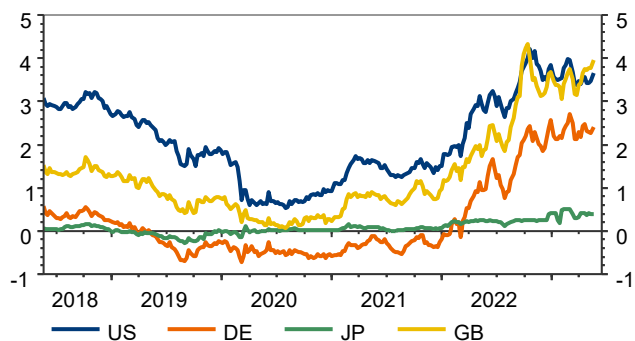
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



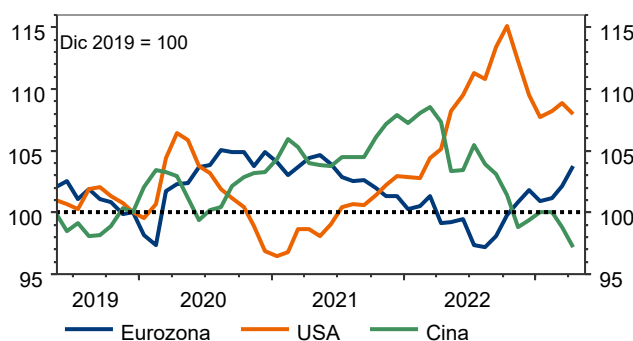
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

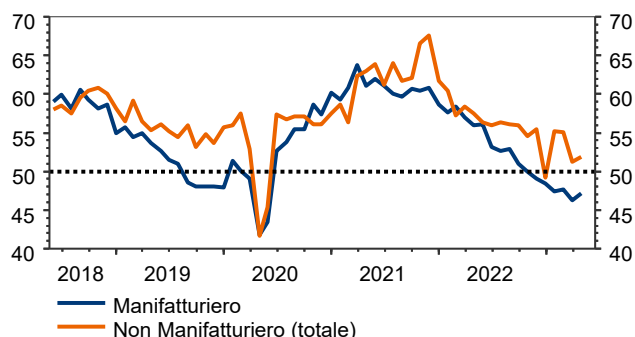
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

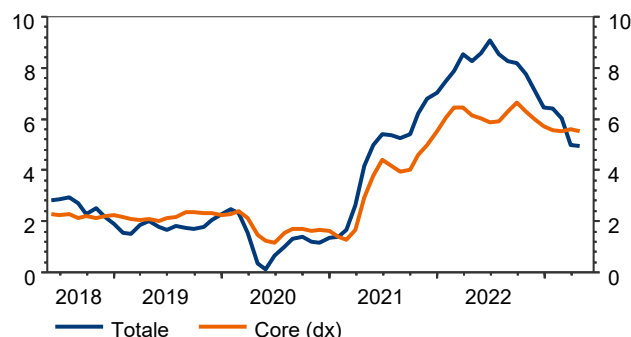
## Stati Uniti

### Indagini ISM



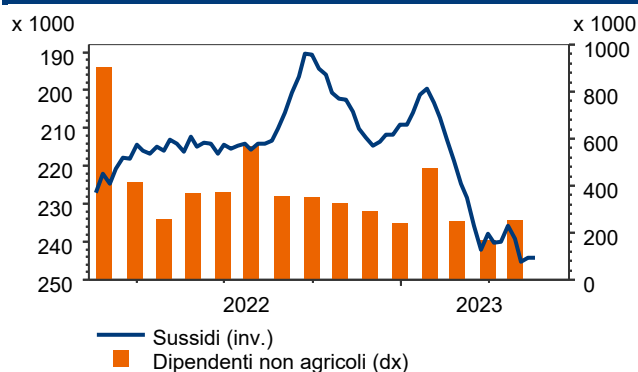
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



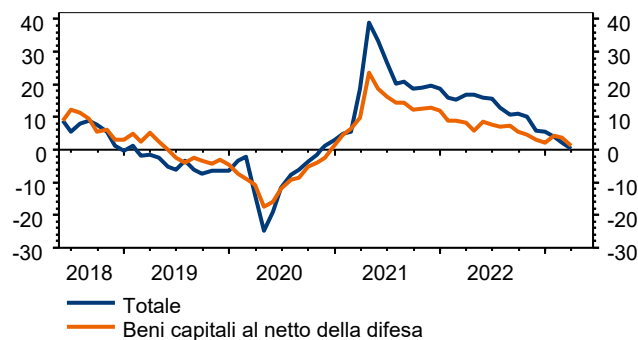
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

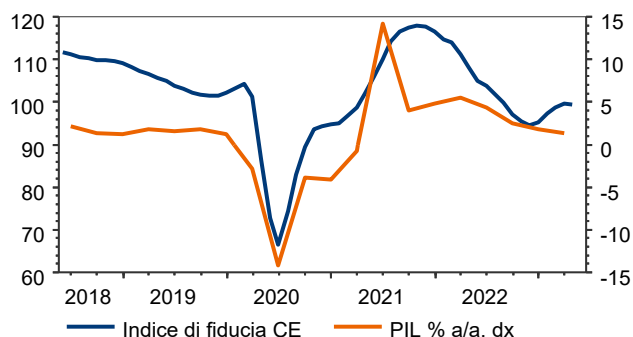
### Previsioni

	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	-0.5	-0.1	1.0	0.5	-0.6	-0.1	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

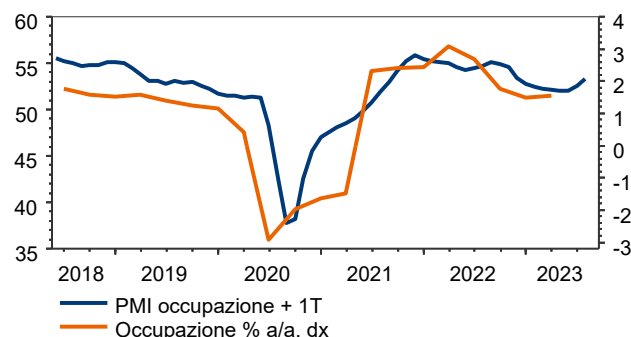
## Area euro

## PIL



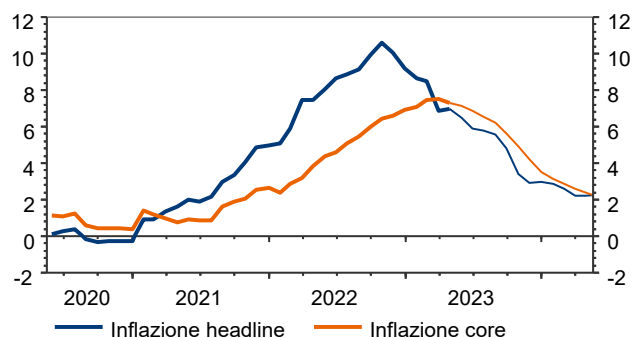
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## 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	2.3
giugno	8.6	5.9	2.4
luglio	8.9	5.8	2.6
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

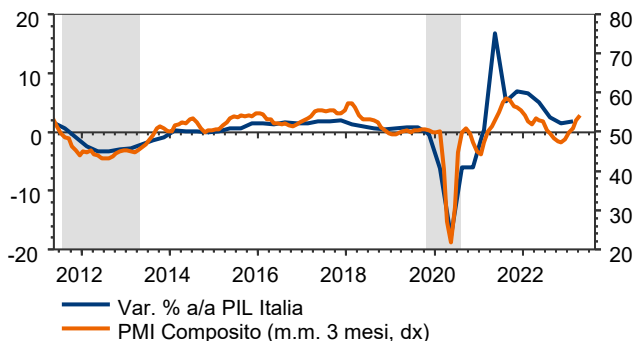
## Previsioni

	2022	2023	2024	2022	2023	2024					
				T2	T3	T4					
				T1	T2	T3					
				T4	T1	T2					
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	6.4	5.4	3.1	2.6
Produzione industriale (a/a)	2.2	0.1	1.9	2.0	3.3	2.1	0.4	-0.1	-0.2	0.1	1.0
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.6	6.5	6.6	6.6	6.6
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

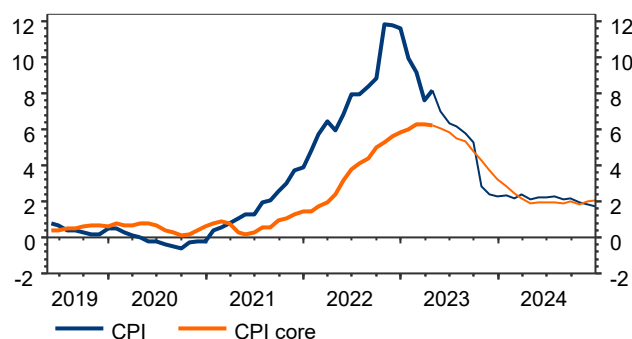
## Italia

## 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	121.4	119.3	118.4	118.4	8.7	8.2	7.8	7.9
mag-23	121.2	119.0	118.0	118.0	7.5	7.0	6.7	6.7
giu-23	122.0	119.7	118.7	118.7	6.9	6.4	6.1	6.1
lug-23	120.3	120.0	119.0	119.0	6.6	6.2	6.0	6.0
ago-23	120.9	120.5	119.5	119.5	6.2	5.8	5.6	5.6
set-23	122.2	120.2	119.3	119.3	5.7	5.3	5.1	5.1
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	124.2	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	122.1	121.9	120.8	120.8	2.3	2.3	2.2	2.1
feb-24	122.0	121.9	120.9	120.8	2.2	2.2	2.1	1.9
mar-24	123.2	121.6	120.7	120.5	2.4	2.4	2.3	2.1
apr-24	124.0	121.8	120.8	120.6	2.1	2.1	2.0	1.9
mag-24	123.9	121.6	120.6	120.4	2.2	2.2	2.2	2.0
giu-24	124.7	122.3	121.3	121.1	2.3	2.3	2.2	2.0
lug-24	123.0	122.7	121.6	121.4	2.3	2.3	2.2	2.0
ago-24	123.5	123.1	122.0	121.8	2.2	2.1	2.1	1.9
set-24	124.9	122.8	121.8	121.6	2.2	2.2	2.1	1.9
ott-24	126.2	123.8	122.6	122.4	2.0	1.9	1.8	1.7
nov-24	126.3	123.8	122.6	122.4	1.9	1.8	1.7	1.6
dic-24	126.3	123.8	122.7	122.5	1.7	1.7	1.6	1.4

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2022	2023	2024	2022			2023			2024	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	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	6.4	2.1	7.4	8.9	12.5	9.5	7.7	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

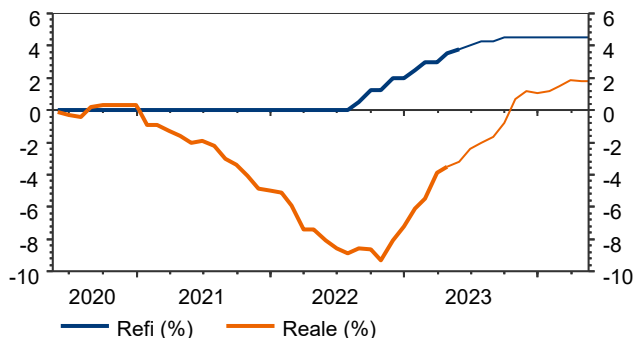
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	18/5	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>3.13</b>	3.30	3.90	4.02	4.04
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	<b>3.42</b>	3.50	4.02	4.06	4.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

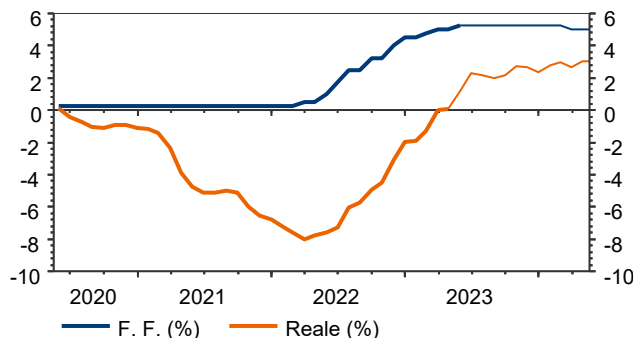


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	18/5	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>5.17</b>	5.09	5.10	5.10	4.92

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

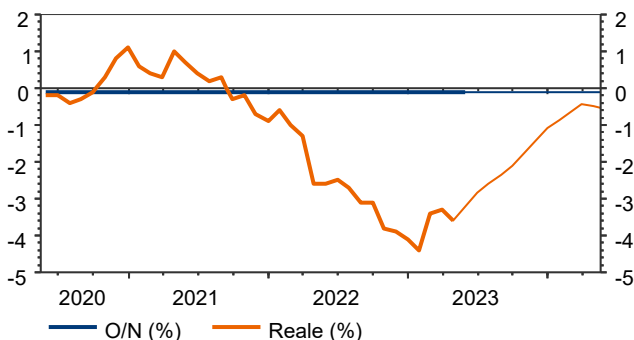


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	18/5	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

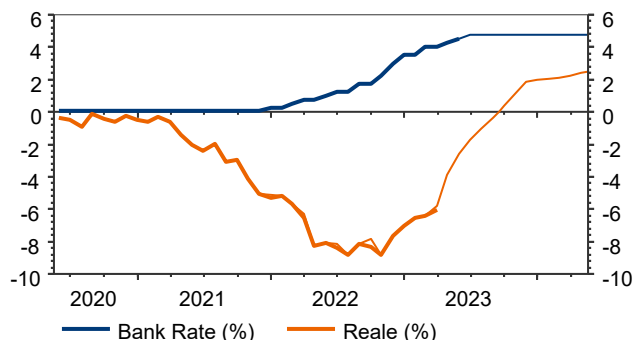


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	18/5	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>4.70</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	19/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.22	1.05	1.04	1.06	1.09	<b>1.0791</b>	1.10	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	109	127	140	134	135	<b>138.21</b>	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.41	1.25	1.19	1.20	1.25	<b>1.2430</b>	1.25	1.26	1.27	1.28	1.28
EUR/CHF	1.10	1.03	0.99	0.99	0.98	<b>0.9738</b>	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	133	134	145	143	147	<b>149.16</b>	145	141	138	136	135
EUR/GBP	0.86	0.85	0.87	0.89	0.88	<b>0.8680</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