

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Verbali FOMC: verso una "pausa armata".** I verbali della riunione del FOMC di maggio confermano la presenza di opinioni diverse riguardo a una pausa per i tassi a giugno. Tuttavia, l'ago della bilancia, sia a maggio sia ora, appare a favore di tassi fermi a giugno, con una probabile "pausa hawkish" prolungata nel 2023.

Anche se l'andamento del PIL mondiale è stato complessivamente migliore delle attese a fine 2022 e inizio 2023, negli ultimi mesi l'andamento del **commercio internazionale è stato deludente**: i volumi stanno registrando la peggiore contrazione dai mesi della pandemia, e le prospettive di breve termine non sono brillanti. Un altro sintomo di una crescita disomogenea, oggi molto concentrata sui servizi.

### I market mover della settimana

Calendario fitto di dati importanti nella **zona euro**: il focus sarà sulle stime preliminari dell'inflazione di maggio, attesa tornare a calare sia nei principali Paesi che nell'area nel suo complesso. L'indice di fiducia economica elaborato dalla Commissione UE completerà la tornata di indagini di fiducia di maggio, confermando verosimilmente una diffusa correzione del morale, più marcata nel manifatturiero che nei servizi. Il tasso di disoccupazione dovrebbe risultare invariato su livelli molto bassi ad aprile sia nella media area euro che in Italia, così come in maggio in Germania. La seconda stima dovrebbe confermare la crescita del PIL su base congiunturale di due decimi in Francia e di mezzo punto in Italia nel 1° trimestre. Infine, in Francia sia la spesa per consumi che la produzione industriale dovrebbero vedere un rimbalzo ad aprile.

Negli **Stati Uniti** questa settimana ci sono pochi dati in uscita, ma il focus sarà sull'occupazione di maggio, con i non-farm payroll previsti in rialzo, ma a un ritmo più contenuto rispetto ad aprile, e il tasso di disoccupazione in aumento di un decimo a 3,5%. Fra gli altri dati di maggio in uscita, l'ISM manifatturiero dovrebbe confermare il proseguimento della recessione nel settore, e la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in calo sulla scia dell'indebolimento del mercato del lavoro.

26 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

## Il punto

**Verbali FOMC: verso una “pausa armata”.** I verbali della riunione del FOMC di maggio confermano la presenza di opinioni diverse riguardo a una pausa per i tassi a giugno. Tuttavia, l'ago della bilancia, sia a maggio sia ora, appare a favore di tassi fermi a giugno, con una probabile “pausa hawkish” prolungata nel 2023.

- I **verbali della riunione del FOMC di maggio**, come atteso, hanno confermato la **dispersione di opinioni riguardo a una possibile pausa nel sentiero dei tassi**. Il Comitato era unanime nel ritenere appropriato un rialzo a maggio, ma era diviso nella valutazione dei rischi e della necessità di ulteriori interventi. Le opinioni riportate dai verbali sono rafforzate dai discorsi recenti, che segnalano che la discussione a giugno sarà accesa per via della presenza di due gruppi con visioni diverse riguardo alla valutazione dei rischi. **La nostra previsione è di tassi fermi a giugno a 5,25%**, anche se va rilevato che **i rischi sui tassi non sono bilanciati e sono orientati verso l'alto**, non solo a giugno ma anche nel resto dell'anno.
- Le **previsioni dello staff** includono, come a marzo, un rallentamento della crescita nei prossimi trimestri, con una **recessione “mite” più avanti nel 2023**, con inizio in autunno e fine nel 1° trimestre 2024. Anche se non erano evidenti segni di significativa riduzione dell'accesso al credito, in generale il Comitato riteneva **probabile una restrizione del credito addizionale** nei prossimi trimestri, pur essendo ancora troppo presto per valutarne l'entità e la durata. Il **Comitato rimaneva preoccupato per l'inflazione**, giudicata “inaccettabilmente alta”, con pochi segnali di rallentamento della crescita dei prezzi dei servizi core ex-abitazione. I partecipanti ritenevano che il mercato del lavoro fosse ancora “molto sotto pressione”, ma notavano alcuni segnali di riduzione dell'eccesso di domanda. In generale, il FOMC notava un significativo aumento dell'incertezza per lo scenario.
- Nella **discussione sui tassi**, tutti i partecipanti ritenevano appropriato un intervento di 25pb alla riunione di maggio. Per quanto riguarda lo scenario successivo, secondo i partecipanti, gli effetti ritardati della restrizione monetaria e gli effetti dell'ulteriore restrizione del credito generata dalle tensioni bancarie rendevano “meno certa la misura in cui potrebbero essere appropriati ulteriori aumenti dell'intervallo obiettivo”. I principali fattori rilevanti per decidere ulteriori rialzi dei tassi sono il grado e la tempistica degli effetti della restrizione monetaria su crescita e inflazione, da un lato, e un possibile credit crunch dall'altro. Inoltre, si sono discusse considerazioni di **gestione del rischio**. Il consenso quasi unanime su questo punto era che, con l'inflazione sempre elevata e il mercato del lavoro sotto pressione, “i rischi verso l'alto allo scenario di inflazione rimanevano un fattore chiave per determinare lo scenario di policy”.
- Il **quadro delle opinioni sul sentiero futuro dei tassi** è descritto in modo chiaro dai verbali. In generale, a maggio c'era ampia incertezza riguardo al grado di ulteriore restrizione necessaria, “molti” ritenevano importante lasciare aperte le opzioni dopo la riunione di maggio e tutti segnalavano l'importanza di monitorare da vicino l'evoluzione dello scenario. Tuttavia, nella quantificazione dei gruppi, si riporta che “alcuni” ritenevano probabile la necessità di altri rialzi, alla luce della lentezza con cui l'inflazione sta scendendo. Invece, “diversi” notavano che in base alle loro previsioni, un'ulteriore restrizione dopo maggio “potrebbe non essere necessaria”.
- Le informazioni dei verbali possono essere integrate ora con le opinioni espresse successivamente nei discorsi, che confermano l'assenza di un consenso, e la divisione in gruppi con *bias* opposti. Il peso di **Powell** appare centrale nella determinazione del consenso, sia a maggio, sia probabilmente a giugno. La settimana scorsa, Powell ha chiarito la propria “inclinazione”, affermando che la *stance* della politica monetaria ora è restrittiva e potrebbe non essere necessaria un'ulteriore restrizione. Tuttavia, **Waller** (Board Fed) ha espresso un *bias* contrario, segnalando di essere favorevole a un altro rialzo a giugno o a luglio. A suo avviso, tenendo conto di considerazioni di gestione del rischio, uno scenario ragionevole potrebbe essere **una pausa a giugno e un orientamento a favore di un intervento a luglio**, sulla base dei dati in arrivo. Riteniamo che **l'ago della bilancia penderà a giugno, come a maggio, a**

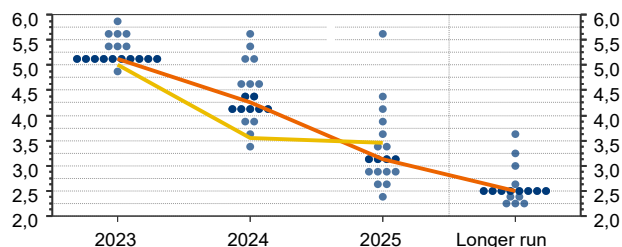
**L'inflazione è il focus principale per la determinazione dei tassi**

**A maggio, non c'era un consenso chiaro per il sentiero successivo dei tassi, ma c'era una maggioranza secondo cui probabilmente non sarebbe stato necessario intervenire ancora**

**favore di tassi fermi alla prossima riunione**, anche se i dati delle prossime settimane, oltre che l'evoluzione sul fronte del limite del debito, saranno cruciali.

■ Sul fronte dei **dati**, ci saranno nuove informazioni su mercato del lavoro e inflazione prima di metà giugno: il deflatore di aprile (26 maggio), i non-farm payrolls di maggio (2 giugno) e il CPI di maggio (13 giugno). Ovviamente, lo scenario dei tassi dipenderà anche dal superamento, entro inizio giugno, della questione del limite del debito senza incorrere in mancati pagamenti. A nostro avviso, le prossime informazioni macroeconomiche dovrebbero essere in linea con uno scenario di stabilizzazione dell'inflazione core e di indebolimento del mercato del lavoro e della crescita, quindi coerenti con un consenso, forse non unanime, per una pausa alla riunione di metà giugno. Il *bias* continuerà a non essere neutrale, con indicazioni di possibili ulteriori rialzi, se necessari, contrariamente alle aspettative del mercato di una svolta verso il basso relativamente rapida. A meno di un "Armageddon" sul limite del debito, la "pausa hawkish" dovrebbe proseguire nel resto dell'anno.

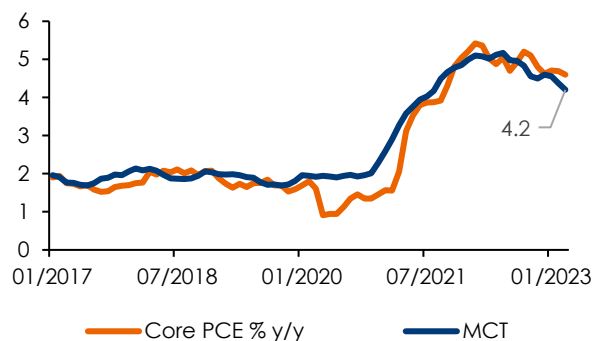
**La divergenza fra mercato e Fed rimane ampia per il 2023-24: a nostro avviso la Fed prevarrà**



● FOMC participants' fed funds target rate, May 2023  
 — Median, May 2023  
 — Fed Funds Futures 25/05/2023

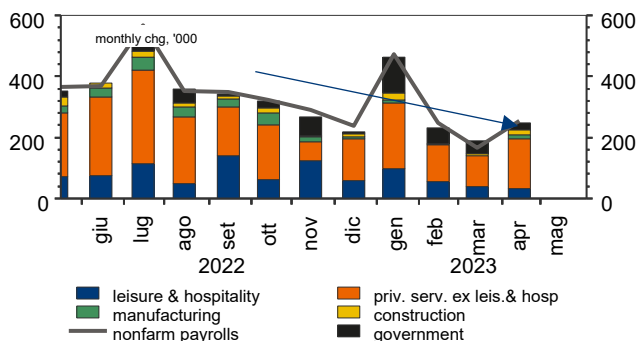
Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

**L'inflazione core rimane ostinatamente elevata, ma la sua persistenza è tornata a calare**



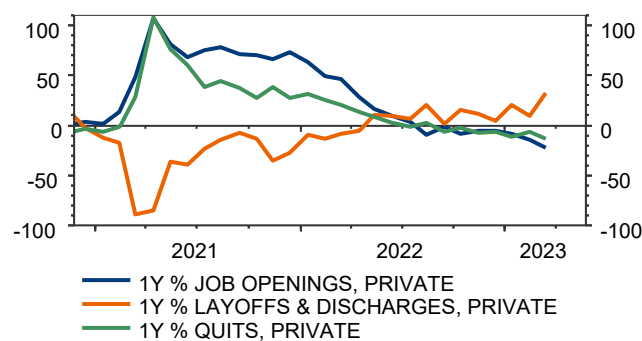
Nota: MCT= Multivariate Core Trend del deflatore dei consumi, costruito come somma dei trend comuni e settoriali ponderati per le quote di spesa.  
 Fonte: BEA, NY Fed

**Il trend dell'occupazione rallenta**



Fonte: BLS

**Anche le posizioni aperte (-20% a/a), i licenziamenti (31,9% a/a) e le dimissioni (-13,4% a/a) sono coerenti con un raffreddamento della domanda di lavoro**



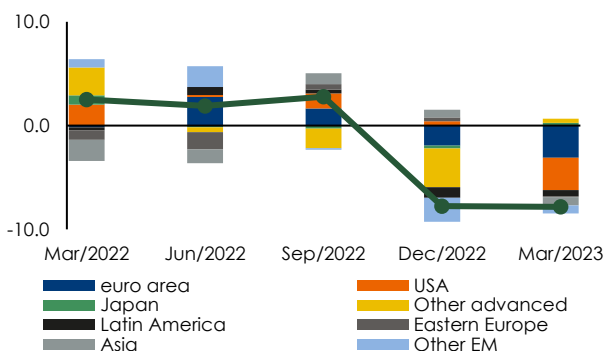
Fonte: BLS

Anche se l'andamento del PIL mondiale è stato complessivamente migliore delle attese a fine 2022 e inizio 2023, negli ultimi mesi l'andamento del **commercio internazionale è stato deludente**: i volumi stanno registrando la peggiore contrazione dai mesi della pandemia, e le prospettive di

breve termine non sono brillanti. Un altro sintomo di una crescita disomogenea, oggi molto concentrata sui servizi.

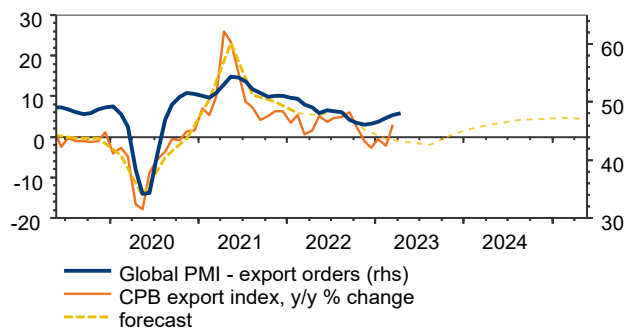
- Gli indici CPB sul volume del commercio mondiale hanno registrato un netto peggioramento a partire dai mesi finali del 2022. In febbraio, le variazioni tendenziali erano pari a -3,8% a/a per le importazioni e a -1,3% a/a per le esportazioni. La variazione calcolata sulla media mobile trimestrale delle importazioni era pari a -10,5%: il peggior andamento dal luglio 2020. Come si riconcilia la debolezza del commercio internazionale con dati nel complesso ancora positivi di variazione del prodotto interno lordo?
- Aggiungiamo che la debolezza dei flussi commerciali trova pieno riscontro nella dinamica dei noli marittimi: lo FBX Global Container Index è tornato al livello del maggio 2020, con un calo dell'86% rispetto al picco del settembre 2021. Anche il sotto-indice relativo agli ordini esteri dell'indagine PMI globale era calato sotto 50 fin dal marzo 2022, toccando i minimi fra settembre e dicembre 2022. La disaggregazione per area di destinazione dei flussi commerciali rivela che **la contrazione ha riguardato inizialmente l'Eurozona e altri paesi avanzati (esclusi USA), ma anche alcune economie emergenti; nel primo trimestre 2023, il contributo della domanda americana alla contrazione è stato pari a quello dell'Eurozona, e le importazioni sono calate anche negli emergenti.**
- I dati Eurostat escludono che la debolezza della **domanda europea di importazioni** sia ascrivibile soltanto a una minore domanda di gas naturale. Al contrario, gli indici destagionalizzati in volume mostrano una contrazione estesa a quasi tutte le categorie merceologiche sia nel quarto trimestre 2022, sia nel primo trimestre 2023. La flessione è stata più intensa per il commercio extra-Eurozona (-2,0% t/t) che per quello interno (-0,8% t/t), e ben più marcata delle media nel caso delle importazioni dalla Cina (-7,8% t/t). Sembra quindi esserci una **debolezza di fondo della domanda di beni manufatti**. In effetti, le indagini congiunturali stanno segnalando un calo degli ordini inevasi e un accorciamento dei tempi di consegna. Nell'Eurozona, inoltre, l'indagine PMI mostra anche un aumento diffuso delle scorte di beni intermedi: un fattore che potrebbe in parte spiegare il calo della domanda di importazioni.
- Dunque, la divergenza fra le tendenze dei flussi commerciali e l'andamento complessivo del PIL riflette una **ricomposizione della domanda finale dai beni ai servizi**. Negli Stati Uniti, l'80% dell'incremento di spesa in consumi fra il 1° trim. 2022 e il 1° trim. 2023 ha riguardato i servizi. La domanda di beni è debole, così come l'attività manifatturiera. In diversi paesi avanzati così come in Cina, la crescita del valore aggiunto è trainata dal terziario, e in particolare dalla normalizzazione della domanda di servizi ad alta intensità di contatto, che sta proseguendo malgrado politiche di prezzo aggressive in tali settori. **Nel breve termine, le prospettive di ripresa dell'interscambio commerciale non appaiono brillanti**: l'andamento degli ordinativi esteri nell'indagine PMI è coerente con una probabilità di contrazione di almeno il 60% anche nei mesi di marzo e aprile, con una stima centrale di -1,4% a/a per la variazione dell'export globale.

Var. % a/a del commercio mondiale: contr. per area di destinazione



Fonte: elaborazioni ricerca Intesa Sanpaolo su dati CPB

La debolezza del commercio mondiale è continuata nel 2° trim. 2023



Fonte: CPB World Trade report, S&P Global ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

## I market mover della settimana

Calendario fitto di dati importanti nella **zona euro**: il focus sarà sulle stime preliminari sull'inflazione di maggio, attesa tornare a calare sia nei principali Paesi che nell'area nel suo complesso. L'indice di fiducia economica elaborato dalla Commissione UE completerà la tornata di indagini di fiducia di maggio, confermando verosimilmente una diffusa correzione del morale, più marcata nel manifatturiero che nei servizi. Il tasso di disoccupazione dovrebbe risultare invariato su livelli molto bassi ad aprile sia nella media area euro che in Italia, così come in maggio in Germania. La seconda stima dovrebbe confermare la crescita del PIL su base congiunturale di due decimi in Francia e di mezzo punto in Italia nel 1° trimestre. Infine, in Francia sia la spesa per consumi che la produzione industriale dovrebbero vedere un rimbalzo ad aprile.

Negli **Stati Uniti** questa settimana ci sono pochi dati in uscita, ma il focus sarà sull'occupazione di maggio, con i non-farm payroll previsti in rialzo, ma a un ritmo più contenuto rispetto ad aprile, e il tasso di disoccupazione in aumento di un decimo a 3,5%. Fra gli altri dati di maggio in uscita, l'ISM manifatturiero dovrebbe confermare il proseguimento della recessione nel settore, e la fiducia dei consumatori dovrebbe essere in calo sulla scia dell'indebolimento del mercato del lavoro.

### Lunedì 29 maggio

#### Stati Uniti

- Mercati chiusi per **Memorial Day**.

### Martedì 30 maggio

#### Area euro

- **Area euro**. Dopo che le indagini nazionali della scorsa settimana hanno mostrato un deterioramento generalizzato del morale nelle principali economie, anche gli **indici di fiducia della Commissione Europea** di maggio dovrebbero registrare una diminuzione compatibile con un rallentamento della crescita tendenziale in Eurozona. Prevediamo un indice ESI in calo a 98,7 da 99,3 del mese precedente. Su base settoriale sarà l'industria il comparto più penalizzato, frenato dalla debolezza della domanda, a -4,5 da -2,6, ma anche i servizi dovrebbero correggere dopo il rialzo di aprile, stimiamo a 9,5 da 10,5. Non ci attendiamo revisioni dalla stima finale della fiducia dei consumatori, a -17,4 (poco variata rispetto ad aprile).

#### Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a maggio è prevista in calo a 98,5, da 101,3. La fiducia del Conference Board è rimasta al di sopra di quella rilevata dalle altre indagini negli ultimi trimestri, in parte perché influenzata maggiormente dal mercato del lavoro (finora solido) e meno dall'andamento dei mercati. Tuttavia, a maggio anche l'indice del Conference Board dovrebbe flettere in misura più marcata, alla luce dell'indebolimento del mercato del lavoro, evidente dal rialzo dei sussidi nuovi ed esistenti, dei timori per il limite del debito e della crescente preoccupazione per l'evoluzione.

### Mercoledì 31 maggio

#### Area euro

- **Germania**. I dati dai Länder dovrebbero mostrare un calo dell'**inflazione** a maggio, a 6,7% da 7,2% sulla misura nazionale e a 7% da 7,6% sull'indice armonizzato. Nel mese i prezzi sono visti in aumento di mezzo punto percentuale su entrambi gli indici. La dinamica dei prezzi core (al netto di alimentari ed energia) dovrebbe calare al 5,6% a/a dal 5,8% precedente, ma non escludiamo sorprese verso l'alto dopo il rallentamento dei servizi ricreativi il mese scorso dovuto alla cadenza della Pasqua. La discesa dell'inflazione tedesca potrebbe

interrompersi a giugno (per via di effetti base sfavorevoli sulla componente servizi), per poi riprendere da luglio, sino a raggiungere il 3,4% a fine 2023 (sul CPI).

- **Germania.** La **disoccupazione** è attesa stabile a maggio al 5,6% per il terzo mese consecutivo. Il rallentamento del ciclo economico per ora non sta avendo effetti particolarmente significativi sulla dinamica del mercato del lavoro.
- **Francia.** A maggio, i **prezzi al consumo** sono attesi in aumento di 0,5% m/m sull'indice nazionale e di 0,4% m/m su quello armonizzato. L'inflazione annua dovrebbe rallentare di tre decimi al 5,6% sulla misura nazionale e di quattro decimi al 6,5% sull'IPCA. In media annua il CPI francese nel 2023 è visto attestarsi poco al di sotto del 5%.
- **Francia.** Dopo due mesi di calo (-2,1% la flessione cumulata in febbraio-marzo), la **spesa per consumi** di beni dovrebbe rimbalzare ad aprile. La flessione di febbraio era imputabile prevalentemente a ragioni tecniche, mentre quella di marzo è stata influenzata dalle proteste per la riforma delle pensioni. Stimiamo un recupero di 1,5% m/m, ma a nostro avviso la tendenza dei consumi privati è destinata a rimanere fiacca nei prossimi mesi, come suggerito da una fiducia dei consumatori che stenta a mostrare una significativa ripresa. I dati relativi al mese di marzo sono risultati particolarmente deboli per via dell'effetto degli scioperi, non ci attendiamo tuttavia una revisione al ribasso della **stima finale del PIL** che risulterà probabilmente invariata a 0,2% t/t (0,8% a/a).
- **Italia.** I **prezzi al consumo** a maggio sono visti in calo di -0,2% m/m sul CPI e di -0,3% m/m sull'IPCA. Di riflesso, l'inflazione è vista in rallentamento al 7% dall'8,2% sulla misura nazionale e al 7,5% dall'8,7% sull'indice armonizzato, principalmente per effetto di un calo dei prezzi dei beni energetici non regolamentati. L'indice core al netto degli alimentari freschi e dell'energia è visto in rallentamento al 6% da 6,2% di aprile. L'inflazione dovrebbe mantenere un moderato trend al ribasso nei prossimi mesi, che la porterà al 2,3% per fine anno; il calo dell'indice "core BCE" sarà più lento (è atteso rimanere sopra il 3% a fine anno).
- **Italia.** Il **PIL** dovrebbe essere confermato in crescita di 0,5% t/t (1,8% a/a) nel 1° trimestre. Il dettaglio dovrebbe mostrare che l'espansione è stata trainata, dal lato dell'offerta, da servizi e costruzioni, e, per quanto riguarda le componenti di domanda, da commercio estero e investimenti. Ci aspettiamo un rallentamento su base congiunturale nel range 0,1/0,2% t/t nei trimestri centrali dell'anno.

## Giovedì 1° giugno

### Area euro

- **Area euro.** A maggio, l'**inflazione** Eurozona dovrebbe riprendere a calare, stimiamo a 6,5% dopo la risalita al 7% di aprile. Nel mese i prezzi dovrebbero crescere di 0,3% m/m. L'inflazione core al netto di alimentari freschi ed energia dovrebbe diminuire al 7,1% dal 7,3% di aprile; il contributo dall'energia dovrebbe essere negativo. A fine anno, l'inflazione potrebbe attestarsi al 3% sull'indice headline e al 3,5% sulla misura di fondo. Tuttavia, il sentiero per i prezzi interni rimane incerto e preoccupante ciò spiega l'allerta massima della BCE.
- **Area euro.** Le **stime finali dei PMI manifatturieri** di maggio dovrebbero confermare la quarta flessione mensile consecutiva a 44,6, su cui ha pesato l'ampio calo dell'indice tedesco. Ci aspettiamo una flessione del PMI manifatturiero anche in Italia, a 46 da 46,8 di aprile.
- **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** è atteso invariato al minimo storico di 6,5% ad aprile. Le intenzioni di assunzione restano espansive (soprattutto nei servizi), e non mostrano per il momento segnali di inversione nonostante il rallentamento ciclico nell'industria. Anche in **Italia**, il tasso dei senza-lavoro è atteso stabile, al 7,8% (che, se si escludono i mesi del primo lockdown nella primavera 2020, corrisponde a un minimo da quasi 14 anni).

### Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a maggio è previsto in marginale calo a 47, da 47,1 di aprile. Le indagini regionali sono state generalmente deboli a maggio, con segnali recessivi sia per l'attività sia

per l'occupazione e gli ordini. Ad aprile l'ISM aveva dato indicazioni coerenti con una modesta recessione nel settore. Fra i segmenti principali, solo estrattivo e trasporti segnalavano espansione, e a maggio non dovrebbero esserci indicazioni di miglioramento dell'attività generale.

- La **spesa in costruzioni** ad aprile dovrebbe essere in aumento di 0,1% m/m, dopo 0,3% m/m di marzo, con indicazioni di stabilizzazione nel comparto residenziale.

## Venerdì 2 giugno

### Area euro

- **Francia.** La **produzione industriale** dovrebbe tornare a crescere nel mese di aprile dopo che la pesante flessione di marzo era dovuta agli scioperi nelle raffinerie. Il rimbalzo dovrebbe comunque risultare solo parziale in quanto le agitazioni sindacali sono terminate solo a metà mese, e le indagini congiunturali suggeriscono che la domanda sia dal mercato interno che dall'estero resta fiacca. Stimiamo un aumento di 1% m/m dopo il -1,1% m/m registrato nel mese precedente.

### Stati Uniti

- I dati del **mercato del lavoro** di maggio dovrebbero dare segnali di rallentamento, con una variazione degli occupati non agricoli di 175 mila, dopo 253 mila di aprile. Gli **occupati non agricoli** dovrebbero continuare a crescere a ritmi sostenuti nei settori che non hanno ancora recuperato i livelli occupazionali pre-pandemici, in particolare ospitalità, ricreazione e istruzione (sia privata, sia pubblica). Il manifatturiero dovrebbero segnare un modesto incremento, spinto dal settore auto, in ripresa da alcuni mesi, ma indicare un rallentamento negli altri comparti. Il **tasso di disoccupazione** è previsto in rialzo a 3,5%, sulla scia di un probabile recupero della forza lavoro dopo il calo registrato ad aprile. I **salari orari**, attesi in rialzo di 0,4% m/m, dovrebbero rallentare solo modestamente dopo la variazione di 0,5% m/m di aprile, rimanendo un elemento di preoccupazione per la Fed.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (29 maggio – 2 giugno)...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	29/5	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		apr	8.5	Mld €	
Mar	30/5	GIA	Tasso di disoccupazione		apr	2.8	%	2.7
		GIA	Job to applicant ratio		apr	1.3		1.3
		SPA	IPCA a/a prelim		mag	3.8	%	
		EUR	M3 dest. a/a	*	apr	2.5	%	2.1
		ITA	PPI m/m		apr	-1.5	%	
		ITA	PPI a/a		apr	3.8	%	
		EUR	Fiducia servizi		mag	10.5		9.5
		EUR	Fiducia consumatori finale		mag	prel -17.4		-17.4
		EUR	Fiducia industria		mag	-2.6		-4.0
		EUR	Indice di fiducia economica	**	mag	99.3		99.0
		ITA	Fatturato industriale m/m		mar	1.3	%	
		ITA	Fatturato industriale a/a		mar	7.2	%	
		USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		mar	0.4	%	
		USA	Indice dei prezzi delle case m/m		mar	0.5	%	
		USA	Fiducia consumatori (CB)	*	mag	101.3		100.0
Mer	31/5	GIA	Vendite al dettaglio a/a		apr	6,9 (7,2)	%	7.0
		GIA	Produzione industriale m/m prelim		apr	1.1	%	1.5
		CN	PMI manifatturiero - NBS	*	mag	49.2		49.4
		CN	PMI composito - Caixin		mag	54.4		
		CN	PMI non manifatturiero - NBS		mag	56.4		
		GIA	Fiducia delle famiglie		mag	35.4		
		GER	Prezzi import a/a		apr	-3.8	%	
		FRA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.2	%	0.2
		FRA	Spese per consumi m/m	**	apr	-1.3	%	1.5
		FRA	IPCA a/a prelim	*	mag	6.9	%	6.5
		GER	Tasso di disoccupazione		mag	5.6	%	5.6
		GER	Variazione n° disoccupati	*	mag	24	x1000	15
		ITA	PIL a/a finale		T1	prel 1.8	%	1.8
		ITA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.5	%	0.5
		BEL	PIL t/t finale		T1	prel 0.4	%	0.4
		ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	mag	0.4	%	-0.2
		ITA	IPCA a/a prelim	*	mag	8.7	%	7.2
		ITA	IPCA m/m prelim	**	mag	0.9	%	-0.3
		ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	mag	8.2	%	7.0
		GER	IPCA a/a prelim	*	mag	7.6	%	6.9
		GER	IPCA m/m prelim	**	mag	0.6	%	0.5
		GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	mag	7.2	%	6.5
		GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	mag	0.4	%	0.3
		USA	PMI (Chicago)	*	mag	48.6		47.0

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



## Calendario dei dati macroeconomici (29 maggio – 2 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Gio	1/6	02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		mag	prel 50.8		
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	mag	49.5	49.3	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	apr	-2.4	%	1.3	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		apr	-8.6	%		
	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	mag	46.8		45.8	
	09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		mag	prel 46.1		46.1	
	09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	mag	prel 42.9		42.9	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	mag	prel 44.6		44.6	
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	apr	7.8	%		
	10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	mag	46.9		7.8	
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	mag	7.3	%		
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	mag	7.0	%	6.3	
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	apr	6.5	%	6.5	
	11:30	GB	Credito al consumo		apr	1.574	Mld £		
	14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		mag	296	x1000		
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	229	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.794	Mln		
	14:30	USA	Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	*	T1	prel 6.3	%		
	14:30	USA	Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale		T1	prel -2.7	%	-2.7	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		mag	48.5			
16:00	USA	Spesa in costruzioni		apr	0.3	%	0.1		
16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	mag	47.1		47.0		
Ven	2/6	08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	apr	-1.1	%	1.0
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	mag	253	x1000	180
		14:30	USA	Salari orari m/m		mag	0.5	%	0.4
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	mag	3.4	%	3.5

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 (29 maggio – 2 giugno)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	30/5	15:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		19:00	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Mer	31/5	09:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		10:30	EUR	Discorso di Visco (BCE)
		14:50	USA	Discorsi di Collins e Bowman (Fed)
		15:15	GB	Discorso di Mann (BoE)
		18:20	USA	Discorso di Collins (Fed)
		18:30	USA	Discorso di Harker (Fed)
		19:30	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey		
Gio	1/6	13:30	EUR	* Pubblicazione dei verbali della riunione della BCE
		19:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
Ven	2/6		GB	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito
			FRA	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano della Francia

Note: (\*\*) molto importante; (\*) importante  
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito prelim.	mag	53.4			54.5
Markit PMI Manif. prelim.	mag	50.2		50.0	48.5
Markit PMI Servizi prelim.	mag	53.6		52.6	55.1
Vendite di nuove case (mln ann.)	apr	0.656 ( <del>0.683</del> )	Mln	0.665	0.683
Richieste di sussidio	settim	225 ( <del>242</del> )	x1000	245	229
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.799	Mln	1.800	1.794
Deflatore consumi core t/t prelim	T1	4.9	%	4.9	5.0
PIL t/t ann. prelim	T1	1.1	%	1.1	1.3
PL, deflatore t/t ann. prelim.	T1	4.0	%	4.0	4.1
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	apr	2.8 ( <del>3.2</del> )	%	-1.0	
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	apr	0.2	%	-0.1	
Bilancia commerciale prelim	apr	-85.55	Mld \$	-85.70	
Deflatore consumi (core) a/a	apr	4.6	%	4.6	
Deflatore consumi a/a	apr	4.2	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	apr	0.0	%	0.4	
Redditi delle famiglie m/m	apr	0.3	%	0.4	
Deflatore consumi (core) m/m	apr	0.3	%	0.3	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	mag	57.7		57.7	

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

Il **PMI manifatturiero** flash di maggio ha mostrato un calo a 48,5, con flessioni degli ordini a 47,1 e della produzione a 51, mentre per l'occupazione si segnala moderata espansione, con il sotto-indice stabile a 53,4. Nei **servizi**, invece, l'indice è salito a 55,1 da 53,6, con segnali positivi per l'attività e l'occupazione. L'indagine è in linea con le indicazioni dei dati, che evidenziano domanda solida nei servizi e stagnante nel manifatturiero, con l'eccezione della recente ripresa nel settore auto.

Le **vendite di case nuove** ad aprile sono salite a 683 mila, da 656 mila di marzo. Il mercato immobiliare residenziale ha dato segnali di svolta positiva a febbraio, con una ripresa della fiducia dei costruttori e una riduzione dei tassi sui mutui. La domanda di case rimane solida, mentre l'offerta di case esistenti è sempre limitata, anche perché risulta difficile per i proprietari metterle sul mercato dovendo finanziare un eventuale nuovo acquisto a tassi molto più elevati rispetto a quelli dei mutui esistenti.

La seconda stima del **PIL del 1° trimestre** ha registrato una variazione di 1,3% t/t ann., dopo 1,1% t/t ann. della lettura *advance*, con revisioni verso l'alto per i consumi delle famiglie (a 3,8% t/t ann., da 3,7%) e per le scorte (contributo pari a -2,1pp da -2,3pp). Gli investimenti fissi non residenziali sono in crescita modestamente più rapida (1,4% t/t ann., da 0,7% t/t ann.) mentre nel comparto residenziale la contrazione è marginalmente più ampia. Per il deflatore, la variazione è di 4,96% t/t ann., da 4,94%. I dati potrebbero determinare un rialzo delle previsioni del FOMC a giugno.

Le richieste di **nuovi sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 20 maggio sono salite marginalmente, a 229 mila da 225 mila, mantenendosi sui livelli medi dell'ultimo mese.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	mag	49.5			50.8

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

## Area euro

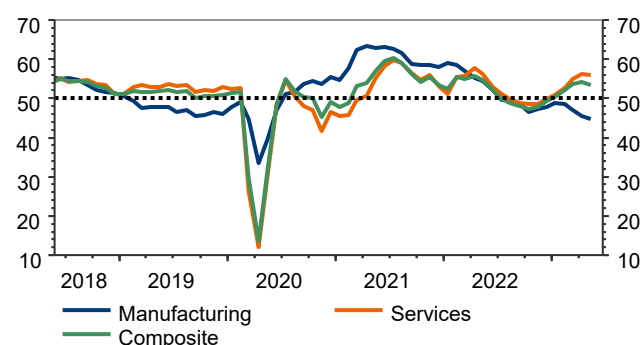
Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	mag	-7.8		-9.2
EUR	Fiducia consumatori flash	mag	-17.5	-16.8	-17.4
EUR	PMI servizi prelim	mag	56.2	55.6	55.9
EUR	PMI manifatturiero prelim	mag	45.8	46.0	44.6
EUR	PMI composito prelim	mag	54.1	53.5	53.3
FRA	PMI servizi prelim	mag	54.6	54.0	52.8
FRA	PMI manifatturiero prelim	mag	45.6	46.0	46.1
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	mag	101	101	99
FRA	Fiducia consumatori	mag	83	84	83
GER	PMI servizi prelim	mag	56.0	55.3	57.8
GER	PMI manifatturiero prelim	mag	44.5	45.0	42.9
GER	IFO	mag	93.4	(93.6)	93.0
GER	IFO (sit. corrente)	mag	95.1	(95.0)	94.8
GER	IFO (attese)	mag	91.7	(92.2)	91.9
GER	PIL s.a. t/t dettagliato	T1	0.0	%	0.0
GER	PIL s.a. a/a dettagliato	T1	-0.1	%	-0.1
GER	Fiducia consumatori	giu	-25.8	(-25.7)	-24.0
ITA	Fiducia consumatori	mag	105.5	105.2	105.1
ITA	Indice di fiducia delle imprese	mag	102.8	(+03.0)	102.5

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

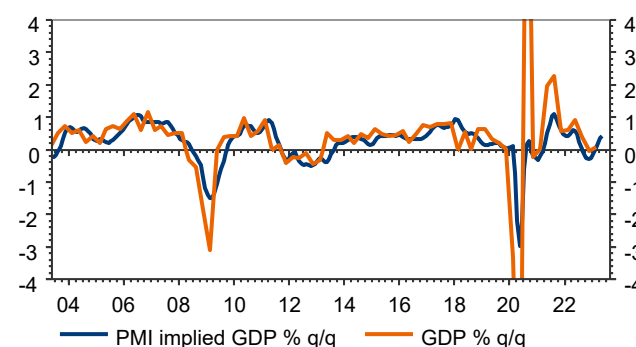
**Area euro.** L'indice **PMI composito** di maggio è tornato a calare dopo 6 mesi di rialzi consecutivi, a 53,3 da 54,1 del mese precedente. Il rallentamento è leggermente più marcato di quanto atteso dal consenso, ma lascia l'indicatore su livelli ancora ampiamente espansivi e coerenti con un'accelerazione del PIL nel trimestre in corso rispetto allo 0,1% t/t di inizio anno. Nel mese sono diminuiti sia l'indice relativo ai **servizi** – che però ha sorpreso al rialzo con una flessione di appena tre decimi e rimane, a 55,9, ben al di sopra della soglia d'invarianza – sia l'indicatore **manifatturiero**, calato a sorpresa di oltre un punto a 44,6 da 45,8 (ci si attendeva un lieve rimbalzo): si tratta di un minimo da tre anni e, se si escludono i mesi del primo lockdown nella primavera 2020, da luglio 2012.

#### Le indagini di maggio confermano la divergenza tra manifattura e servizi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### L'indice composito rimane su livelli espansivi



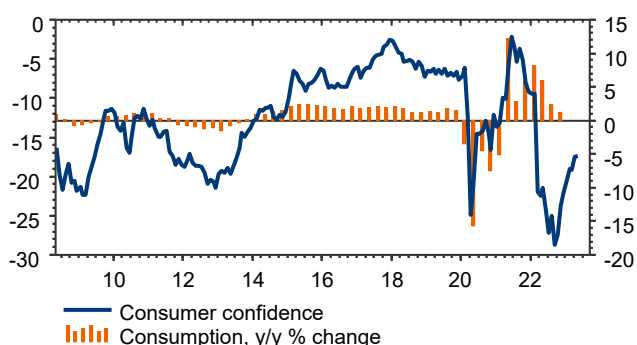
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Nel manifatturiero la flessione riguarda tutte le principali componenti, ma si nota in particolare un calo dei nuovi ordini, soprattutto dall'estero. I prezzi sia degli input che dei prodotti finali sono scesi in territorio di contrazione, entrambi per la prima volta da quasi tre anni. Nei servizi, le imprese si mantengono ottimiste sul livello di affari e sulle aspettative per il futuro, e le indicazioni sui prezzi sia pagati che ricevuti restano elevate (ben più che nel manifatturiero). Le aziende peraltro conservano intenzioni di assunzione espansive sia nei servizi che, in minor misura, nell'industria. In generale, l'indice manifatturiero in questa fase potrebbe essere parzialmente distorto al ribasso dalla vistosa contrazione dei tempi di consegna (e dall'aumento delle scorte)

rispetto al recente passato, a seguito della "normalizzazione" delle catene del valore globali: le indagini nazionali sul settore industriale stanno dando infatti segnali meno recessivi. Tuttavia, l'economia resta trainata dai servizi, mentre l'attività industriale potrebbe rimanere debole nei prossimi mesi. Nel complesso, risultano confermate le attese di un'espansione moderata dell'economia dell'Eurozona (nel range 0,2-0,4% t/t) nei trimestri centrali dell'anno.

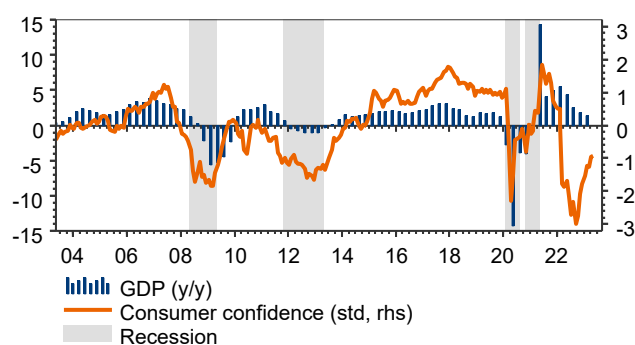
**Area euro.** L'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea è risultato poco variato a maggio, a -17,4 da un precedente -17,5. L'indicatore, seppur in recupero dai minimi dello scorso anno, resta al di sotto dei livelli medi di lungo periodo e di quelli precedenti lo scoppio del conflitto in Ucraina, segnalando una dinamica dei consumi ancora debole nel 2° trimestre, frenata dalle persistenti pressioni inflattive (specie sui beni a più alta frequenza di acquisto) e dal rialzo dei tassi di interesse.

**Fiducia dei consumatori in recupero ma ancora sotto la media...**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

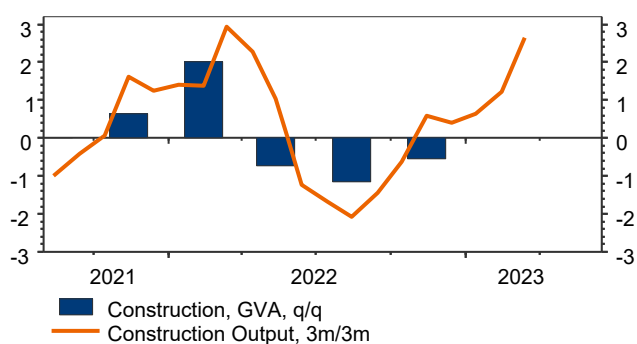
**Indice di fiducia dei consumatori e crescita del PIL**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

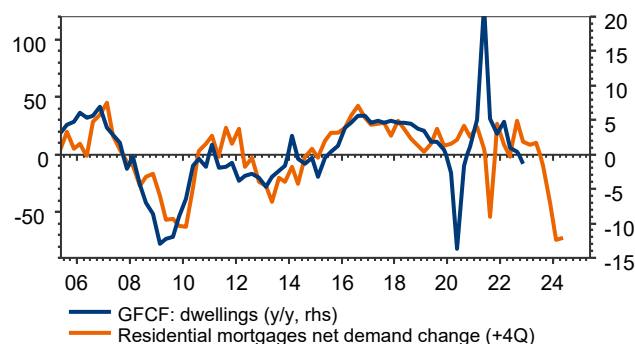
**Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** è tornata a calare a marzo, di -2,4% m/m da un precedente 1,7% m/m di febbraio (rivisto da 2,4%), a seguito di condizioni climatiche più sfavorevoli rispetto alla media stagionale. Nonostante la flessione di marzo, il settore ha chiuso il trimestre in crescita di 2,7% t/t, contribuendo positivamente all'incremento del valore aggiunto a inizio anno. Nei prossimi mesi però il settore non potrà non subire gli effetti della restrizione monetaria, che già iniziano ad emergere dai dati sulla domanda di mutui e sui permessi di costruzione.

**Le costruzioni sono tornate a contribuire al PIL nel 1° trimestre**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**I dati sulla domanda di mutui anticipano però una frenata degli investimenti in costruzioni**

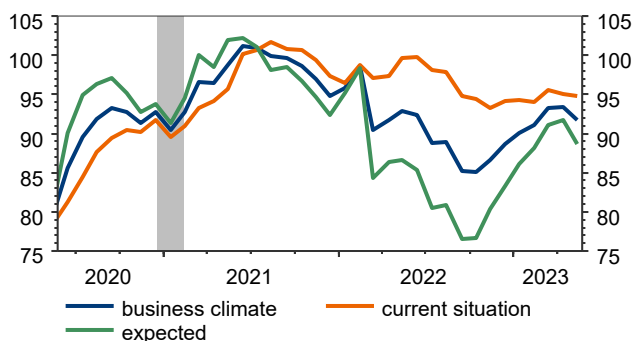


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

**Area euro.** L'avanzo delle **partite correnti** si è ampliato a 31 miliardi di euro a marzo dai 24 miliardi di febbraio, con un surplus più pronunciato sui beni che sui servizi. Lo shock energetico aveva affossato la bilancia commerciale nel 2022, ma il calo dei prezzi sta riportando il saldo su livelli non distanti dal periodo precedente alla guerra in Ucraina.

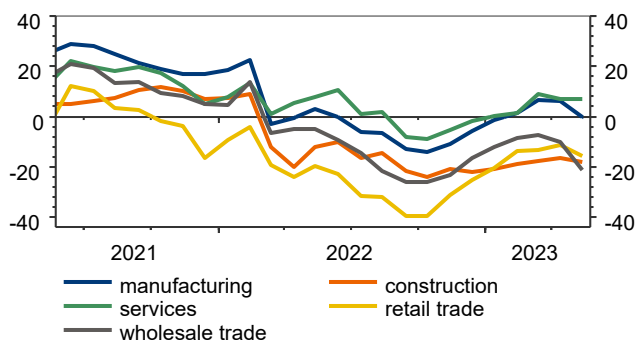
**Germania.** L'indice IFO è calato in maggio per la prima volta dopo sei mesi consecutivi di rialzi, a 91,7 da un precedente 93,4 (rivisto da 93,6). La flessione è stata guidata dal deterioramento delle attese, crollate a 88,6 da 91,7 (rivisto da 92,2) di aprile, mentre la situazione economica attuale del Paese è peggiorata solo marginalmente a 94,8 da 95,1 (rivisto da 95) precedente. Lo spaccato settoriale mostra un peggioramento di morale diffuso a tutte le componenti, ma più marcato nel commercio all'ingrosso (-21,2 da -10,3) e meno pronunciato nei servizi (6,8 da 6,9). Sia l'IFO che i PMI stanno segnalando un'ampia divergenza tra manifattura in contrazione e servizi in crescita; è probabile che la crescita annua del PIL tedesco possa risultare negativa nel 2023 (i rischi al momento sono verso il basso).

#### L'IFO cala per via del forte peggioramento delle attese



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

#### Il deterioramento del morale è diffuso a tutti i settori, ma i servizi manifestano una certa resilienza



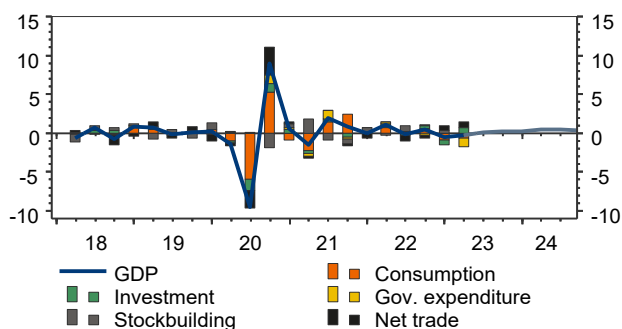
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institute

**Germania.** Il **PMI servizi** ha sorpreso al rialzo a maggio (a 57,8 da 56, un picco da agosto 2021), mentre il **PMI manifatturiero** ha registrato il quarto calo consecutivo (a 42,9 da 44,5, minimo da maggio 2020) per via soprattutto di una sensibile riduzione dei nuovi ordini e del lavoro arretrato; il **PMI composito** è salito di appena un decimo rispetto al mese precedente, a 54,3.

**Germania.** L'**indice GfK di fiducia dei consumatori tedeschi** (dato preliminare di giugno) è salito per l'ottavo mese consecutivo, a -24,2 da -25,8 (rivisto da -25,7). Il dettaglio delle componenti, disponibile per l'indagine di maggio, mostra che a guidare la risalita è stato principalmente il calo di cinque punti della propensione al risparmio, cui si è associato un aumento delle aspettative di reddito, salite a -8,2 (+2,5 punti rispetto al mese precedente) sulla scia dei rinnovi salariali siglati. Ad ogni modo, le intenzioni di acquisto non hanno beneficiato del miglioramento delle aspettative di reddito e sono calate di tre punti, a -16,1. Il morale dei consumatori, pur in ripresa, resta su livelli depressi; pensiamo che i consumi privati possano fornire un contributo negativo al PIL in media nel 2023.

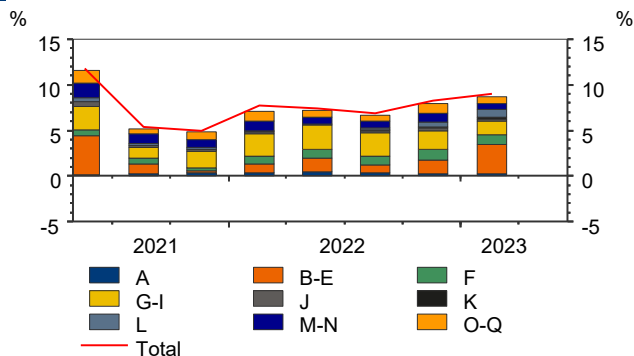
**Germania.** Il dato sul **PIL** del 1° trimestre del 2023 è stato rivisto al ribasso, da zero a -0,3% t/t (-0,5% a/a), dopo che già a fine 2022 era stata registrata una contrazione dell'attività economica (-0,5% t/t). Il dettaglio per componente di domanda mostra un contributo positivo da investimenti (+2,8% t/t) ed esportazioni nette, più che compensato da un calo dei consumi sia privati (-1,2% t/t) che pubblici (-4,9% t/t). L'apporto positivo del commercio internazionale è sintesi di un aumento delle esportazioni (+0,4% t/t) a fronte di un calo per l'import (-0,9% t/t). Dal lato della **produzione**, il valore aggiunto è salito di 0,9% t/t per effetto soprattutto dell'espansione del 6,1% t/t nelle costruzioni, grazie a condizioni meteo favorevoli; l'industria, nonostante una chiusura del trimestre deludente, è cresciuta del 2% t/t, più dei servizi. DeStatis segnala inoltre che il numero di **ore lavorate** per addetto è poco variato rispetto a un anno prima (-0,1%), mentre l'occupazione è più alta dell'1% a/a (+446 mila unità). I **redditi da lavoro dipendente** sono aumentati del 6,3% e i redditi da capitale e da impresa sono cresciuti del 9,9% (stime preliminari). I **redditi disponibili e i consumi delle famiglie** (a prezzi correnti) sono più alti di 6,9% e 7,3% a/a rispettivamente; ciò si è riflesso in un calo della propensione al risparmio (a 13,8% da 14,3%).

**Germania: PIL e contributi dal lato della domanda**



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo di dati DeStatis

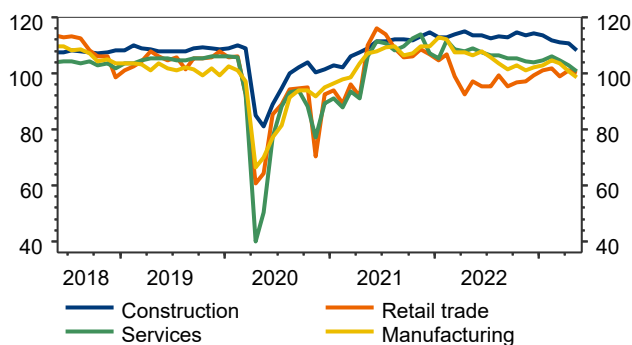
**Germania: andamento del valore aggiunto per settore (var. % a/a)**



Nota: A=primario, B-E= industria, F= costruzioni, G-I= commercio, logistica, ristorazione e alloggio; J= informazione e comunicazione; K= servizi finanziari; L= servizi immobiliari; M-N= servizi professionali, amministrativi e di supporto; O-Q= servizi pubblici, istruzione, sanità. Fonte: DeStatis

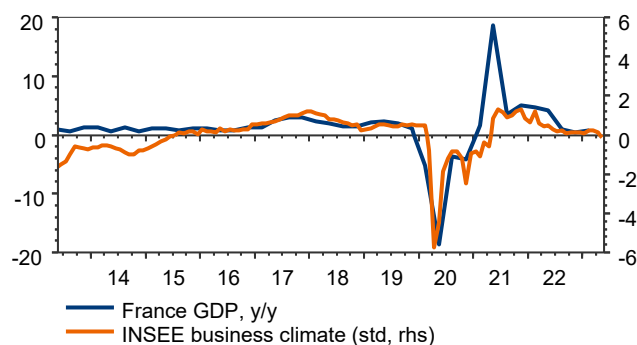
**Francia.** L'indice INSEE di **fiducia delle imprese** è calato a sorpresa di due punti a 100 a maggio, registrando un minimo da aprile 2021. L'indicatore è in linea con la media di lungo periodo ma ha registrato correzioni diffuse a tutti i settori; in particolare, si è verificata la terza flessione consecutiva per la manifattura (99 da 101) e i servizi (101 da 103), a fronte di un commercio al dettaglio poco variato (100 da 101). Il morale nelle costruzioni (108 da 111) mantiene la tendenza al ribasso avviata a inizio anno, tornando sui livelli di aprile 2021, mentre si registra una correzione dopo il rimbalzo di marzo per il commercio all'ingrosso (94 da 98). Si evidenzia inoltre una flessione di tre punti dell'indice sull'occupazione (106), che resta peraltro su livelli espansivi. Sia nell'industria che nei servizi il deterioramento del morale è guidato soprattutto dalle componenti relative ai tre mesi precedenti (probabilmente accentuato dagli scioperi dei mesi scorsi), ma anche i giudizi prospettici non danno segnali particolarmente incoraggianti per i prossimi mesi. In sintesi, le informazioni più recenti sembrano coerenti con una crescita del PIL francese costante allo 0,2% t/t nei trimestri centrali dell'anno (sugli stessi ritmi di inizio anno).

**Il calo del morale delle imprese a maggio coinvolge tutti i principali settori**



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

**L'indice composito torna sulla media di lungo periodo e segnala un rallentamento della crescita tendenziale del PIL**



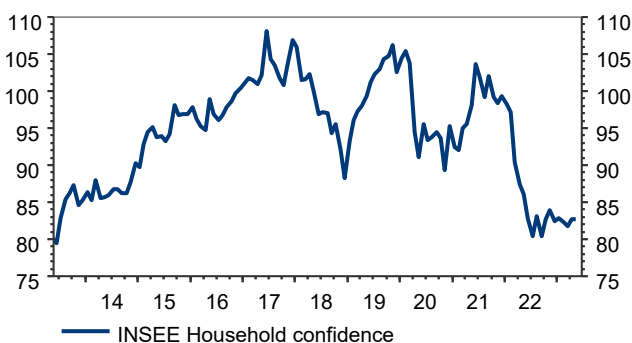
Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

**Francia.** Il **PMI composito** è calato a maggio a 51,4 da 52,4 precedente, trainato dalla flessione nei servizi (52,8 da 54,6) a fronte di un lieve rimbalzo nel manifatturiero (46,1 da 45,6), dopo che l'ampio calo di aprile era stato influenzato dagli scioperi (ma ci si attendeva un recupero più accentuato in conseguenza della fine delle proteste).

**Francia.** A maggio l'indice di **fiducia dei consumatori** INSEE è rimasto invariato a 83, ben al di sotto della media di lungo periodo e solo modestamente al di sopra dei minimi toccati nella

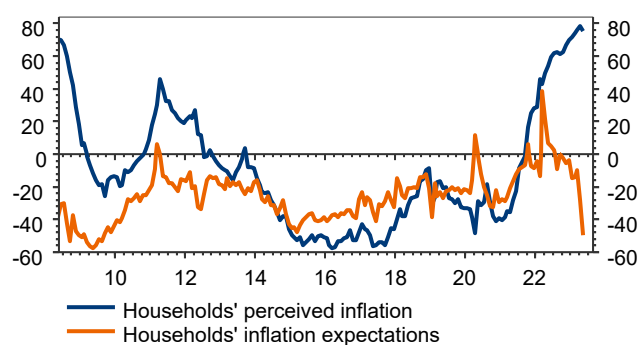
seconda metà del 2022. La lettura di maggio è sintesi di un deterioramento della situazione corrente e delle intenzioni di acquisto, nonché di un incremento della propensione al risparmio, a fronte di un miglioramento per le aspettative. Negli ultimi mesi i dati sono stati influenzati dall'effetto degli scioperi ma la domanda sottostante sembra restare debole. Mentre nel 1° semestre dell'anno i consumi privati dovrebbero rimanere deboli, il forte calo delle aspettative di inflazione (sui minimi dal 2009), la prima correzione dopo sette mesi dell'inflazione percepita e preoccupazioni sulla disoccupazione ancora inferiori alla media suggeriscono che il recupero del reddito disponibile dal 2° semestre potrebbe supportare una ripresa delle spese dei nuclei famigliari.

#### Fiducia dei consumatori stabile a maggio ma ancora al di sotto della media di lungo periodo



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

#### Le aspettative d'inflazione delle famiglie scendono sui minimi dal 2009



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

**Italia.** Come previsto, **la fiducia sia delle imprese che dei consumatori in Italia ha subito una correzione a maggio**, dopo la tendenza al rialzo registrata negli ultimi mesi.

**Il calo dell'indice di fiducia delle imprese manifatturiere**, da 102,8 di aprile a 101,4 di maggio, è stato più marcato rispetto alle attese nostre e di consenso (102,5). Si tratta della terza flessione consecutiva, che porta l'indice ai **minimi dall'ottobre dello scorso anno**. **Il deterioramento è stato generalizzato** e ha interessato sia le valutazioni attuali su ordini e produzione, sia le aspettative per il futuro. Le attese sulla situazione economica del Paese sono risultate poco variate (su livelli negativi: -12,3), e le intenzioni di assunzione hanno mostrato un rallentamento solo lieve, rimanendo in territorio espansivo (5,6). **Le aspettative sui prezzi di vendita hanno subito un rallentamento per l'ottavo mese consecutivo**, passando da 7,3 a 5,9 (un nuovo minimo da gennaio 2021).

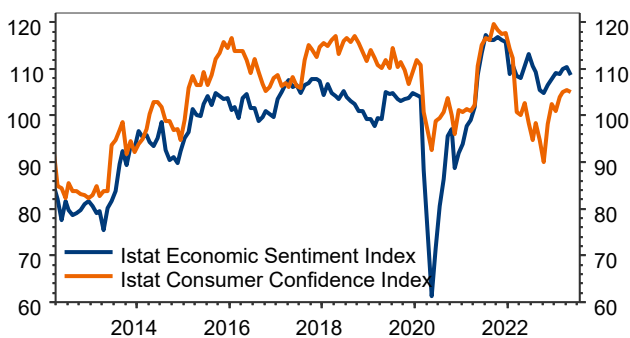
**Anche l'indicatore composito del clima di fiducia delle imprese diffuso dall'Istat (IESI) è diminuito a maggio**, attestandosi a 108,7 (il valore più basso nell'anno, sinora), dopo essere salito a 110,4 (rivisto marginalmente al ribasso) in aprile. Il morale è peggiorato in tutti i settori, ma **il calo maggiore è stato registrato nelle costruzioni**, dove il clima ha corretto a 159,4 dopo aver toccato il mese scorso il secondo livello più elevato di sempre (164,2).

**Infine, anche il morale delle famiglie è sceso, sia pure in misura più moderata rispetto alla fiducia delle imprese**, a 105,1 da 105,5 di aprile, in sostanza cancellando il recupero registrato il mese scorso. Il dato è risultato circa in linea con le aspettative. Tuttavia, il dettaglio dell'indagine non è univocamente negativo: **il calo è dovuto alla situazione personale delle famiglie e alle aspettative per il futuro**, mentre il clima economico nazionale è migliorato e le valutazioni correnti sono risultate poco variate. Tuttavia, la situazione economica degli intervistati (sia attuale che attesa), nonché i giudizi sul bilancio familiare, hanno mostrato un deterioramento, così come le opportunità di risparmio sia attuali che future (una conferma del fatto che **le famiglie stanno attingendo ai risparmi per sostenere la spesa** nonostante la perdita di potere d'acquisto). Inoltre, **sia l'inflazione corrente che quella attesa sono tornate a salire nel mese**: la prima ha raggiunto il



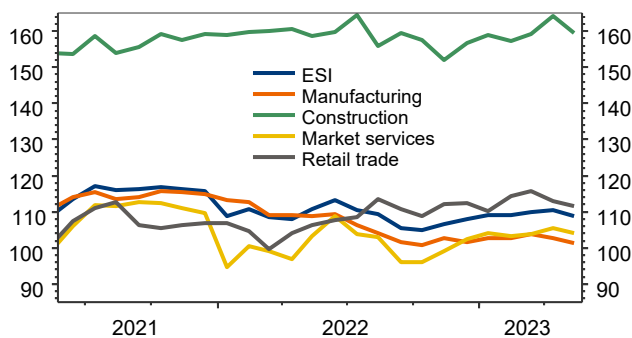
secondo livello più alto mai registrato (145,7 da 138,8 in aprile, e dal massimo storico di 147,1 toccato lo scorso gennaio), mentre la seconda è rimasta in territorio negativo (coerentemente con un calo atteso dei prezzi) per il sesto mese, ma è risalita a -11,1 da -16,4 precedente (anche in questo caso si tratta di un massimo dallo scorso gennaio).

**Sia il sentiment dei consumatori che il morale delle imprese hanno subito una moderata correzione a maggio**



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

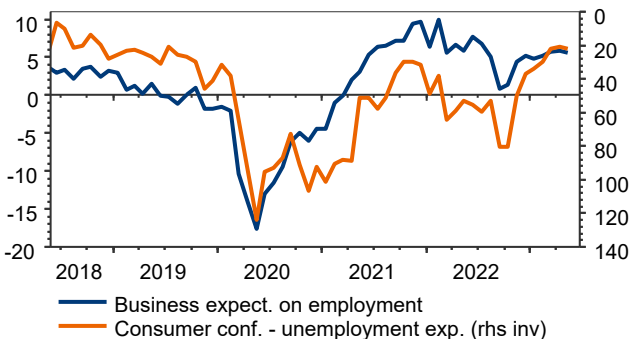
**Il calo è stato più marcato nel settore delle costruzioni, dove tuttavia le imprese restano più ottimiste che negli altri comparti**



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nel complesso, il calo di maggio delle indagini Istat non sorprende ed è in linea con quanto accaduto in altri paesi dell'Eurozona. **Nel settore manifatturiero, il sostegno offerto dal "controschoc" sui fattori di offerta** ("normalizzazione" delle catene globali del valore e moderazione dei prezzi energetici) **sta perdendo slancio**, mentre i fattori di domanda stanno diventando sempre più importanti, mostrando debolezza sia sul mercato interno che dall'estero: verosimilmente, nei prossimi mesi gli ordini arretrati non forniranno più spinta all'attività manifatturiera. **Il freno derivante dall'aumento dei tassi d'interesse e dalla minore generosità dei bonus edilizi è destinato a intensificarsi nel settore delle costruzioni. Nel frattempo, l'attività nei servizi è attesa rimanere vivace**, almeno nel breve periodo, grazie alla ripresa del turismo e di tutte le attività ricreative e del tempo libero, anche se l'indagine Istat relativa alle aziende del settore sta dando segnali meno ottimistici rispetto a quelli giunti dal PMI servizi. Per quanto riguarda i consumatori, **le famiglie non stanno beneficiando in modo significativo del calo dai massimi dell'inflazione**, in quanto l'inflazione percepita, che è correlata ai prezzi ancora molto elevati dei beni a più alta frequenza di acquisto (alimentari *in primis*), rimane su ritmi di crescita molto sostenuti.

**Sia le imprese manifatturiere che le famiglie sono ancora ottimiste sui livelli occupazionali attesi per i prossimi mesi**



Nota: serie di dati Istat sulla fiducia interpolate a causa della mancanza della lettura di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**L'indagine sul settore manifatturiero mostra che gli ordini correnti stanno perdendo slancio sia sul mercato interno che su quello estero**

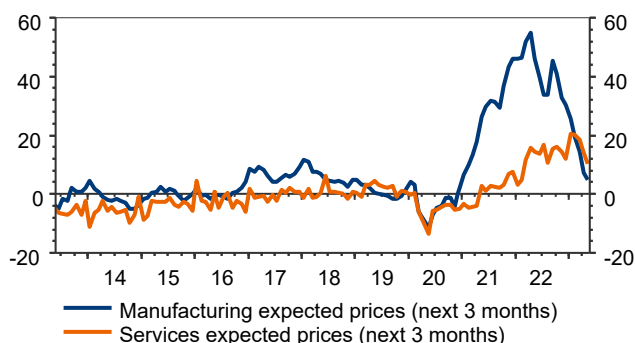


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat



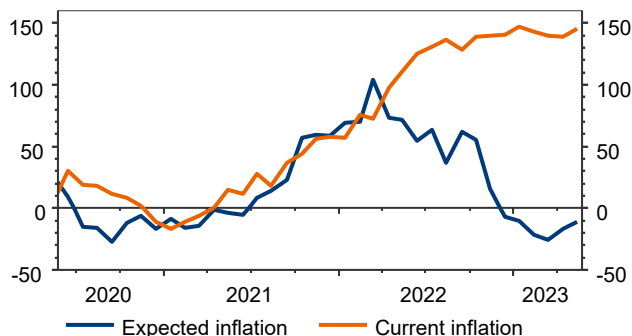
Le indagini di maggio sono compatibili con la nostra idea di un PIL italiano in crescita di 0,1/0,2% t/t nei trimestri centrali dell'anno, dopo il sorprendente rimbalzo di ben 0,5% visto a inizio anno. Nel 2023, la crescita potrebbe anche superare l'1% (che coincide con la nostra attuale previsione, e con il target del Governo). Per il momento manteniamo la nostra stima di un'accelerazione del PIL all'1,5% nel 2024, ma l'evoluzione del ciclo il prossimo anno dipenderà in misura cruciale dalla tenuta del settore immobiliare e da un'attuazione tempestiva ed efficace del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.

**Il calo dei prezzi di vendita attesi dalle imprese è più marcato nel settore manifatturiero che in quello dei servizi**



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

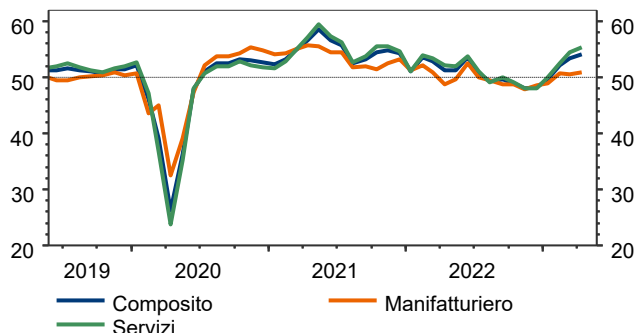
**L'indagine sui consumatori mostra che sia l'inflazione corrente che quella attesa sono tornate a salire a maggio (ma la seconda resta compatibile con un calo dei prezzi nei prossimi 12 mesi)**



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate a causa della mancanza di dati per aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

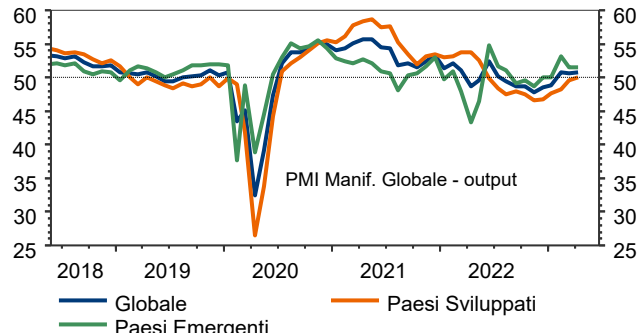
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



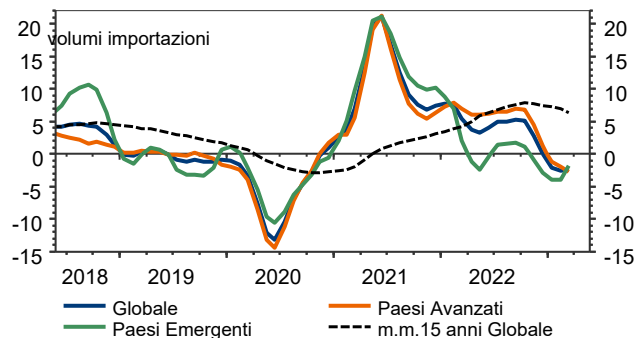
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



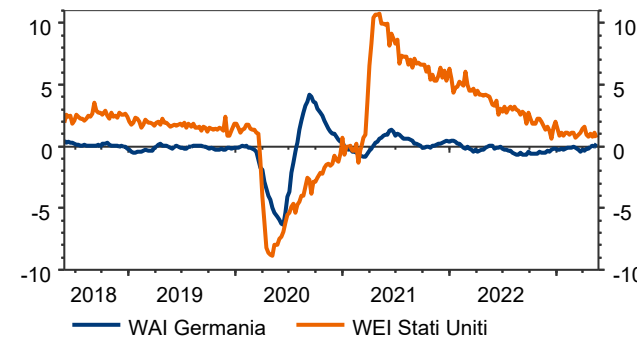
Fonte: S&P Global

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



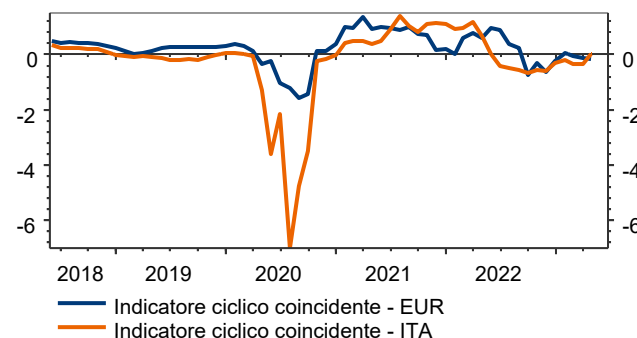
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



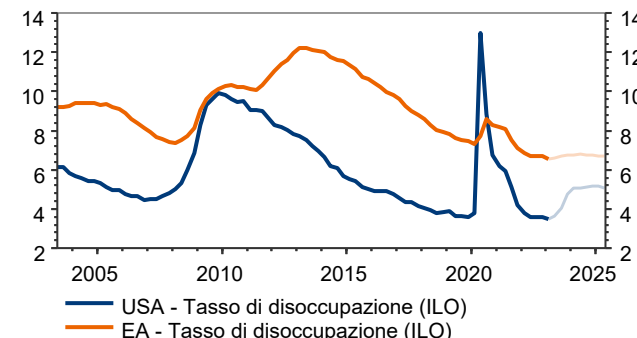
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

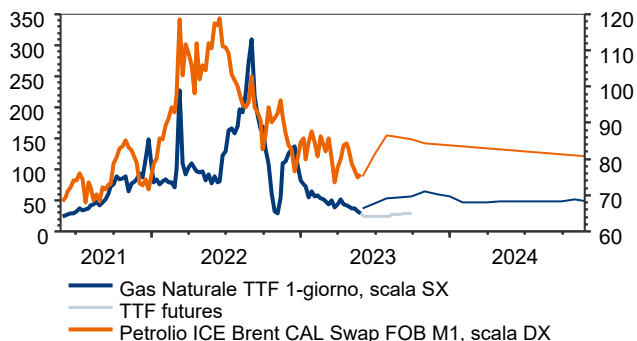
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

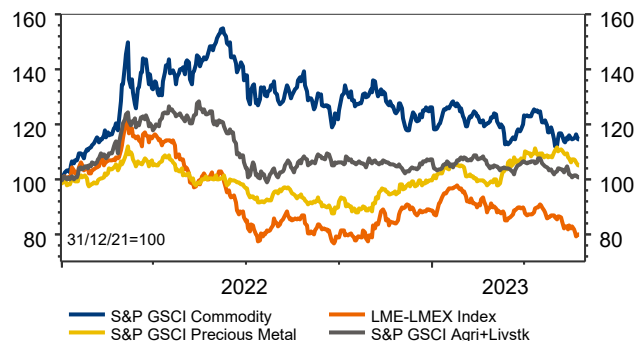
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



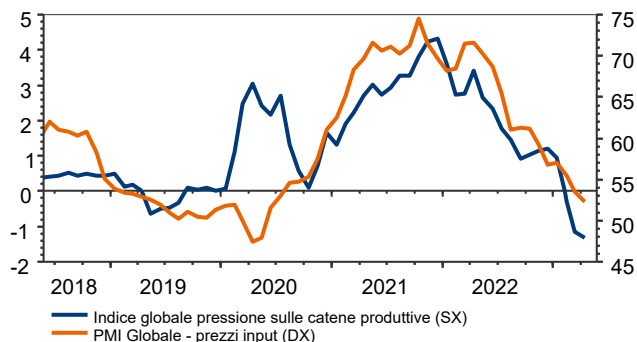
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



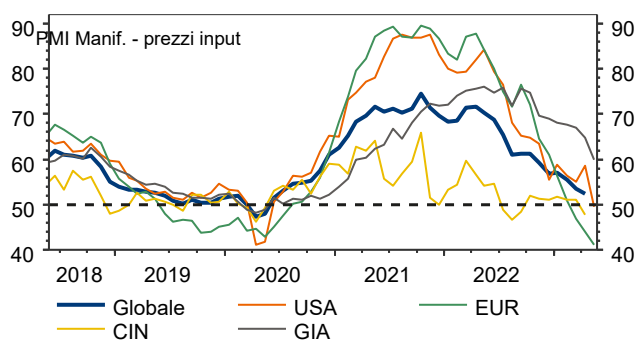
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



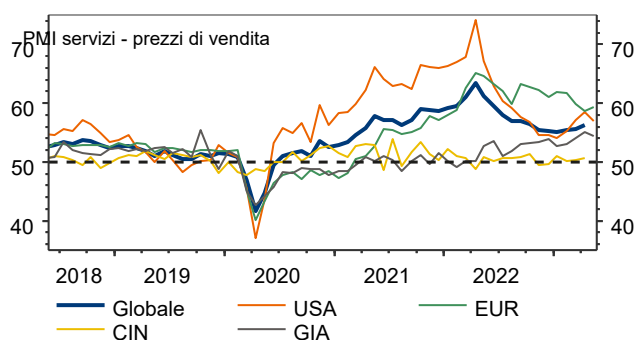
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



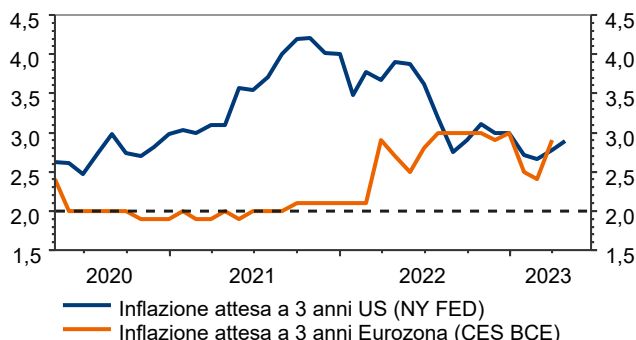
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

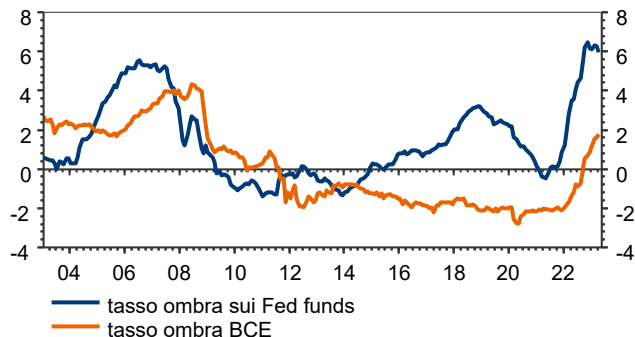
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

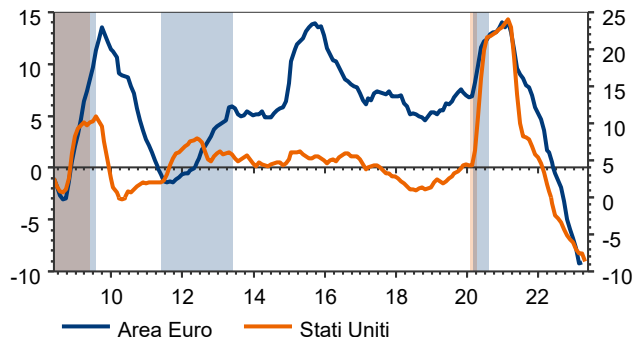
## Condizioni Finanziarie

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



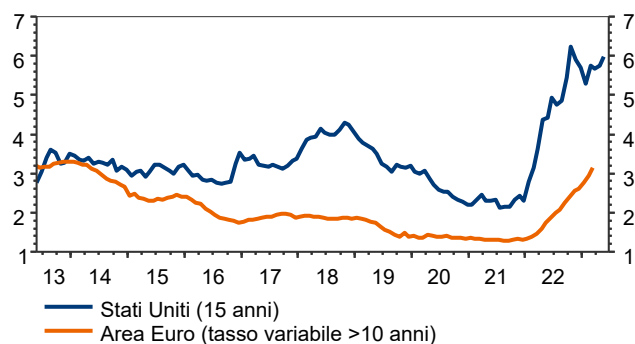
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



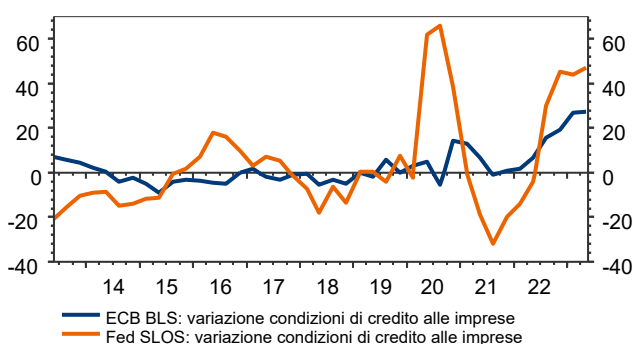
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



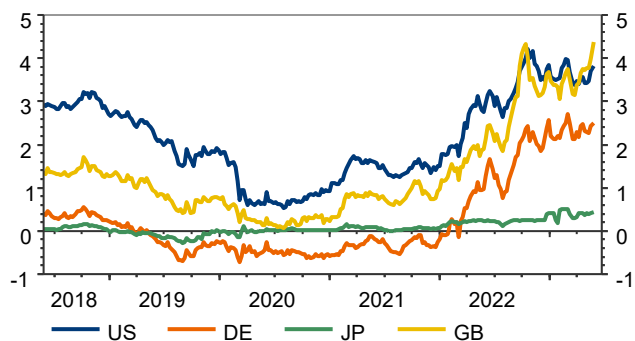
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



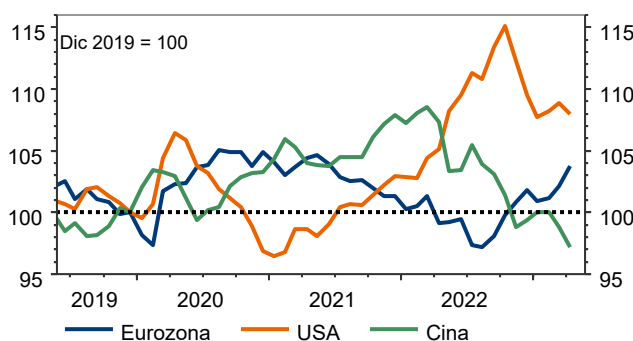
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

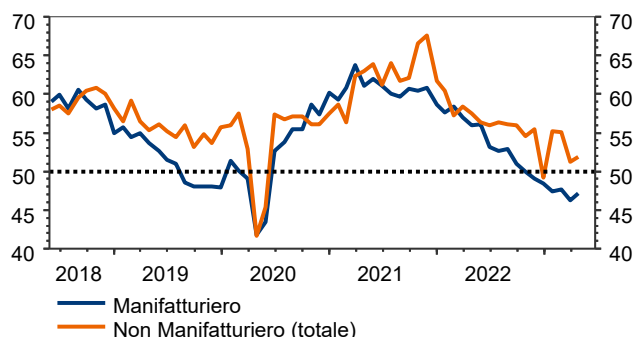
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

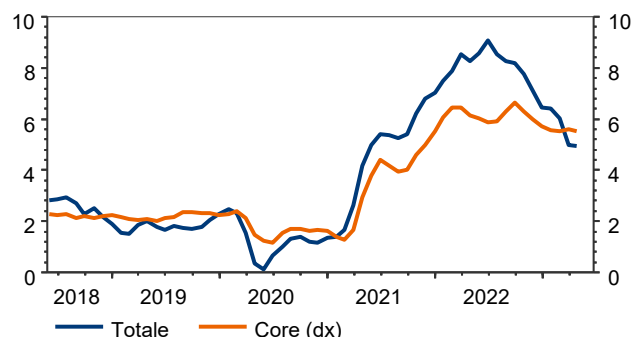
## Stati Uniti

### Indagini ISM



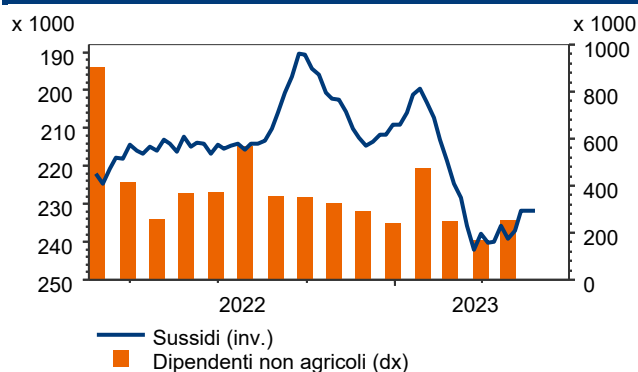
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



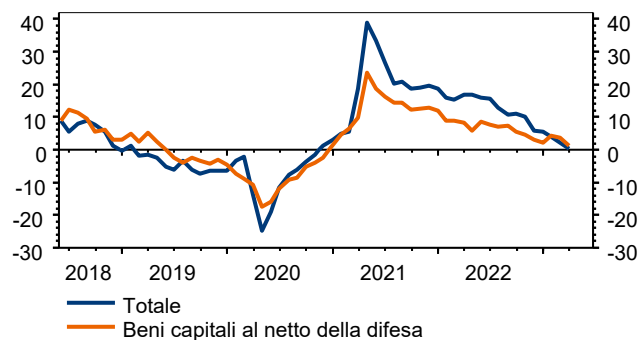
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

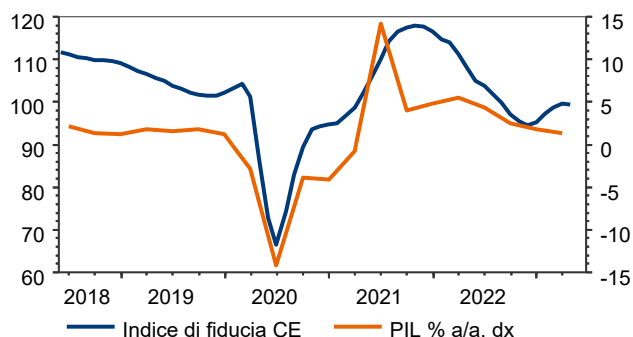
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023				2024	
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.1	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	1.3	0.6	-0.7	-1.4	0.7
Consumi privati	2.7	1.7	0.7	2.0	2.3	1.0	3.8	1.4	-0.5	-1.2	0.4
IFL - privati non residenziali	3.9	1.5	0.7	0.1	6.2	4.0	1.4	0.5	-1.5	-3.8	0.5
IFL - privati residenziali	-10.6	-12.1	2.2	-17.8	-27.1	-25.1	-5.4	-2.0	-1.5	-1.0	2.5
Consumi e inv. pubblici	-0.6	2.8	1.0	-1.6	3.7	3.8	5.2	1.1	1.1	1.0	1.0
Esportazioni	7.1	4.5	4.9	13.8	14.6	-3.7	5.2	4.2	3.5	2.6	5.8
Importazioni	8.1	-0.1	2.5	2.2	-7.3	-5.5	4.0	3.6	1.1	0.5	2.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.7	-0.1	-2.1	-1.4	2.0	-2.6	-0.4	-0.5	-0.3	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.7	-3.5	-4.0								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-6.2	-5.7								
Debito pubblico (% PIL)	144.6	144.2	144.2								
CPI (a/a)	8.0	3.9	2.3	8.6	8.3	7.1	5.8	4.0	3.1	2.7	2.4
Produzione industriale	3.4	-0.4	-0.1	1.0	0.5	-0.6	-0.1	0.5	-1.0	-0.8	0.7
Disoccupazione (%)	3.7	3.7	4.3	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.8	4.1	4.3

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

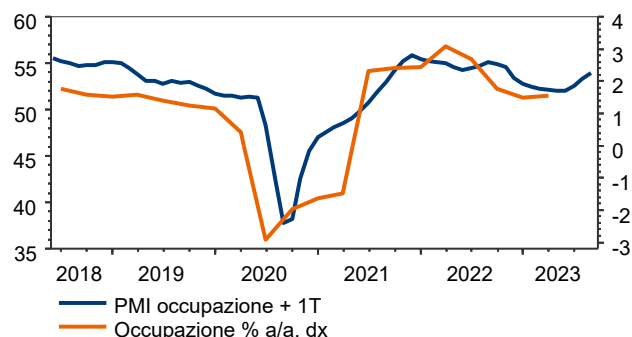
## Area euro

## PIL



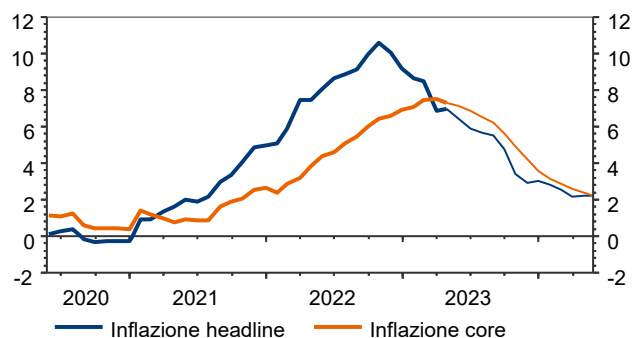
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## 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	2.8
febbraio	5.9	8.5	2.5
marzo	7.4	6.9	2.1
aprile	7.4	7.0	2.2
maggio	8.1	6.5	2.2
giugno	8.6	5.9	2.4
luglio	8.9	5.7	2.6
agosto	9.1	5.5	2.6
settembre	9.9	4.8	2.6
ottobre	10.6	3.4	2.6
novembre	10.1	2.9	2.5
dicembre	9.2	3.0	2.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

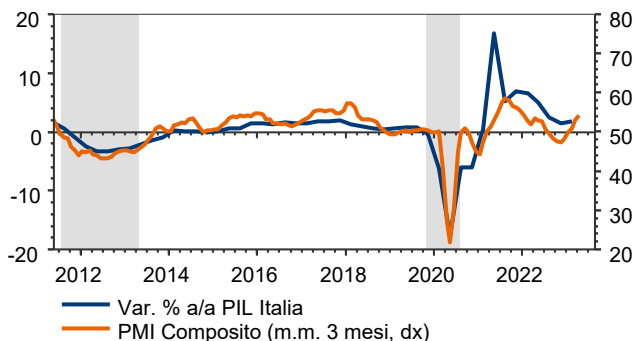
## Previsioni

	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
- t/t				0.9	0.4	0.0
Consumi privati	4.3	-0.1	1.5	1.1	0.9	-0.9
Investimenti fissi	3.8	0.9	2.6	0.9	4.0	-3.6
Consumi pubblici	1.4	0.8	0.5	0.1	-0.1	0.8
Esportazioni	7.1	3.0	2.2	1.7	1.7	0.0
Importazioni	8.0	1.5	1.6	1.9	4.2	-1.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.4	-0.5	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	2.5	8.0	9.3	10.0
Produzione industriale (a/a)	2.2	0.2	2.1	2.0	3.3	2.1
Disoccupazione (%)	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

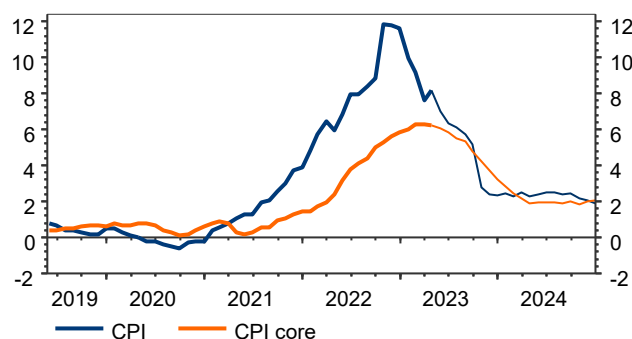
## Italia

### 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	121.4	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	121.9	119.6	118.6	118.6	6.8	6.3	6.0	6.0
lug-23	120.2	119.9	118.9	118.9	6.5	6.1	5.9	5.9
ago-23	120.8	120.4	119.4	119.4	6.1	5.7	5.5	5.5
set-23	122.1	120.1	119.2	119.2	5.6	5.2	5.0	5.0
ott-23	123.7	121.4	120.3	120.3	3.1	2.8	2.7	2.6
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	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-24	122.2	122.0	120.9	120.9	2.4	2.4	2.3	2.2
feb-24	122.2	122.1	121.0	121.0	2.3	2.3	2.2	2.1
mar-24	123.4	121.8	120.8	120.8	2.6	2.5	2.4	2.4
apr-24	124.2	122.0	120.9	120.9	2.3	2.3	2.1	2.1
mag-24	124.1	121.8	120.7	120.7	2.4	2.4	2.3	2.3
giu-24	125.0	122.6	121.4	121.4	2.5	2.5	2.4	2.4
lug-24	123.2	122.9	121.7	121.7	2.5	2.5	2.4	2.4
ago-24	123.7	123.3	122.1	122.1	2.4	2.4	2.3	2.3
set-24	125.1	123.1	121.9	121.9	2.5	2.4	2.3	2.3
ott-24	126.5	124.0	122.7	122.7	2.2	2.2	2.0	2.0
nov-24	126.5	124.0	122.7	122.7	2.1	2.0	1.8	1.8
dic-24	126.5	124.0	122.8	122.8	1.9	1.9	1.7	1.7

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	-4.9	-3.7								
Debito pubblico (% PIL)	144.4	140.1	140.0								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.4	2.3	7.4	8.9	12.5	9.5	7.7	6.1	2.8	2.4
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

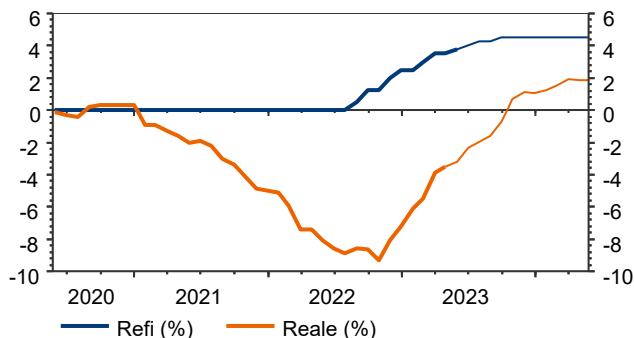
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	25/5	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>3.20</b>	3.30	3.90	4.02	4.04
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	<b>3.46</b>	3.50	4.02	4.06	4.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

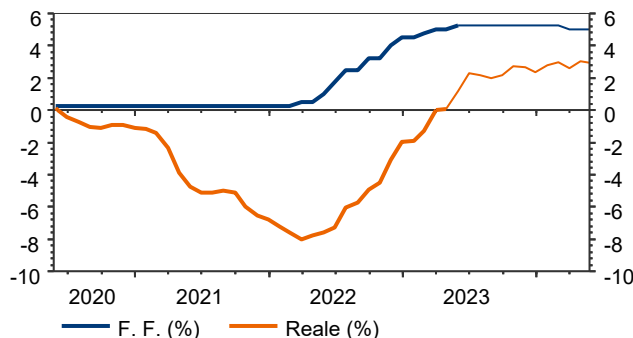


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	25/5	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>5.27</b>	5.09	5.10	5.10	4.92

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

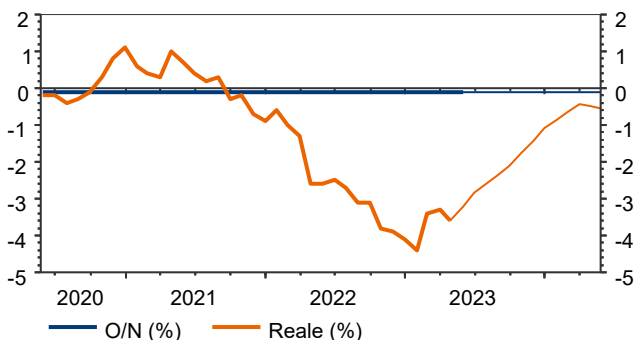


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	25/5	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

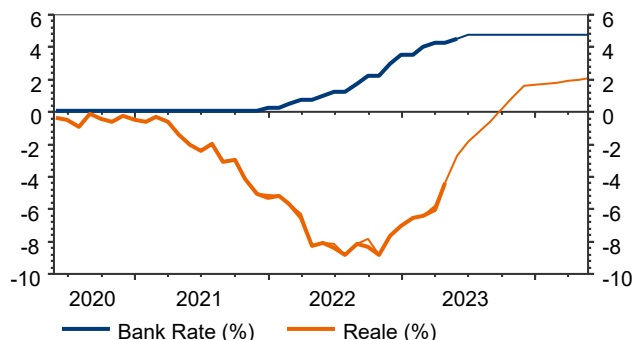


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	25/5	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>4.84</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	26/5	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.22	1.07	1.04	1.06	1.10	<b>1.0725</b>	1.10	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	109	127	139	136	133	<b>139.72</b>	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.41	1.26	1.21	1.19	1.25	<b>1.2353</b>	1.25	1.26	1.27	1.28	1.28
EUR/CHF	1.10	1.03	0.98	0.99	0.98	<b>0.9695</b>	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	133	136	145	144	148	<b>149.87</b>	145	141	138	136	135
EUR/GBP	0.86	0.85	0.86	0.88	0.89	<b>0.8683</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](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

[alessio.tiberi@intesasnpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Aniello Dell'Anno

Giovanna Mossetti

Andrea Volpi

Simone Zava

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

[aniello.dellanno@intesasnpaolo.com](mailto:aniello.dellanno@intesasnpaolo.com)

[giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com](mailto:giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com)

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)

[simone.zava@intesasnpaolo.com](mailto:simone.zava@intesasnpaolo.com)