

Weekly Economic Monitor

Il punto

Con il rialzo di 25pb che sarà attuato il 15 giugno, la **BCE** si avvicinerà di un altro passo alla conclusione di questa rapida fase di restrizione monetaria. Le proiezioni dello staff mostreranno marginali progressi verso la riconquista della stabilità dei prezzi, ma il comunicato sottolineerà che il posizionamento della politica monetaria dovrà restare restrittivo ancora per molto tempo e che almeno un altro rialzo è probabile a luglio.

FOMC pronto a cambiare marcia, ma il motore resta acceso. La riunione del FOMC di giugno dovrebbe concludersi con tassi fermi a 5,25%, ma segnalare anche che, probabilmente, ci sarà ancora un rialzo prima di una pausa prolungata, che dovrebbe durare per il resto del 2023. Il focus a questa riunione sarà sull'aggiornamento delle previsioni macro e del grafico a punti. L'aspettativa di revisioni al rialzo per crescita e inflazione e al ribasso per il tasso di disoccupazione per fine 2023 a nostro avviso dovrebbe richiedere un marginale spostamento verso l'alto del punto di arrivo dei tassi, a 5,5%, da raggiungere probabilmente a luglio.

I market mover della settimana

In **area euro** il focus della settimana sarà sulla riunione di politica monetaria della BCE, attesa concludersi con un rialzo dei tassi di 25pb. La prima indagine di giugno, la ZEW tedesca, potrebbe registrare un lieve peggioramento del morale degli analisti finanziari, mentre sul fronte dei dati reali in Eurozona ci aspettiamo un parziale rimbalzo della produzione industriale di aprile, in un contesto di generale debolezza per il settore, e un'accelerazione del costo del lavoro a inizio 2023. In calendario anche le stime finali d'inflazione di maggio, attese confermare la tendenza di rallentamento della dinamica dei prezzi nelle principali economie.

Questa settimana l'agenda negli **Stati Uniti** è fitta di dati ed eventi. Il focus sarà sulla riunione del FOMC che, a nostro avviso, dovrebbe concludersi con tassi fermi, ma anche con segnali che il picco potrebbe non essere ancora stato raggiunto. Sul fronte dei dati, il CPI di maggio sarà il catalizzatore, con probabili indicazioni di ulteriore rallentamento della dinamica dei prezzi core. Fra gli altri dati di maggio, le vendite al dettaglio e la produzione industriale dovrebbero essere in moderazione. Le prime indagini di giugno dovrebbero mostrare persistente recessione nel manifatturiero e fiducia dei consumatori poco variata, su livelli relativamente bassi.

9 giugno 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

Con il rialzo di 25pb che sarà attuato il 15 giugno, la **BCE** si avvicinerà di un altro passo alla conclusione di questa rapida fase di restrizione monetaria. Le proiezioni dello staff mostreranno marginali progressi verso la riconquista della stabilità dei prezzi, ma il comunicato sottolineerà che il posizionamento della politica monetaria dovrà restare restrittivo ancora per molto tempo e che almeno un altro rialzo è probabile a luglio.

- Il **15 giugno**, la BCE annuncerà un **nuovo rialzo dei tassi di 25pb**, largamente scontato da mercati e analisti. Non ci sono motivi validi per pensare che il Consiglio direttivo rinneghi l'indirizzo molto chiaro fornito a inizio maggio e ribadito nelle scorse settimane. Il calo dell'inflazione è stato un po' più rapido delle attese del consenso, ma non incoerente con le previsioni dello staff BCE; inoltre, né l'andamento dei dati macroeconomici né quello del credito mostrano un rallentamento eccessivo dell'attività economica.
- Per quanto riguarda l'**indirizzo sui tassi**, ci attendiamo che la dichiarazione di politica monetaria indichi come probabile un ulteriore rialzo alla riunione di luglio, opzione che diversi membri del Consiglio hanno sostenuto nelle dichiarazioni più recenti. Ci sembra improbabile, invece, che l'indirizzo si spinga oltre, fino a settembre: pochissimi governatori sono apparsi sicuri che saranno necessari ulteriori rialzi, mentre diversi si sono limitati a non escludere la possibilità. Noi manteniamo ugualmente la previsione di un picco al 4% per il tasso sui depositi, attualmente più elevata del consenso, che potremmo abbandonare soltanto di fronte a un andamento dell'economia nei mesi estivi molto più debole di quanto oggi previsto nello scenario centrale.
- La comunicazione rimarcherà poi che i tassi resteranno restrittivi per un po' di tempo – ma legando l'intervallo temporale al conseguimento di alcune condizioni (tra cui un'elevata probabilità di raggiungimento dell'obiettivo di inflazione), senza quantificarlo. Ciò consentirà ai mercati di continuare ad attendersi tagli dei tassi in tempi (troppo) ravvicinati. Su un altro fronte, la BCE solleciterà ancora una restrizione delle politiche fiscali da parte dei governi, per accelerare quel raffreddamento della domanda che ritiene necessario per garantire il ritorno dell'inflazione entro l'obiettivo.
- Le **previsioni dello staff** potrebbero vedere una limatura della crescita prevista nel 2023 e nel 2024, nel primo caso per le revisioni dei dati di inizio anno, nel secondo per l'effetto di tassi di interesse più alti rispetto alle ipotesi tecniche di marzo (circa 40pb in media nel 2023, che scendono a 10pb nel biennio 2024-25). Le proiezioni di inflazione dovrebbero risentire del nuovo calo dei prezzi a termine delle materie prime energetiche, in particolare per il gas naturale. Meno certo è che la BCE possa rivedere significativamente al ribasso le proiezioni di inflazione core: riteniamo possibile una limatura di un decimo dei numeri per il 2025 e, forse, per il 2024, a causa degli effetti di medio termine delle condizioni finanziarie più restrittive rispetto allo scenario di marzo.
- Per quanto concerne le **misure non convenzionali**, la BCE ha già smarcato il problema dei reinvestimenti APP, che saranno del tutto interrotti da luglio. Per quanto riguarda i reinvestimenti PEPP, per ora promessi fino al dicembre 2024, diventa più probabile che siano anticipati almeno di sei mesi; tuttavia, la BCE attenderà forse le riunioni di fine anno per dare l'annuncio, in quanto deve ancora verificare l'impatto del fermo annunciato sull'APP. Inoltre, la BCE ha già preparato le banche al rimborso della tranche di giugno del programma TLTRO III, segnalando che si attende una parziale rotazione sui programmi ordinari, MRO e LTRO, oltre a una riduzione dell'eccesso di riserve. Non essendo emerse tensioni, ed essendo la restrizione delle condizioni di liquidità nel complesso coerente con l'orientamento della politica monetaria, non riteniamo che vi saranno annunci di operazioni straordinarie a più lungo termine.

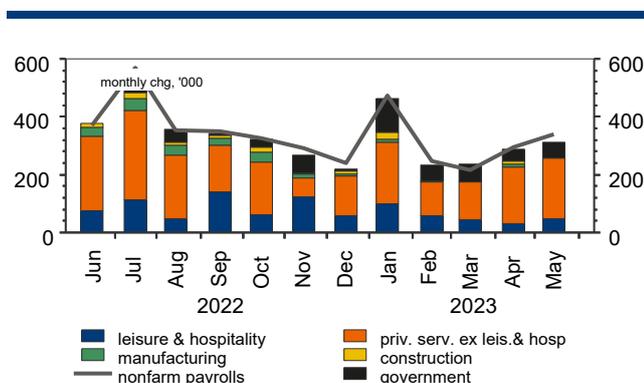
FOMC pronto a cambiare marcia, ma il motore resta acceso. La riunione del FOMC di giugno dovrebbe concludersi con tassi fermi a 5,25%, ma segnalare anche che, probabilmente, ci sarà ancora un rialzo prima di una pausa prolungata, che dovrebbe durare per il resto del 2023. Il focus a questa riunione sarà sull'aggiornamento delle previsioni macro e del grafico a punti. L'aspettativa di revisioni al rialzo per crescita e inflazione e al ribasso per il tasso di disoccupazione per fine 2023 a nostro avviso dovrebbe richiedere un marginale spostamento verso l'alto del punto di arrivo dei tassi, a 5,5%, da raggiungere probabilmente a luglio.

- L'esito della riunione del FOMC di giugno è molto incerto. Sulla base dei discorsi e dei dati dell'ultimo mese, prevediamo **i fed funds fermi a 5,25%, con indicazioni per un ulteriore rialzo a 5,5% a luglio**. Una "pausa hawkish" dovrebbe conciliare le visioni divergenti presenti all'interno del Comitato. I partecipanti sono divisi in tre gruppi. Il primo, a cui appartiene Powell, è favorevole a una pausa, purché non venga interpretata come il punto di arrivo per i tassi. Il secondo, più preoccupato per la persistenza dell'inflazione elevata, vorrebbe un rialzo a giugno. Un terzo gruppo è più incerto e ritiene necessario vedere più informazioni per valutare se è necessario alzare ancora i tassi.
- Un argomento a favore di un ulteriore rialzo dei tassi prima di una pausa prolungata è che lo **scenario è più solido rispetto a marzo** su tutti i fronti. Il mercato del lavoro rimane sotto pressione, l'inflazione core si è stabilizzata, ma ha smesso di scendere, il sistema bancario ha trovato un equilibrio e il limite del debito è storia passata.
- **Il quadro macroeconomico è migliorato**, su due fronti. Prima di tutto, gli effetti della **crisi bancaria** di tre mesi fa appaiono ampiamente sotto controllo, con la risoluzione delle banche problematiche e la stabilizzazione del credito di emergenza. Inevitabilmente, come in ogni fase di rialzo dei tassi, i bilanci bancari saranno soggetti a pressioni negative, con il proseguimento del calo dei depositi (senza "corse", però) e all'aumento del costo della raccolta. Tuttavia, nell'insieme, il possibile credit crunch non appare essere significativamente diverso dalla restrizione associata alle recessioni "normali". In secondo luogo, i **dati** usciti negli ultimi tre mesi dovrebbero generare revisioni delle proiezioni del FOMC per fine 2023, univocamente in linea con un quadro economico più forte, alzando le aspettative per crescita e inflazione e abbassando quella per il tasso di disoccupazione. Questo è un argomento a favore di uno **spostamento verso l'alto anche per la mediana del punto di arrivo dei tassi**.
- Le prospettive dei tassi restano in mano al mercato del lavoro e all'inflazione. Per quanto riguarda il **mercato del lavoro**, i dati recenti sono stati solidi in termini di occupazione (media a 3 mesi della variazione mensile a 283 mila), ma più deboli per la disoccupazione (in rialzo a 3,7% a maggio) e per le ore lavorate (sui minimi da maggio 2020). Una caratteristica preoccupante per lo scenario di inflazione è il trend negativo della produttività, in un contesto di occupazione in crescita sempre solida, intorno a 2,7% a/a circa 1 pp al di sopra della media pre-Covid. La forza lavoro rimane frenata dalla scarsa partecipazione delle coorti più anziane e dal rallentamento dell'immigrazione, e rallenta l'aggiustamento verso il basso della dinamica salariale, che rimane circa stabile a 4,3% a/a.
- Sul fronte dei **prezzi**, il trend in calo dell'inflazione core si è interrotto a fine 2022. Le variazioni mensili oscillano fra 0,3pp per il deflatore e 0,4pp per il CPI (Fig. 8). I dati dell'inflazione core hanno mostrato una persistenza maggiore del previsto, in parte dovuta alla rotazione dei settori con prezzi in accelerazione. Nella fase iniziale della ripresa, le pressioni verso l'alto derivavano dai beni core, successivamente la spinta si è concentrata nel settore abitazione e ora il testimone è passato ai servizi core ex-abitazione, i cui prezzi sono determinati principalmente dall'andamento dei salari e la cui dinamica sta ancora accelerando. Con questa sequenza, **l'inflazione core si è stabilizzata, ma il trend in calo si è interrotto**.
- Un elemento incoraggiante emerso recentemente è il rallentamento del **Multivariate Core Trend** (MCT) della NY Fed, che dà informazioni sulla persistenza dell'inflazione core. Il MCT stima il trend del deflatore come la somma di un trend comune e di trend settoriali pesati. Negli ultimi mesi il MCT ha ripreso a scendere, calando a 3,4% ad aprile da 3,6% di marzo, pur

in presenza di una stabilizzazione del deflatore core. Il MCT era intorno a 4,75% fra ottobre e gennaio, da livelli superiori a 5% nei primi 9 mesi del 2022. Disaggregando i contributi per settore, si conferma la rotazione delle pressioni dai beni, all'abitazione, ai servizi ex-abitazione. Questi ultimi attualmente segnalano la presenza di un trend verso l'alto, che richiede monitoraggio.

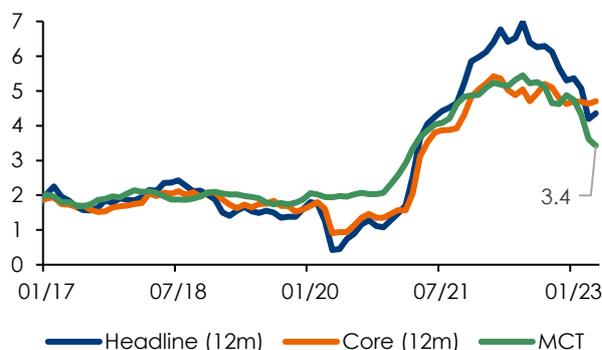
- In conclusione, lo scenario macro rimane coerente con un ulteriore rallentamento della crescita e con un allentamento delle pressioni sul mercato del lavoro e sui prezzi, ma i rischi restano verso l'alto sia per l'inflazione, sia per i salari. Nella seconda metà dell'anno, il trend dell'inflazione dovrebbe tornare a calare, dopo la fase di stabilizzazione vista a inizio 2023.
- Con questo quadro, la Fed, alla riunione di giugno dovrebbe dare un segnale di **rallentamento del ritmo dei rialzi**, introducendo una pausa hawkish e segnalando un probabile ulteriore intervento a fine luglio, seguito da un periodo prolungato di tassi fermi. Da ora in poi, la Fed intende davvero navigare a vista, ma il **bias per i tassi rimarrà verso l'alto anche dopo il probabile intervento di luglio**.

L'occupazione è di nuovo in riaccelerazione



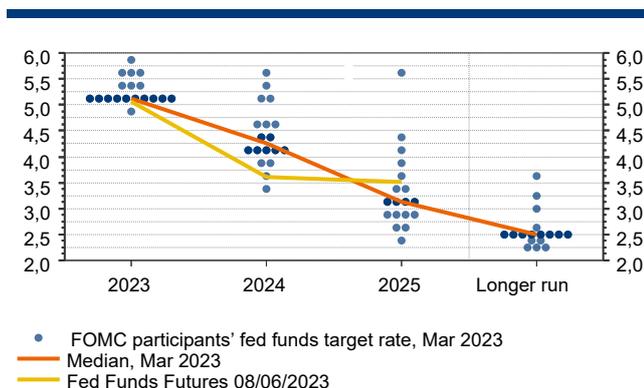
Fonte: BLS

L'inflazione core ha smesso di scendere, ma il trend sottostante dà indicazioni incoraggianti per una ripresa del trend in calo in estate



Nota: MCT= Multivariate Core Trend, che costruisce il trend del deflatore core come somma di un trend comune e di trend settoriali ponderati per le quote di spesa. Fonte: BEA, NY Fed

La mediana dei "punti" per il 2023 dovrebbe spostarsi a 5,5%, segnalando un probabile rialzo a luglio



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

Proiezioni del FOMC: le revisioni attese per inflazione e crescita a fine 2023 dovrebbero giustificare un modesto rialzo del punto di arrivo dei fed funds

Variable	Median			
	2023	2024	2025	Longer run
Real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8
Dec. projection	0.5	1.6	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0
Dec. projection	4.6	4.6	4.5	4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0
Dec. projection	3.1	2.5	2.1	2.0
Core PCE inflation	3.6	2.6	2.1	
Dec. projection	3.5	2.5	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5
Dec. projection	5.1	4.1	3.1	2.5

Nota: proiezioni dei membri del Board della Fed e dei presidenti delle Fed regionali, marzo 2023. Fonte: Federal Reserve Board

I market mover della settimana

In **area euro** il focus della settimana sarà sulla riunione di politica monetaria della BCE, attesa concludersi con un rialzo dei tassi di 25pb. La prima indagine di giugno, la ZEW tedesca, potrebbe registrare un lieve peggioramento del morale degli analisti finanziari, mentre sul fronte dei dati reali in Eurozona ci aspettiamo un parziale rimbalzo della produzione industriale di aprile, in un contesto di generale debolezza per il settore, e un'accelerazione del costo del lavoro a inizio 2023. In calendario anche le stime finali d'inflazione di maggio, attese confermare la tendenza di rallentamento della dinamica dei prezzi nelle principali economie.

Questa settimana l'agenda negli **Stati Uniti** è fitta di dati ed eventi. Il focus sarà sulla riunione del FOMC che, a nostro avviso, dovrebbe concludersi con tassi fermi, ma anche con segnali che il picco potrebbe non essere ancora stato raggiunto. Sul fronte dei dati, il CPI di maggio sarà il catalizzatore, con probabili indicazioni di ulteriore rallentamento della dinamica dei prezzi core. Fra gli altri dati di maggio, le vendite al dettaglio e la produzione industriale dovrebbero essere in moderazione. Le prime indagini di giugno dovrebbero mostrare persistente recessione nel manifatturiero e fiducia dei consumatori poco variata, su livelli relativamente bassi.

Martedì 13 giugno

Area euro

- **Germania.** La **stima finale** dei **prezzi al consumo** di maggio dovrebbe confermare la flessione di -0,1% m/m sulla misura nazionale e di -0,2% su quella armonizzata. La tendenza annua dovrebbe essere confermata in calo al 6,1% dal 7,2% a/a di aprile sul CPI e al 6,3% dal 7,6% a/a sull'IPCA. Nel nostro scenario centrale, l'inflazione potrebbe risalire a giugno per via di effetti base sfavorevoli legati al costo del trasporto pubblico, ma dovrebbe riprendere a calare da luglio fino a raggiungere il 2,7% a fine anno (2,8% sull'IPCA). L'inflazione al netto di alimentari ed energia è attesa moderare al 5,5% a maggio dal 5,8% di aprile, principalmente per effetto della correzione nei trasporti, e chiudere l'anno intorno al 3,5%.
- **Germania.** L'indice **ZEW** sulle attese dovrebbe calare per il quarto mese a giugno, a -13 da -10,7 precedente. I timori di effetti negativi sull'economia tedesca dovuti al rialzo dei tassi della BCE sono stati solo in parte mitigati dalle notizie incoraggianti dal fronte inflazione. Ci aspettiamo una stabilizzazione dell'indice sulla situazione corrente a -35 dopo la correzione del mese scorso.

Stati Uniti

- Il **CPI** a maggio è previsto in aumento di 0,3% m/m (4,1% a/a). L'indice **core** dovrebbe essere in rialzo di 0,4% m/m (5,3% a/a), con indicazioni sempre solide per i servizi core ex-abitazione, e stabilità per l'abitazione, sui ritmi più moderati degli ultimi mesi. A maggio, le tariffe aeree dovrebbero essere in rialzo, mentre i prezzi delle auto usate dovrebbero correggere, alla luce del Manheim Used Car Price Index, in calo di -0,9% m/m nella prima metà di maggio. I dati dovrebbero confermare ancora una stagnazione della variazione mensile di prezzi core, ma da giugno in poi si dovrebbe vedere una dinamica più contenuta che potrebbe contribuire a definire il picco dei tassi poco sopra il livello attuale.

Mercoledì 14 giugno

Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe essere tornata a crescere di 0,9% m/m ad aprile dopo la pesante flessione di -4,1% m/m del mese precedente. Il rimbalzo dovrebbe essere in gran parte spiegato dal volatile dato irlandese a fronte di una debolezza per le altre principali economie. Gli indicatori anticipatori suggeriscono che l'attività industriale dovrebbe restare fiacca nei prossimi mesi.

Stati Uniti

- La **riunione del FOMC** di giugno dovrebbe concludersi con tassi fermi al 5,25%, ma anche segnalare che probabilmente ci sarà un ulteriore rialzo a luglio, prima di una pausa prolungata per il resto del 2023. La riunione si concentrerà sulle proiezioni macro aggiornate e sul grafico a punti. L'aspettativa di revisioni al rialzo per la crescita e l'inflazione e di revisioni al ribasso per il tasso di disoccupazione a fine 2023 dovrebbe, a nostro avviso, richiedere un marginale spostamento verso l'alto del picco dei tassi, al 5,5%, da raggiungere probabilmente a luglio. Nella conferenza stampa, Powell dovrebbe delineare la nuova fase della politica monetaria, in cui la velocità dei rialzi non è più predeterminata, ma dipende dall'evoluzione dei dati, in particolare dell'inflazione core dei servizi ex abitazione. A partire dall'estate, questo segmento dovrebbe contribuire alla ripresa della tendenza al ribasso dell'inflazione core e sostenere l'attesa che il picco dei tassi venga raggiunto a luglio.

Giovedì 15 giugno

Area euro

- **Area euro.** La **BCE** annuncerà un **nuovo rialzo dei tassi di 25pb**. Per quanto riguarda l'indirizzo sui tassi, ci attendiamo che la dichiarazione di politica monetaria indichi come probabile un ulteriore rialzo alla riunione di luglio, opzione che diversi membri del Consiglio hanno sostenuto nelle dichiarazioni più recenti. Ci sembra improbabile, invece, che l'indirizzo si spinga oltre, fino a settembre. Le previsioni dello staff potrebbero vedere una limatura della crescita prevista nel 2023 e nel 2024. Le proiezioni di inflazione dovrebbero risentire del nuovo calo dei prezzi a termine delle materie prime energetiche, in particolare per il gas naturale; meno certo è che la BCE possa rivedere significativamente al ribasso le proiezioni di inflazione core.
- **Francia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che in maggio i **prezzi al consumo** sono calati di -0,1% m/m sia sull'indice armonizzato che su quello nazionale. L'inflazione dovrebbe essere confermata in rallentamento al 5,1% dal 5,9% sul CPI e al 6% dal 6,9% sull'IPCA. La crescita tendenziale dei prezzi dovrebbe moderare al 2,5% (sull'indice nazionale) a fine 2023.

Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di maggio sono previste in calo di -0,3% m/m, sulla scia della frenata del comparto auto. I volumi presso i concessionari sono scesi di -6,5% m/m, in parte ancora per via di scarsità di auto nelle fasce più basse di prezzo. Al netto delle auto le vendite sono attese in rialzo moderato, con una variazione di 0,3% m/m in termini nominali e marginalmente negative in termini reali. Le vendite settimanali hanno segnato un incremento di 0,6% m/m a maggio, ma sono in netta flessione a giugno. Lo scenario per i consumi nel 2° trimestre è di rallentamento rispetto a un 1° trimestre forte. Per ora la spesa per servizi rimane solida e fornisce la principale spinta alla crescita per la parte centrale dell'anno.
- La **produzione industriale** a maggio dovrebbe registrare un aumento di 0,2% m/m. Le ore lavorate nel manifatturiero sono calate di -0,1% m/m, pertanto la produzione nel settore dovrebbe essere circa invariata. Il sostegno all'output del mese scorso è concentrato nell'estrattivo, mentre le utility dovrebbero dare un contributo negativo alla variazione totale.
- L'indice **Empire della NY Fed** è previsto in modesto miglioramento a -15,5 a giugno, da -31,8 di maggio, con indicazioni di persistente, moderata recessione. Il Beige Book ha riportato attività nel comparto sempre debole nel distretto di New York, senza indicazioni di possibile miglioramento, pur in presenza di un mercato del lavoro ancora solido.
- L'indice della **Philadelphia Fed** di giugno è atteso a -9,5, da -10,4 di maggio. Secondo il Beige Book il settore è in modesta contrazione, con un miglioramento degli ordini che restano però in contrazione da circa un anno. Le imprese riportano segnali misti, con effetti positivi provenienti dalla fine delle strozzature all'offerta.

Venerdì 16 giugno**Area euro**

- **Area euro.** Dopo il balzo di fine 2022 l'aumento del **costo del lavoro** dovrebbe aver accelerato di due decimi al 5,9% a/a nei primi tre mesi dell'anno. I dati sulle contrattazioni collettive suggeriscono che le retribuzioni potrebbero toccare un picco durante la primavera ma rimanere su ritmi di crescita sostenuti anche nel 2024.
- **Area euro.** La **stima finale** dovrebbe confermare il marcato calo dell'**inflazione** in maggio, a 6,1% dopo la risalita al 7% di aprile (con prezzi stabili nel mese). Dovrebbe essere confermato anche il calo dell'indice "core BCE" (al netto di alimentari freschi ed energia), al 6,9% da 7,3% di aprile. Il nostro scenario previsivo rimane coerente con un calo dell'inflazione headline nei prossimi mesi, che è attesa toccare il 2,7% a dicembre 2023; l'indice "di fondo" potrebbe chiudere l'anno su livelli più elevati, al 3,4%.
- **Italia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che l'**inflazione** è calata meno del previsto a maggio al 7,6% (+0,3% m/m) dall'8,2% di aprile sulla misura nazionale, e all'8,1% (+0,3% m/m) dall'8,7% sull'armonizzato. Il calo tendenziale risulterebbe imputabile all'energia, spinta al ribasso dalla componente non regolamentata, in particolare dai prezzi dell'energia elettrica sul mercato libero, mentre il gas naturale sul mercato non tutelato dovrebbe mostrare un rallentamento solo marginale su base annua per effetto della rimozione di uno dei sussidi in bolletta che erano stati introdotti lo scorso anno. L'inflazione al netto di energia e alimentari freschi dovrebbe scendere di un decimo, al 6,2%. Nelle nostre stime, l'indice headline dovrebbe raggiungere il 2,5% a dicembre 2023, mentre l'indice "core BCE", seppur in calo, è atteso rimanere sopra il 3% a fine anno.

Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a giugno (prel.) dovrebbe aumentare a 61,5, da 59,2 di maggio, grazie alla fine della crisi del limite del debito. Il focus sarà sulle aspettative di inflazione che a maggio erano scese a 4,2% sull'orizzonte a 1 anno, ma erano salite a 3,1% (massimo da giugno 2022) su quello a 5 anni.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (12 – 16 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso	Intesa Sanpaolo
Mar 13/6	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	mag	prel -0.2	%	-0.2	-0.2
	08:00	GER	CPI m/m finale	*	mag	prel -0.1	%	-0.1	-0.1
	08:00	GER	CPI a/a finale		mag	prel 6.1	%	6.1	6.1
	08:00	GER	IPCA a/a finale		mag	prel 6.3	%	6.3	6.3
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		apr	3.9	%	4.0	
	08:00	GB	Retribuzioni medie		apr	5.8	%		
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		mag	prel 2.9	%	2.9	2.9
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		giu	-34.8		-40.0	-35.0
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	giu	-10.7		-13.0	-13.0
	14:30	USA	CPI m/m	*	mag	0.4	%	0.3	0.3
	14:30	USA	CPI a/a		mag	4.9	%		4.1
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	mag	0.4	%	0.4	0.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		mag	5.5	%		5.3
	Mer 14/6	08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	apr	0.7	%	
08:00		GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		apr	-16.4	Mld £		
08:00		GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		apr	-5.5	Mld £		
11:00		EUR	Produzione industriale m/m	**	apr	-4.1	%	1.2	0.9
14:30		USA	PPI m/m		mag	0.2	%	0.2	
14:30		USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	mag	0.2	%		
Gio 15/6	01:50	GIA	Bilancia commerciale		mag	-432,3 (-432.4)	Mld ¥ JP	-1331.9	
	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		apr	-3.9	%	3.0	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	mag	18.4	%	13.9	
	04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	mag	4.7	%	4.4	
	04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		mag	8.5	%		
	04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		mag	3.6	%		
	04:00	CN	Produzione industriale a/a		mag	5.6	%	4.1	
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	mag	0.6	%		
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	mag	prel -0.1	%	-0.1	-0.1
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		mag	prel 6.0	%	6.0	6.0
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	261	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.757	Mln		
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		mag	0.4	%		
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	giu	-31.8			-15.5
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	mag	0.4	%		-0.3
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	mag	0.4	%		0.3
	14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	giu	-10.4			-9.5
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		mag	79.7	%	79.7	
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		mag	0.5	%	0.1	0.1
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		apr	-0.1	%		
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		apr	133.3	Mld \$			
Ven 16/6	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	mag	prel 0.3	%		0.3
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		mag	prel 8.1	%	8.1	8.1
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	mag	prel 0.3	%	0.3	0.3
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		mag	prel 7.6	%	7.6	7.6
	11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T1	5.7	%		5.9
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		apr	7.5	Mld €		
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		apr	-0.9	Mld €		
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	mag	prel 0.0	%	0.3	0.0
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		mag	prel 6.9	%	6.9	6.9
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	mag	prel 6.1	%	6.1	6.1
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		giu	59.2			61.5	

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 (12 – 16 giugno)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	12/6	16:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
Mar	13/6	16:00	GB	* Audizione di Bailey (BoE) alla Camera dei Lord
Mer	14/6	20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds fermo a 5,00% - 5,25%)
		20:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	15/6	14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate +25pb a 4,00%, depo rate +25pb a +3,50%)
		14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
		17:35	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
		18:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
			EUR	* Riunione Eurogruppo
Ven	16/6	10:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		12:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
			UE	* Riunione Ecofin
			POR	Discorso di Centeno (BCE)
			GIA	** Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a 0%)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Composito finale	mag	54.5			54.3
Markit PMI Servizi finale	mag	55.1			54.9
Ordinativi industriali m/m	apr	0.6 (0.9)	%	0.8	0.4
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	apr	1.1	%		1.1
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	apr	-0.2	%		-0.3
Indice ISM non manifatturiero composito	mag	51.9		52.2	50.3
Bilancia commerciale	apr	-60.6 (-64.2)	Mld \$	-75.2	-74.6
Richieste di sussidio	settim	233 (232)	x1000	235	261
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.794 (1.795)	Mln	1.800	1.757

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il deficit della **bilancia commerciale** di aprile ha mostrato un significativo ampliamento, a -74,6 mld di dollari, da -60,6 mld di marzo (rivisto da -65 mld). Le esportazioni hanno registrato una contrazione di -5,3% m/m per i beni e un incremento di 0,2% m/m per i servizi. Dal lato delle importazioni, i beni in entrata sono in aumento di 2% m/m, mentre l'import di servizi è calato di -0,6% m/m. La stima GDPNow dell'Atlanta Fed vede un contributo del canale estero di -0,73pp e una crescita del PIL di 2,2% t/t ann. nel 2° trimestre.

Le richieste di **nuovi sussidi di disoccupazione** al 3 giugno sono salite a 261 mila, da 233 mila della settimana precedente, toccando il massimo da ottobre 2021. I sussidi erano rimasti circa stabili nei mesi scorsi, fra 230 e 250 mila, dopo l'eliminazione di un apparente trend oltre 260 mila associato a frodi in Massachusetts. Il rialzo di inizio giugno andrà confermato, poiché potrebbe essere legato a problemi di destagionalizzazione intorno a Memorial Day. I sussidi esistenti al 27 maggio invece hanno corretto marginalmente, calando a 1,757 mln.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	apr	-1.9	%	-2.3	-4.4
PIL t/t, ann. finale	T1	1.6	%	1.9	2.7
PIL t/t finale	T1	0.4	%	0.5	0.7

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

La stima finale del **PIL del 2° trimestre** è stata rivista ampiamente verso l'alto, con una variazione di 0,7% t/t (2,7% t/t ann.), da 0,4% t/t (2,1% t/t ann.), sulla scia di un'accelerazione della domanda domestica, in aumento di 1% t/t (da 0,7% t/t). La revisione è dovuta a consumi e investimenti più sostenuti (0,6% t/t e 1,4% t/t, rispettivamente). Il canale estero resta negativo, con le esportazioni in calo di -4,2% t/t e le importazioni in flessione di -2,3% t/t. La crescita dovrebbe rallentare nella parte centrale dell'anno, ma restare positiva e sempre superiore al tasso potenziale, grazie anche agli ampi aumenti salariali negoziati con i rinnovi contrattuali della primavera.

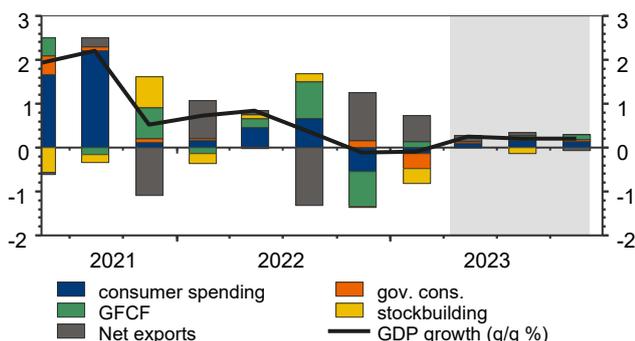
Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	PMI servizi finale	mag	55.9	55.9	55.1	
EUR	PMI composito finale	mag	53.3	53.3	52.8	
EUR	PPI a/a	apr	+5.5 (5.9)	%	1.4	+1.0
EUR	Vendite al dettaglio m/m	apr	-0.4 (-1.2)	%	0.2	0.0
EUR	PIL t/t finale	T1	0.1	%	0.0	-0.1
EUR	PIL a/a finale	T1	1.3	%	1.2	1.0
EUR	Occupazione t/t	T1	0.6	%	0.6	0.6
FRA	PMI servizi finale	mag	52.8	52.8	52.5	
GER	Bilancia commerciale destag.	apr	14.9 (16.7)	Mld €	16.0	+18.4
GER	PMI servizi finale	mag	57.8	57.8	57.2	
GER	Ordini all'industria m/m	apr	-10.9 (-10.7)	%	3.0	-0.4
GER	Produzione industriale m/m	apr	-2.1 (-3.4)	%	0.6	+0.3
ITA	PMI servizi	mag	57.6	57.0	54.0	
ITA	Vendite al dettaglio a/a	apr	5.80	%		+3.2
ITA	Produzione industriale m/m	apr	-0.6	%	0.1	-1.9
SPA	Produzione industriale a/a	apr	4.1 (4.5)	%	1.5	-0.9

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

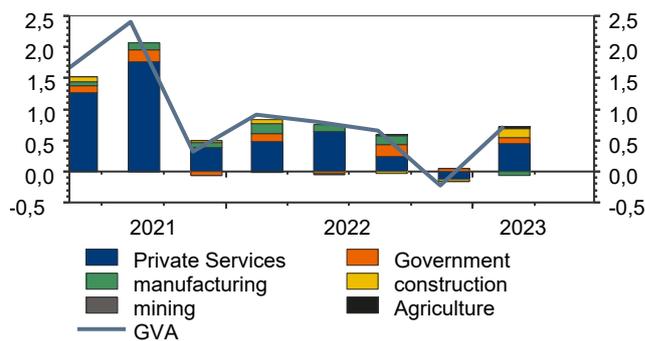
Area euro. Il PIL del 1° trimestre è stato rivisto al ribasso di due decimi, risultando ora in contrazione di -0,1% su base congiunturale (+1% a/a dall'1,3% della stima preliminare); la revisione è dovuta alle correzioni al ribasso dei dati tedesco e irlandese comunicate la scorsa settimana. Lo spaccato delle componenti conferma che è stata la domanda interna, sia per consumi privati che pubblici (in calo rispettivamente di -0,3% e -1,6% t/t), a frenare la crescita, nonostante il rimbalzo degli investimenti fissi (+0,6%) dopo l'ampio calo di fine 2022. Anche le scorte hanno fornito un apporto negativo. Il contributo del canale estero è rimasto positivo grazie alla forte riduzione dell'import a fronte di una sostanziale stagnazione dell'export (-1,3% contro -0,1% t/t). Dal lato dell'offerta, l'industria ha frenato la crescita del valore aggiunto a fronte di un apporto positivo di costruzioni e servizi. Dopo due trimestri di modesta contrazione la crescita del PIL dovrebbe tornare positiva già nel trimestre in corso (la tenuta dei servizi dovrebbe compensare il freno industriale) intorno a 0,3% t/t per restare su ritmi di espansione congiunturale intorno a 0,2% nel 2° semestre; per l'intero 2023 stimiamo una crescita a 0,6%.

Il calo dei consumi ha frenato il PIL a cavallo d'anno, la crescita dovrebbe tornare positiva dal 2° trimestre



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

Servizi e costruzioni hanno sostenuto la crescita del valore aggiunto, negativo l'apporto della manifattura

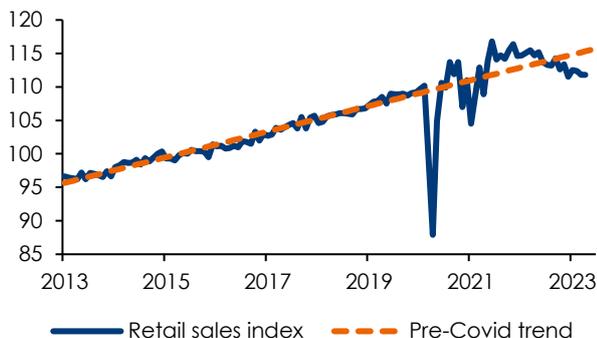


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Area euro. Le vendite al dettaglio ad aprile sono risultate stabili dopo due mesi di calo (-0,4% m/m a marzo, rivisto da -1,2%), e in flessione di -2,6% a/a da -3,3% precedente. Gli acquisti di prodotti alimentari sono calati per il terzo mese (-0,5% m/m da -0,8%), penalizzati dagli elevati prezzi, mentre sono tornati a crescere i beni non alimentari al netto dei carburanti (0,5% m/m da -0,9%). Il dato conferma il quadro di debolezza dei consumi di beni in atto dallo scorso anno: la

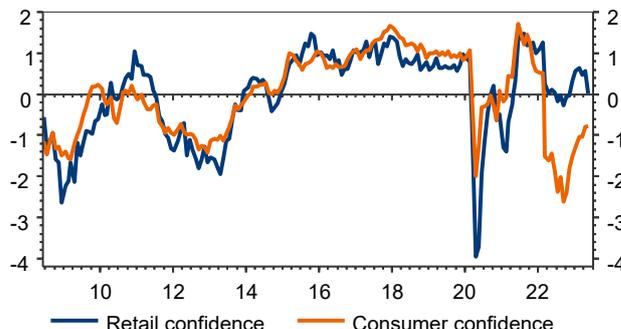
fiducia delle famiglie ancora ben al di sotto della media storica e il recente calo del morale nel commercio al dettaglio non offrono indicazioni incoraggianti per una ripresa degli acquisti nel breve termine.

Le vendite al dettaglio sono tornate sotto al trend pre-pandemico



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

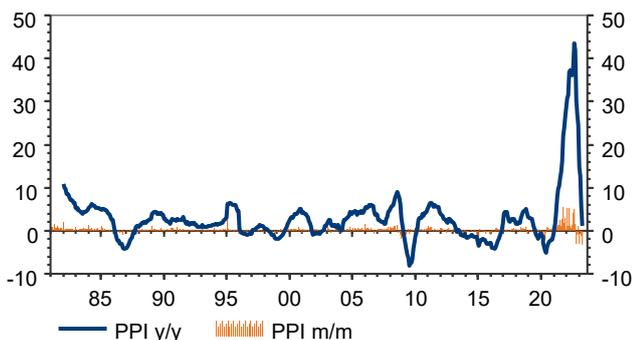
Le indagini non offrono significativi segnali di riaccelerazione per le vendite al dettaglio



Fonte: Intesa Sanpaolo, Commissione UE

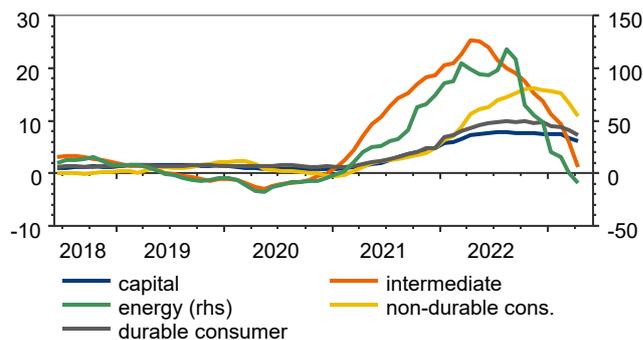
Area euro. Il PPI è calato per il quarto mese ad aprile, di -3,2% m/m dal -1,3% m/m di marzo (rivisto da -1,6%). Come nei mesi precedenti, la flessione è guidata dall'energia (-10,1% m/m) e, in misura minore, dai beni intermedi (-0,6% m/m), mentre prosegue la crescita dei prezzi per gli altri principali comparti, seppur su ritmi più moderati che nei mesi precedenti. Su base tendenziale, l'indice dei prezzi alla produzione si attesta a 1% a/a dal 5,5% di marzo, segnando un minimo da gennaio 2021. Nei prossimi mesi l'effetto dei minori costi di materie prime ed energia e il deciso rallentamento della domanda dovrebbero iniziare a trasferirsi anche sui prezzi di produzione dei beni strumentali e di consumo.

PPI in fase di normalizzazione



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Al netto di energia e beni intermedi le pressioni a monte delle filiere produttive si attenuano ma restano sostenute

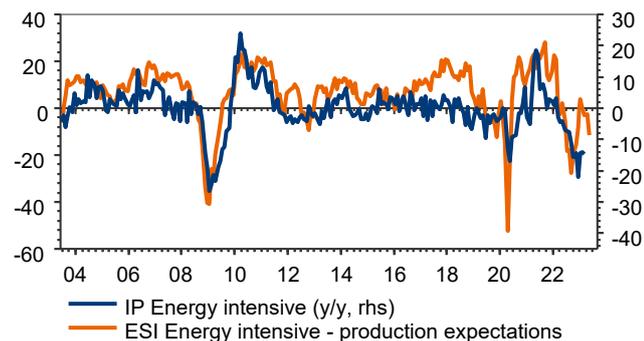


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Germania. La **produzione industriale** ha registrato un rimbalzo solo parziale, di 0,3% m/m (sotto le attese di consenso e circa in linea con la nostra stima), dopo il calo di -2,1% m/m di marzo (dato rivisto al rialzo da -3,4%). Rispetto a un anno fa, l'output risulta in aumento di 1,6%. Il principale contributo è venuto dalle costruzioni, che sono cresciute del 2% m/m dopo il calo di marzo (-2,9% m/m). Registrano un aumento anche i prodotti farmaceutici (6,4% m/m), mentre cala la produzione di autoveicoli (-0,8% m/m). Il manifatturiero ha visto una quasi stagnazione (0,1% m/m), in quanto la crescita per i beni di consumo (1,5% m/m) è stata compensata dal calo sia per i beni capitali (-0,3% m/m) che per quelli intermedi (-0,2% m/m); il settore energetico ha subito una flessione di -1,5% m/m. I settori energivori hanno registrato una contrazione di -1,1% m/m

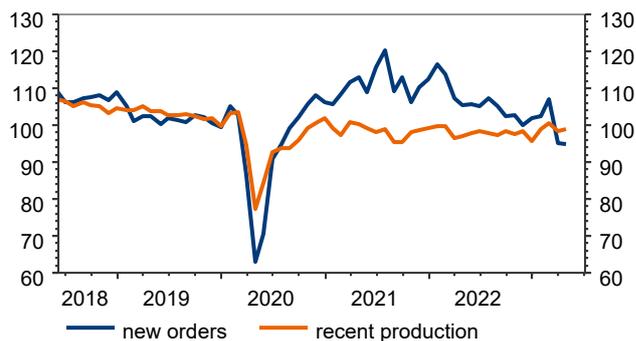
(-12,9% a/a). Le prospettive per il resto dell'anno rimangono negative. La spinta che l'industria tedesca ha ricevuto dall'allentamento delle strozzature all'offerta e dal calo dei prezzi del gas nei mesi iniziali del nuovo anno sembra essersi già esaurita ed è probabile che la produzione sarà penalizzata dalla debolezza della domanda, a causa della diminuzione sia degli ordini arretrati che dei nuovi. Ad ogni modo, il nostro scenario centrale prevede una crescita del PIL tedesco intorno allo 0,2% t/t sino a fine anno.

Non emergono segnali di recupero dell'output nei settori più energivori



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

Nei prossimi mesi la produzione sarà penalizzata dalla debolezza della domanda



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

Germania. Gli **ordini all'industria** sono calati nuovamente in aprile, di -0,4% m/m dopo il crollo di -10,9% m/m di marzo; se escludiamo gli ordini su larga scala, tuttavia, il dato risulta in crescita di 1,4% m/m. Gli ordinativi restano in ampio calo su base annua (-9,9%). La flessione nel mese ha riguardato solo il mercato estero (-1,8% m/m), principalmente per effetto del calo delle commesse dall'UE, mentre gli ordini domestici sono aumentati di 1,6% m/m. Si registra una contrazione per i beni di consumo (-2,5% m/m) e i beni capitali (-1,7% m/m), mentre i beni intermedi sono cresciuti di 2,3% m/m. Lo spaccato settoriale è misto: al crollo nella costruzione di mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli (-34% m/m) si contrappone un balzo nella produzione di apparecchiature elettriche (+12% m/m). Il fatturato manifatturiero in termini reali è calato di -1,2% m/m, ma resta superiore del 2,9% rispetto ai livelli di un anno prima.

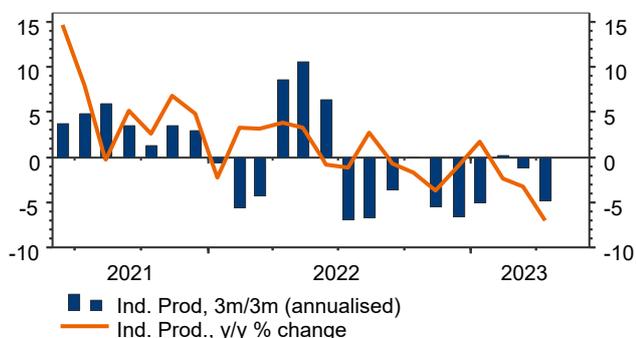
Germania. I dati sul **commercio estero** di aprile hanno mostrato una crescita dell'export (+1,2% m/m) e una flessione per l'import (-1,7% m/m). Nel mese sono aumentate le esportazioni verso i Paesi UE (+4,5% m/m), mentre sono calate quelle extra-UE (-2,4% m/m); di contro, le importazioni hanno registrato una flessione sia dai paesi appartenenti all'Unione Europea (-0,4% m/m) che, in maggior misura, da quelli extra-UE (-3% m/m). L'avanzo commerciale destagionalizzato è salito a 18,4 miliardi di euro dai 14,9 miliardi di marzo, un massimo da oltre due anni.

Italia. La marcata flessione di -1,9% m/m registrata in aprile dalla **produzione industriale** è particolarmente deludente in quanto, dopo tre mesi di calo, era lecito attendersi un rimbalzo, per quanto modesto, dell'output. La quarta contrazione congiunturale lascia l'indice destagionalizzato della produzione industriale più del 3% al di sotto dei livelli di fine 2022 e al livello più basso da dicembre 2020. La variazione annua e corretta per i giorni lavorativi affonda al -7,2% da un precedente -3,2%, un minimo da luglio 2020. Lo spaccato del dato mostra una debolezza diffusa a tutti i principali comparti. La produzione di beni intermedi è in calo (per l'ottavo mese) del -2,6% m/m mentre i beni strumentali cedono il -2,1% m/m dopo il progresso di 0,7% di marzo. In diminuzione anche l'output di beni di consumo (-0,4% m/m da -1,5%) e di energia (-0,3% m/m da -1,7%). Nel solo settore manifatturiero la flessione è ancora più pronunciata (-2,1% m/m). Inoltre, escludendo le volatili raffinazione e farmaceutica (in rialzo rispettivamente di 2% m/m e 1,3% m/m), tutti gli altri settori registrano una diminuzione dell'output.

I più penalizzati sono la fabbricazione di apparecchiature elettriche (-3,8% m/m), la metallurgia (-3,4% m/m) e i mezzi di trasporto (-2,9% m/m).

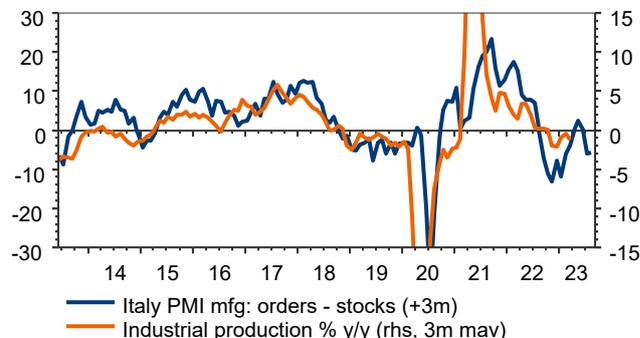
I dati mostrano un quadro piuttosto negativo per la manifattura italiana e, anche ipotizzando un fisiologico rimbalzo nei prossimi due mesi, il settore peserà negativamente sulla crescita del PIL nel 2° trimestre. Anche gli indicatori anticipatori non offrono segnali particolarmente incoraggianti, con un calo degli ordini ed un aumento delle scorte di prodotti finiti in un contesto di debole domanda di beni industriali. Al momento l'espansione nei servizi dovrebbe riuscire a compensare la frenata industriale ma, dopo un inizio d'anno migliore delle attese, ci aspettiamo un deciso rallentamento della crescita del PIL già dal 2° trimestre e ritmi di espansione non particolarmente brillanti nella seconda metà dell'anno, quando gli effetti della restrizione monetaria e il rallentamento del ciclo globale continueranno a frenare l'attività.

L'industria contribuirà negativamente alla crescita del valore aggiunto nel 2° trimestre, in misura più marcata rispetto al 1°



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le indagini sono coerenti con un contesto di domanda in deterioramento

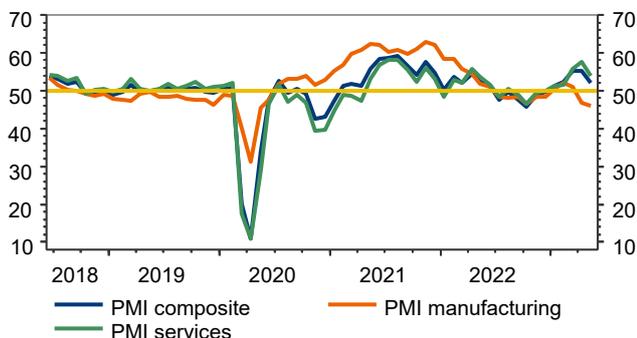


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Italia. Il **PMI Servizi** è calato più delle attese in maggio: 54 da 57,6 (che rappresentava un massimo da quasi due anni). L'indagine riporta un rallentamento del ritmo di espansione dell'attività, che rimane comunque sostenuta, a fronte di una correzione delle aspettative, anch'esse ancora ottimistiche. Rispetto ad aprile tornano a crescere lievemente le commesse inevase, un segnale incoraggiante per la tenuta del settore anche nei prossimi mesi, mentre restano ampiamente espansive le intenzioni di assunzione. Decelera infine la crescita dei prezzi, pagati e ricevuti, ma rimane su ritmi superiori alla media. Nonostante la correzione, le indagini confermano che i servizi per ora sono in grado di compensare la debolezza del manifatturiero, consentendo all'indice Composito di rimanere al di sopra della soglia di invarianza (52 da 55,3 di aprile).

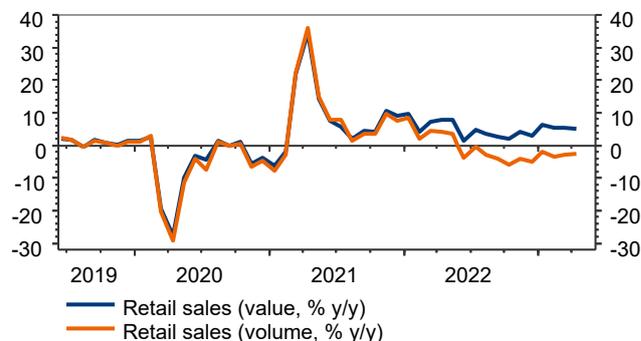
Italia. Le **vendite al dettaglio** ad aprile sono aumentate di 0,2% m/m in valore (3,2% a/a da 5,8% di marzo) dopo la stagnazione di marzo, ma sono calate di -0,2% m/m in volume (-4,8% a/a da -2,9% del mese precedente), al terzo mese di calo. La crescita mensile in valore è spiegata dagli alimentari (+0,9% m/m, primo rialzo da gennaio), mentre in volume prevale la flessione dei beni non alimentari (-0,7% m/m). Su base tendenziale, si registra un progresso per grande distribuzione (+7,2%; da notare il +9,2% dei discount di alimentari) e commercio elettronico (+2,7%), a fronte di un calo per le imprese operanti su piccole superfici e per quelle che effettuano vendite al di fuori dei negozi. Il dettaglio per settore merceologico mostra un ampio progresso per profumeria e cura della persona (+7,9% a/a), a fronte di una contrazione significativa per i farmaceutici (-3,2% a/a).

Al momento la ripresa dei servizi compensa la frenata manifatturiera



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Resta ampia la divergenza tra i dati espressi in valore e in volume



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	mag	56.4		57.1
Esportazioni in USD a/a	mag	8.5	%	-0.4
Importazioni in USD a/a	mag	-7.9	%	-8.0
Bilancia commerciale USD	mag	90.21	Mld \$	92.00
Riserve in valuta estera	mag	3.205	1000Mld \$	3.181
CPI m/m	mag	-0.1	%	-0.1
CPI a/a	mag	0.1	%	0.3
PPI a/a	mag	-3.6	%	-4.3
M2 a/a	mag	12.4	%	12.1
Nuovi prestiti bancari (flusso)	mag	718.8	Mld ¥ CN	1600.0
Finanza sociale aggregata (flusso)	mag	1220.00	Mld ¥ CN	2000.00

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **PMI dei servizi rilevato da Caixin** è salito da 56,4 in aprile a 57,1 in maggio, contrariamente alle attese, posizionate per un calo a 55,1 (consenso Bloomberg), e al PMI rilevato dal NBS (sceso da 55,1 in aprile a 53,8 in maggio). L'aumento è stato trainato dalla componente dei prezzi di vendita, salita da 50,3 in aprile a 51,4 in maggio, il livello più alto da marzo 2022, e degli ordini. Le imprese hanno riportato migliori condizioni di mercato e un aumento dei clienti, e hanno continuato ad assumere personale, sia pure a un ritmo inferiore ai mesi precedenti, per far fronte a un incremento degli ordini inevasi. Le aziende sono rimaste ottimiste sulle prospettive future, anche se le aspettative si sono ridimensionate rispetto al picco di gennaio, e a maggio sono calate per il quarto mese consecutivo. L'aumento del PMI dei servizi e, in misura minore, dell'analogo indice nel manifatturiero, hanno fatto salire il **PMI composito** da 53,6 in aprile a 55,6 in maggio.

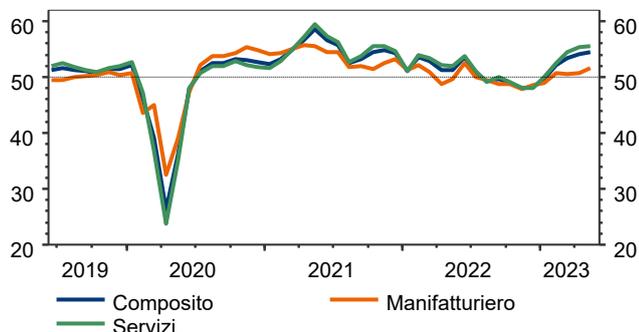
La dinamica tendenziale del **commercio estero** è stata negativa nel mese di maggio, ma migliore per l'import che per l'export. Infatti, le **esportazioni** in dollari, dopo essere salite dell'8,5% a/a in aprile, sono scese di -7,5% a/a in maggio, molto più delle attese (consenso Bloomberg: -1,8% a/a). Le esportazioni verso gli USA si sono ulteriormente contratte (-18,5% a/a in maggio da -6,5% a/a in aprile), così come quelle verso l'area euro 3 (Italia, Francia Germania: -9,6% a/a in maggio da -0,3% a/a in aprile); anche la dinamica dell'export verso l'area ASEAN-6 e verso il Giappone è stata negativa (-16,4% a/a e -13,3% a/a rispettivamente). Il calo delle **importazioni** (-4,5% a/a) è stato inferiore rispetto ad aprile (-7,5% a/a), ma superiore alle attese (consenso Bloomberg: -8% a/a), e guidato principalmente dalla contrazione delle importazioni dal Giappone (-13,7% a/a), dagli Stati Uniti (-9,9% a/a) e, in misura minore, dall'area ASEAN-6 (-4,2% a/a), mentre le importazioni dall'area euro 3 (Italia, Francia, Germania) hanno registrato un

aumento del 4,3% a/a. I pochi dati merceologici pubblicati segnalano la prosecuzione della contrazione delle esportazioni di prodotti high-tech (-13,9% a/a). Le importazioni in volume registrano invece un aumento tendenziale degli acquisti di prodotti petroliferi, cereali e medicinali, mentre resta ancora in contrazione tendenziale l'import di circuiti elettronici.

L'**inflazione dei prezzi al consumo** è lievemente salita da un minimo di 0,1% a/a in aprile a 0,2% a/a in maggio, in linea con le attese di consenso, registrando un calo per il quarto mese consecutivo (-0,2% m/m). L'inflazione totale è mantenuta bassa dalla deflazione del comparto dei trasporti (da -3,3% a/a in aprile a -3,9% a/a in maggio) e da quella delle spese per l'abitazione (-0,2% a/a), nonché dal rallentamento dell'inflazione dei beni e servizi vari e delle spese per la cultura e l'intrattenimento. Al contrario, la dinamica tendenziale dell'inflazione nel comparto degli alimentari è risalita, da 0,4% a/a in aprile a 1% a/a in maggio, ma esclusivamente a causa di un effetto base sfavorevole. L'**inflazione core** è marginalmente diminuita, da 0,7% a/a in aprile a 0,6% a/a in maggio, guidata per lo più dal rallentamento nel comparto dei servizi (da 1% a/a in aprile a 0,9% a/a in maggio). La deflazione dei **prezzi alla produzione** si è accentuata, passando da -4,3% a/a in aprile a -4,6% a/a in maggio (consenso Bloomberg -4,3% a/a), registrando un calo dello 0,9% m/m. La deflazione è guidata dai beni alla produzione, in particolare del settore minerario ed estrattivo (-11,5% in maggio da -8,5% in aprile) e dalle materie prime (-7,7% a/a in maggio). Il miglioramento atteso nel mercato del lavoro nei prossimi mesi dovrebbe alimentare un aumento dell'inflazione dei servizi e, in misura minore, dei beni non alimentari, tuttavia dati inferiori alle nostre attese nella prima metà dell'anno abbassano il profilo per la seconda metà e mantengono bassa la media annua, puntando ad una revisione al ribasso della nostra previsione annua per il 2023 al di sotto dell'1,5% a/a.

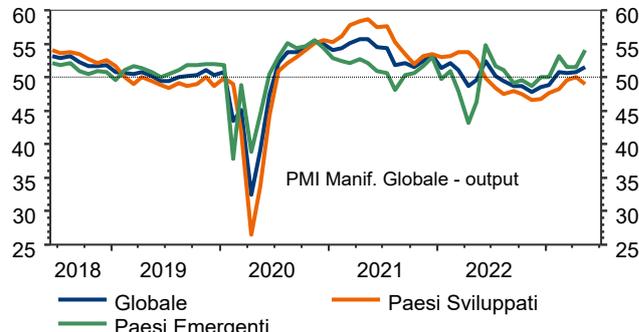
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



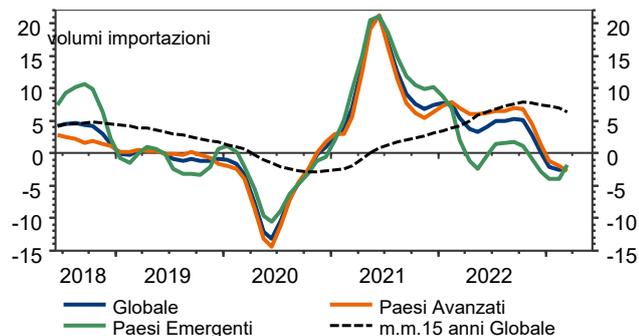
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



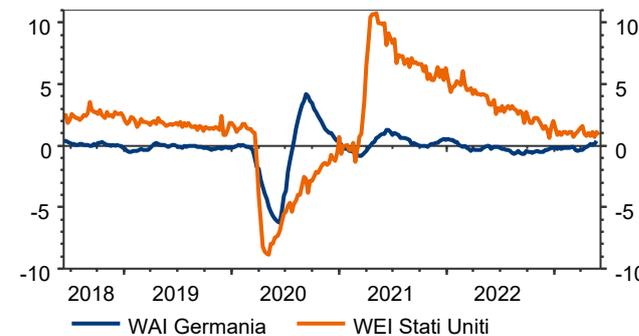
Fonte: S&P Global

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



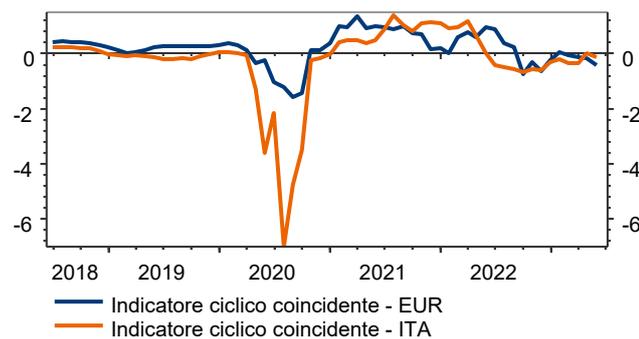
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



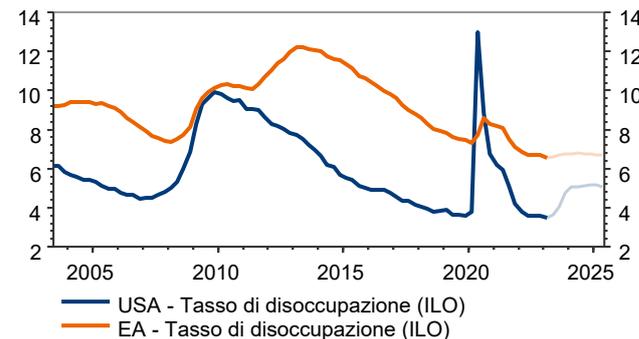
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

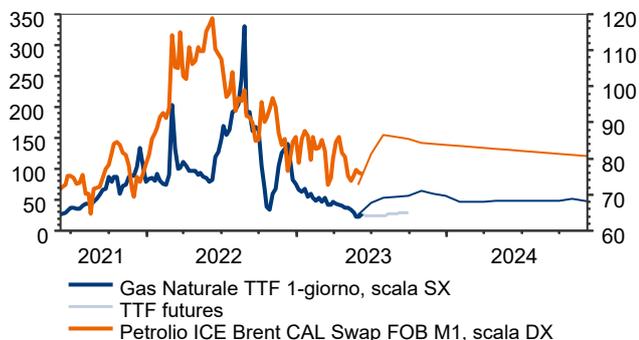
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

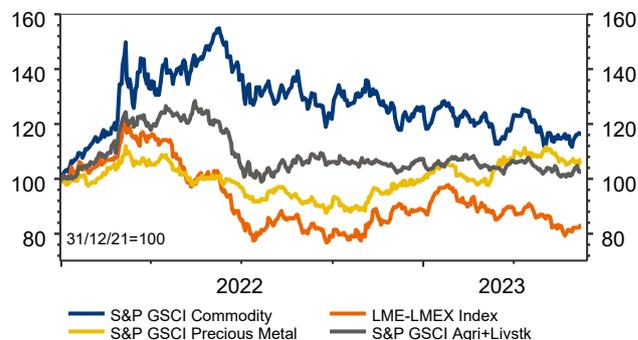
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



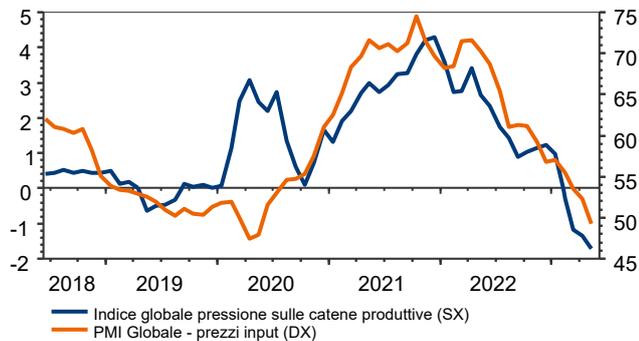
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



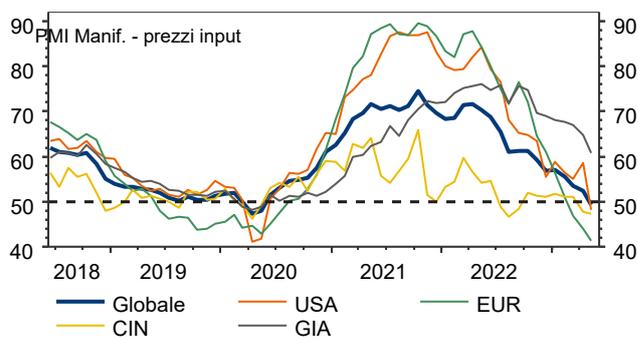
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



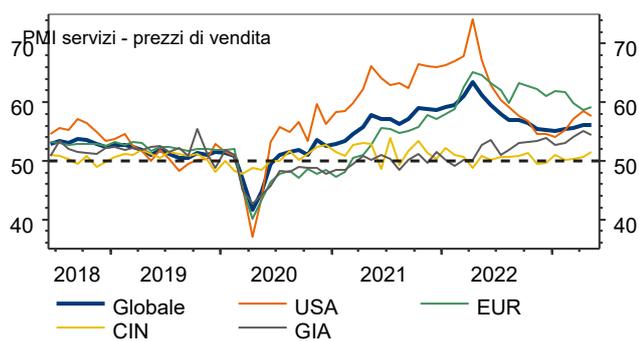
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



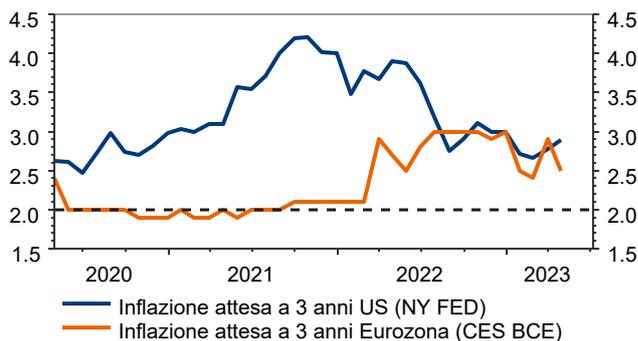
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

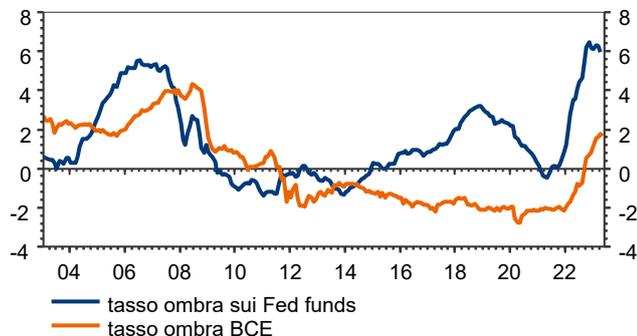
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

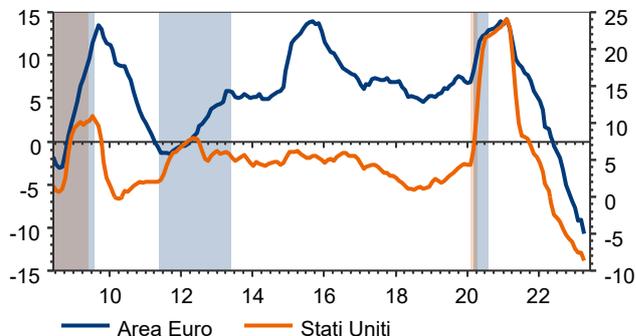
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



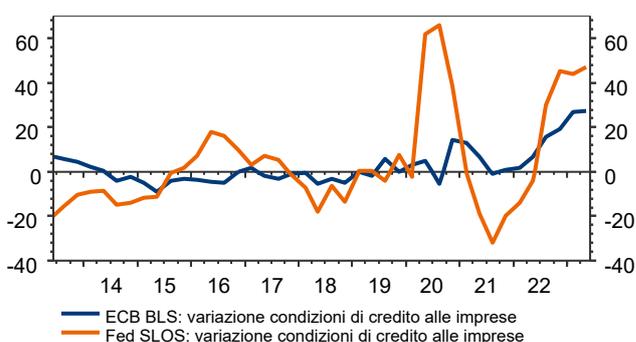
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



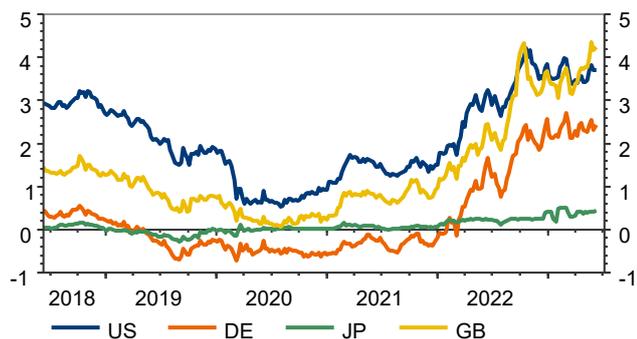
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



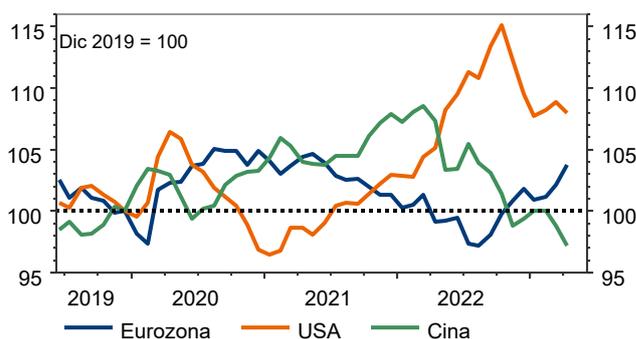
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

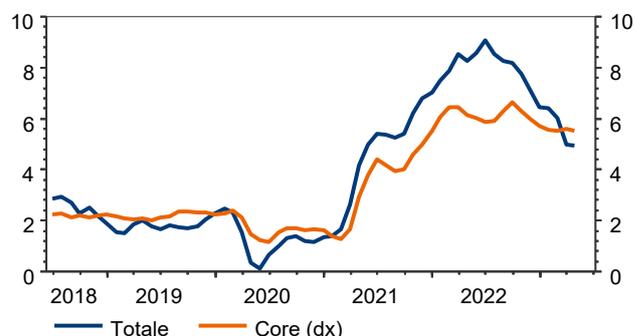
Stati Uniti

Indagini ISM



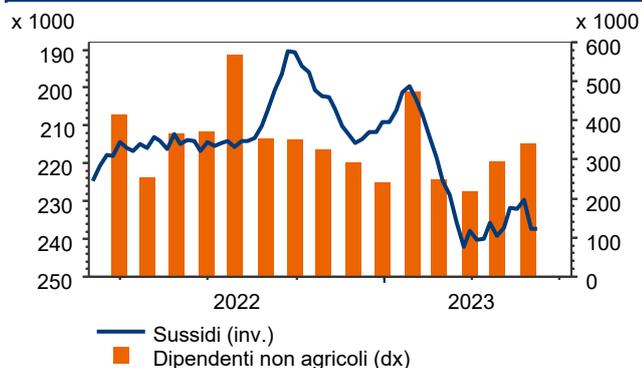
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



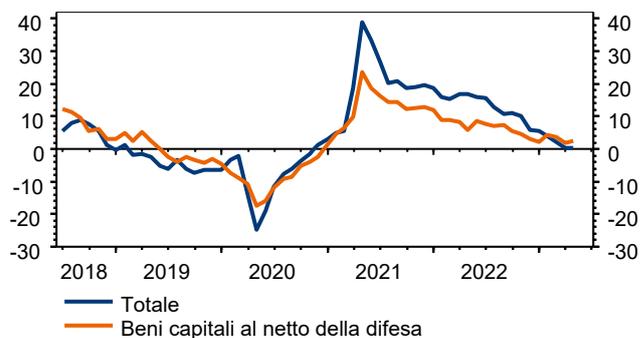
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

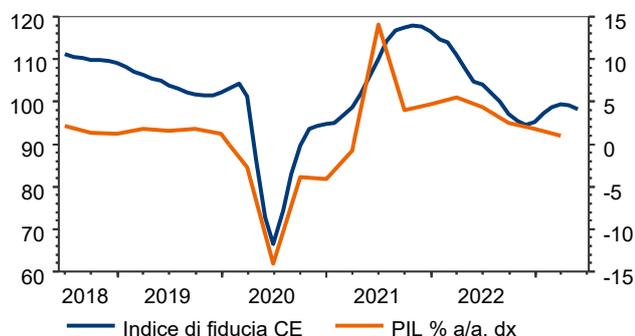
Previsioni

	2022	2023	2024								
				2022	2023			2024			
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.4	0.8	1.8	1.9	0.9	1.6	2.2	1.5	0.5	0.2
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.2	2.6	1.3	1.7	0.4	-1.6	0.1
Consumi privati	2.7	1.9	0.8	2.0	2.3	1.0	3.8	1.8	0.8	-1.2	0.2
IFL - privati non residenziali	3.9	2.4	1.2	0.1	6.2	4.0	1.4	3.5	1.1	-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	2.9	0.6	-1.6	3.7	3.8	5.2	2.1	1.1	0.8	0.3
Esportazioni	7.1	3.3	3.6	13.8	14.6	-3.7	5.2	-1.1	2.5	2.1	3.1
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	-0.6	0.0	-2.1	-1.4	2.0	-2.6	0.5	-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	2.4	8.6	8.3	7.1	5.8	4.0	3.2	2.8	2.5
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	3.8	4.4	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	3.9	4.1	4.3

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

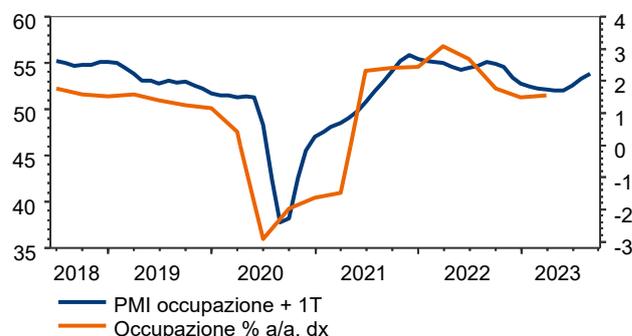
Area euro

PIL



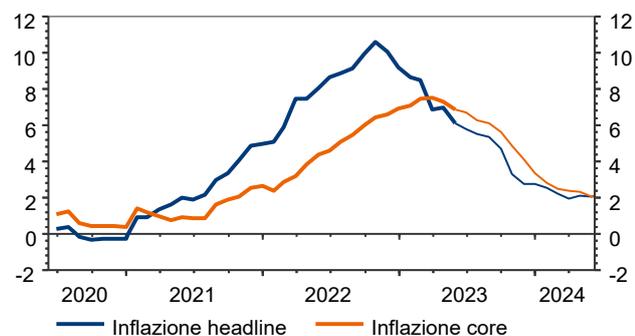
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2022	2023	2024
gennaio	5.1	8.6	2.5
febbraio	5.9	8.5	2.2
marzo	7.4	6.9	2.0
aprile	7.4	7.0	2.1
maggio	8.1	6.1	2.1
giugno	8.6	5.8	2.3
luglio	8.9	5.5	2.5
agosto	9.1	5.4	2.6
settembre	9.9	4.7	2.5
ottobre	10.6	3.3	2.5
novembre	10.1	2.8	2.5
dicembre	9.2	2.7	2.4

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

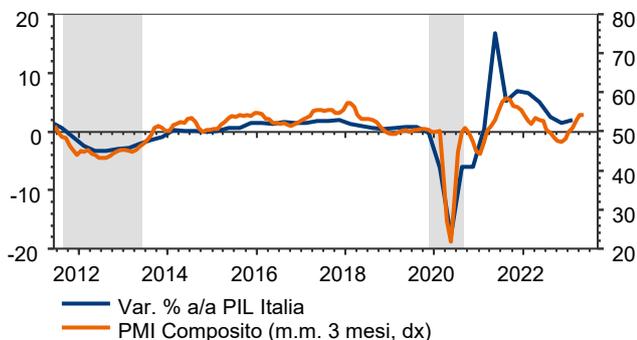
Previsioni

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
				T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.5	0.6	1.2	4.3	2.5	1.8
- t/t				0.8	0.4	-0.1
Consumi privati	4.5	0.1	1.4	0.9	1.3	-1.0
Investimenti fissi	3.8	0.5	2.6	1.0	4.0	-3.6
Consumi pubblici	1.4	-0.8	0.5	-0.1	0.0	0.8
Esportazioni	7.3	1.4	1.8	1.8	1.2	-0.3
Importazioni	8.4	-0.3	1.5	1.8	4.1	-2.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.2	0.0
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.7	1.8			
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-2.7			
Debito pubblico (% PIL)	91.6	89.3	90.4			
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.6	2.4	8.0	9.3	10.0
Produzione industriale (a/a)	2.2	-1.1	1.5	2.0	3.3	2.1
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7
Euribor 3 mesi	0.34	3.49	3.91	-0.36	0.48	1.77
				2.63	3.34	3.89
					4.11	4.07

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

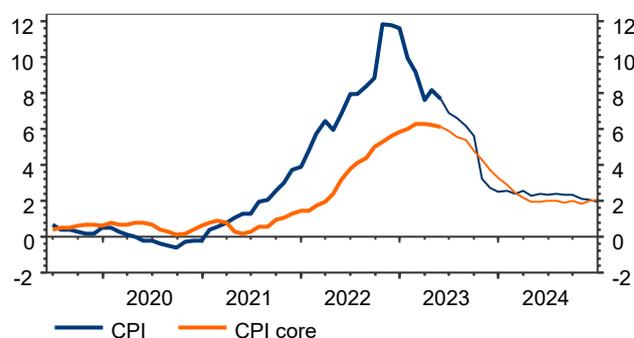
Italia

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	121.8	119.7	118.8	118.8	8.1	7.6	7.4	7.4
giu-23	122.4	120.2	119.3	119.3	7.3	6.9	6.6	6.6
lug-23	120.7	120.4	119.5	119.5	7.0	6.6	6.4	6.4
ago-23	121.3	120.9	119.9	119.9	6.6	6.2	5.9	5.9
set-23	122.6	120.6	119.6	119.6	6.0	5.6	5.4	5.4
ott-23	124.3	121.9	120.8	120.8	3.6	3.2	3.2	3.1
nov-23	124.4	121.9	120.8	120.8	2.9	2.7	2.6	2.5
dic-23	124.4	122.0	121.0	121.0	2.7	2.5	2.5	2.4

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	122.5	122.1	121.0	121.0	2.7	2.5	2.4	2.3
feb-24	122.4	122.2	121.1	121.0	2.5	2.4	2.3	2.1
mar-24	123.5	121.8	120.8	120.7	2.7	2.6	2.4	2.3
apr-24	124.3	122.0	120.9	120.8	2.4	2.3	2.1	2.0
mag-24	124.9	122.6	121.4	121.3	2.5	2.4	2.2	2.1
giu-24	125.5	123.1	121.9	121.8	2.5	2.3	2.2	2.1
lug-24	123.8	123.3	122.1	122.0	2.5	2.4	2.2	2.1
ago-24	124.3	123.7	122.5	122.4	2.4	2.3	2.2	2.1
set-24	125.6	123.4	122.3	122.2	2.5	2.4	2.3	2.2
ott-24	127.1	124.5	123.2	123.1	2.2	2.1	2.0	1.9
nov-24	127.1	124.4	123.1	123.0	2.2	2.1	1.9	1.8
dic-24	127.0	124.4	123.1	123.0	2.1	2.0	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	1.2	1.3	5.0	2.5	1.5	1.9	1.0	0.8	1.1	0.9
- t/t				1.0	0.4	-0.1	0.6	0.1	0.2	0.2	0.4
Consumi privati	4.6	1.4	1.4	2.4	2.2	-1.7	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	9.7	2.3	2.1	1.0	0.0	1.5	0.8	0.0	0.0	0.2	0.6
Consumi pubblici	0.0	1.2	0.4	-1.3	-0.2	0.5	1.2	-0.1	0.2	0.1	0.0
Esportazioni	10.2	0.5	2.2	1.7	-0.2	2.1	-1.4	-0.2	0.2	0.5	0.7
Importazioni	12.5	-0.5	2.5	1.6	2.2	-2.4	-1.0	0.4	0.6	0.8	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.7	0.1	-0.4	-0.1	-0.9	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-4.9	-3.7								
Debito pubblico (% PIL)	144.4	140.7	140.6								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.7	2.4	7.4	8.9	12.5	9.5	8.0	6.5	3.1	2.6
Produzione industriale (a/a)	0.4	-2.0	1.1	2.1	0.3	-2.1	-1.3	-4.0	-2.5	-0.3	0.2
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	8.0	7.8	8.1	8.0	7.9	7.9	7.9	8.1	7.9	7.8
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.36	4.97	2.97	3.50	4.13	4.13	4.22	4.49	4.60	4.67

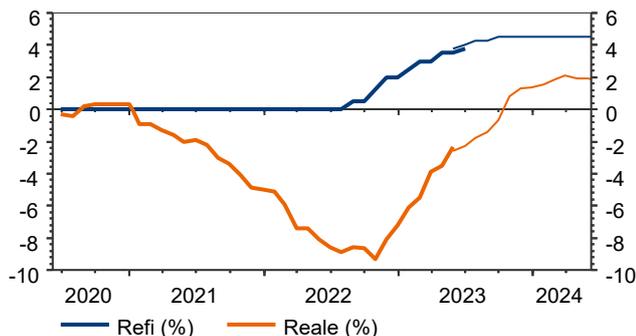
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	8/6	giu	set	dic	mar
Refi	1.25	2.50	3.50	3.75	4.00	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	0.68	1.88	2.92	3.29	3.21	3.86	4.02	4.02
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	3.47	3.48	4.02	4.11	4.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

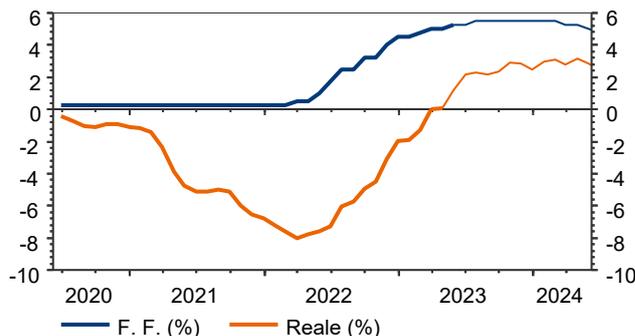


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	8/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	3.25	4.50	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.25
OIS 3m	3.66	4.61	4.93	5.25	5.23	5.49	5.49	5.31

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

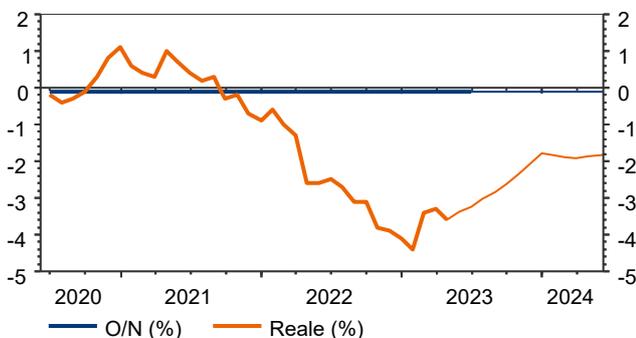


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	set	dic	mar	8/6	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

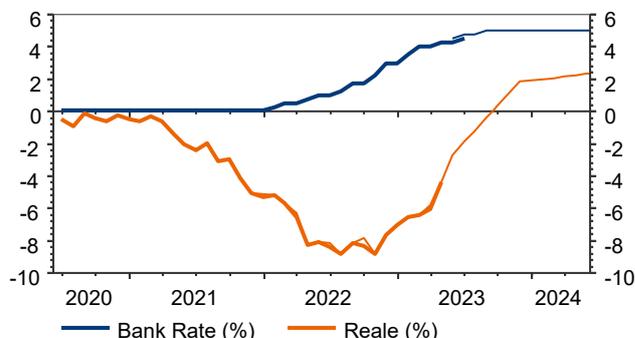


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	8/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	2.25	3.50	4.25	4.50	4.75	5.00	5.00	5.00
Libor GBP 3m	3.34	3.87	4.42	4.92	5.00	5.20	5.20	5.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	9/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.22	1.07	1.06	1.06	1.10	1.0762	1.09	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	110	134	137	136	135	139.61	134	130	125	120	118
GBP/USD	1.41	1.25	1.23	1.19	1.26	1.2540	1.25	1.26	1.27	1.28	1.28
EUR/CHF	1.09	1.05	0.99	0.99	0.98	0.9697	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	133	144	143	144	148	150.27	145	144	140	136	135
EUR/GBP	0.86	0.86	0.86	0.89	0.87	0.8580	0.86	0.87	0.88	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