

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

**Stati Uniti – Corsa contro il tempo per approvare il Fiscal Responsibility Act of 2023.** L'accordo negoziato da Biden e McCarthy è ora nelle mani del Congresso, che dovrà approvarlo e mandarlo alla firma del Presidente entro il 5 giugno. Il Tesoro ha specificato che da tale data non avrà fondi sufficienti per fare fronte a tutti i pagamenti in arrivo. Dopo il voto favorevole della Camera, il disegno di legge passa al Senato, dove sarà necessario un altro voto bipartisan e un ampio sostegno democratico. Rimane aperto il rischio di ostruzionismo e di tattiche dilatorie da parte dei repubblicani conservatori. Lo scenario centrale resta di approvazione della legge appena in tempo per evitare al Tesoro di essere inadempiente di fronte ai propri impegni finanziari.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana vedrà la pubblicazione dei primi dati reali riferiti al mese di aprile. La produzione industriale in Germania e Italia, nonché le vendite al dettaglio nel complesso dell'Eurozona, dovrebbero mostrare un recupero dopo la flessione del mese precedente, ma restare coerenti con un'attività economica ancora fiacca a inizio trimestre. Per effetto della contrazione registrata in Germania, ci aspettiamo che il PIL del 1° trimestre nell'area euro risulti stagnante anziché in crescita di un decimo come nella prima stima. I PMI servizi di maggio (seconda stima per l'Eurozona e prima lettura per l'Italia) dovrebbero confermare un rallentamento dell'attività rispetto al mese precedente, ma su ritmi ancora ampiamente espansivi.

Questa settimana l'agenda dei dati negli **Stati Uniti** è quasi vuota. L'ISM dei servizi di maggio dovrebbe essere poco variato, su livelli coerenti con una moderata espansione del settore. Il deficit della bilancia commerciale ad aprile dovrebbe mostrare un significativo ampliamento, spinto da un calo dell'export e da un aumento delle importazioni.

**1 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

## Il punto

**Stati Uniti – Corsa contro il tempo per approvare il Fiscal Responsibility Act of 2023.** L'accordo negoziato da Biden e McCarthy è ora nelle mani del Congresso, che dovrà approvarlo e mandarlo alla firma del Presidente entro il 5 giugno. Il Tesoro ha specificato che da tale data non avrà fondi sufficienti per fare fronte a tutti i pagamenti in arrivo. Dopo il voto favorevole della Camera, il disegno di legge passa al Senato, dove sarà necessario un altro voto bipartisan e un ampio sostegno democratico. Rimane aperto il rischio di ostruzionismo e di tattiche dilatorie da parte dei repubblicani conservatori. Lo scenario centrale resta di approvazione della legge appena in tempo per evitare al Tesoro di essere inadempiente di fronte ai propri impegni finanziari.

- L'accordo negoziato fra Biden e McCarthy è stato trascritto nel **Fiscal Responsibility Act of 2023 (FRA)**. Il disegno di legge alza il **limite del debito e lo sospende fino a gennaio 2025** e include diverse misure fiscali e amministrative. In attesa delle stime dettagliate del Congressional Budget Office, la previsione è che le misure fiscali abbiano effetti modesti sul sentiero dell'economia, con una riduzione della crescita attesa nel 2024-25 di circa 0,1-0,2 pp in ciascun anno.
- **Limiti alla spesa per il 2024 e il 2025.** Il FRA reintroduce limiti alla spesa imposti dal Budget Control Act del 2011, scaduti nel 2021. In base ai nuovi limiti, la spesa al netto della difesa sarebbe marginalmente ridotta nel 2024 e in rialzo dell'1% nel 2025. Invece la spesa per la difesa sarebbe in crescita di circa il 3%. Dopo il 2025, i vincoli alla crescita della spesa non sono più esecutivi.

### I livelli di spesa vincolati dal Fiscal Responsibility Act of 2023

Budget Authority	FY 2023	FY 2024	FY 2025
Baseline	1626	1700	1742
Fiscal Responsibility Act		1590	1606
- defense		886	895
- non defense		704	711
<b>Savings</b>		<b>110</b>	<b>136</b>

Nota: mld di dollari. Fonte: American Action Forum

- **Rescissione dei fondi appropriati per Covid e non spesi.** In questo modo verrebbero bloccate future spese per circa 27,1 mld, secondo la stima del CBO.
- **Riduzione dei fondi destinati al contrasto all'evasione.** Il FRA riduce di 21,4 mld i fondi allocati all'Internal Revenue Service per il contrasto all'evasione. Nel 2022 tali fondi erano stati aumentati di 80 mld. Secondo il CBO, l'effetto netto di questa misura sarebbe un aumento del deficit cumulato di 900 mld, per via della minore attività di controllo e recupero di imposte da parte dell'IRS.
- **Misure amministrative.** Il FRA interrompe la sospensione del servizio del **debito universitario** ora in vigore, 60 giorni dopo l'approvazione della legge. Inoltre, vengono modificati i requisiti di ricerca di lavoro e/o partecipazione a programmi di inserimento al lavoro per i **beneficiari dei Supplemental Nutritional Assistance Programs**, con maggiori vincoli per gli individui senza figli ma anche con un'espansione delle coorti che possono riceverli, fino al 2030. Infine, alcune riforme alle procedure di valutazione dei progetti energetici mirano a sveltire i **tempi di approvazione dei progetti**, che non potranno superare i due anni.
- Secondo il **Congressional Budget Office**, il FRA ridurrebbe il deficit cumulato del 2023-33 di 1500 miliardi di dollari. Il miglioramento del quadro fiscale deriverebbe per 1300 mld, dai limiti alla spesa discrezionale in atto dal 2024, per 10 mld da una riduzione della spesa programmatica per assistenza, per 188 mld da un risparmio degli interessi sul debito. Un punto cruciale nella valutazione degli effetti del FRA è che il disegno di legge prevede i limiti di spesa inderogabili per il 2024-25, da osservare anche eventualmente con sequestri di fondi,

mentre negli anni successivi non c'è un meccanismo di salvaguardia dei livelli di spesa indicati nella legge.

- **Il FRA si sta muovendo in Congresso**, con pochi giorni rimasti per approvare una legge che sospenda il limite e permetta al Tesoro di soddisfare tutti i suoi impegni finanziari. Yellen ha chiarito che il Tesoro dovrebbe essere in grado di effettuare i pagamenti in scadenza il 1° e il 2 giugno, per circa 130 mld, ma potrebbe non avere fondi per gli impegni del 5 giugno, pari a circa 96 mld.
  - Ieri, **la Camera ha approvato il FRA** con un'ampia maggioranza bipartisan (314-117), sostenuta in misura maggiore dai democratici (165) che dai repubblicani (149). Il passaggio del FRA con una prevalenza di voti democratici lascia un'ampia spaccatura nel partito repubblicano, ma per ora non ci sono segnali di rivolta esplicita che metta in pericolo imminente il ruolo di McCarthy come speaker della Camera. Ora il disegno di legge passa al Senato, con tempi molto stretti per mandare la legge definitiva alla firma del presidente prima del 5 giugno. Lo scenario centrale è che, nonostante possibili tattiche dilatorie in Senato, la legge possa essere firmata dal presidente entro la data X, quando il Tesoro potrebbe esaurire i fondi per effettuare i pagamenti del 5 giugno.
- Se il Congresso non riuscisse a concludere le procedure di voto e inviare una legge alla firma del presidente entro il 5, **il Tesoro probabilmente seguirebbe la strategia di "prioritizzare" i pagamenti**, garantendo il servizio del debito ed eventualmente dilazionando altri pagamenti. Fitch, che ha messo sotto osservazione negativa il debito USA la scorsa settimana, ha chiarito che considererebbe gli Stati Uniti in default solo in caso di mancato pagamento degli interessi, mentre attuerebbe un downgrade in caso di mancato pagamento di impegni diversi. Anche per Moody's il default è definito da mancato servizio del debito. Le ripercussioni di un blocco dei pagamenti si trasmetterebbero rapidamente all'economia, con il mancato afflusso di fondi a gruppi ampi di individui e imprese, oltre che attraverso un probabile balzo della volatilità sui mercati finanziari.

## I market mover della settimana

Nell'**area euro** la settimana vedrà la pubblicazione dei primi dati reali riferiti al mese di aprile. La produzione industriale in Germania e Italia, nonché le vendite al dettaglio nel complesso dell'Eurozona, dovrebbero mostrare un recupero dopo la flessione del mese precedente, ma restare coerenti con un'attività economica ancora fiacca a inizio trimestre. Per effetto della contrazione registrata in Germania, ci aspettiamo che il PIL del 1° trimestre nell'area euro risulti stagnante anziché in crescita di un decimo come nella prima stima. I PMI servizi di maggio (seconda stima per l'Eurozona e prima lettura per l'Italia) dovrebbero confermare un rallentamento dell'attività rispetto al mese precedente, ma su ritmi ancora ampiamente espansivi.

Questa settimana l'agenda dei dati negli **Stati Uniti** è quasi vuota. L'ISM dei servizi di maggio dovrebbe essere poco variato, su livelli coerenti con una moderata espansione del settore. Il deficit della bilancia commerciale ad aprile dovrebbe mostrare un significativo ampliamento, spinto da un calo dell'export e da un aumento delle importazioni.

### Lunedì 5 giugno

#### Area euro

- **Area euro.** La **stima finale del PMI servizi** di maggio è attesa confermare la correzione a 55,9 da 56,2 di aprile. L'indicatore dovrebbe comunque rimanere su livelli ampiamente espansivi, segnalando che la ripresa nei servizi per ora è in grado di compensare la debolezza del manifatturiero. Anche per l'**Italia** vediamo una flessione del PMI servizi, a 57,2 da 57,6 di aprile; in ogni caso, nonostante l'ampio calo dell'indicatore manifatturiero, il PMI composito italiano dovrebbe rimanere al di sopra della soglia d'invarianza, a 53,2 da 55,3 del mese precedente.
- **Area euro.** I **prezzi alla produzione** nell'industria dovrebbero essere calati per il quarto mese ad aprile, stimiamo di -3,2% m/m da un precedente -1,6% m/m. Come nei mesi precedenti, sono stati ancora i prodotti energetici (e in misura minore i beni intermedi) a guidare la discesa dei prezzi; il ritmo di crescita per le altre componenti dovrebbe restare positivo ma è visto in progressiva decelerazione. In termini tendenziali la crescita del PPI è attesa moderare all'1,3% da 5,9% di marzo: si tratterebbe di un minimo da gennaio 2021.

#### Stati Uniti

- L'**ISM dei servizi** a maggio è previsto a 51,8 da 51,9 di aprile. Le indicazioni delle prime indagini dei servizi sono miste. Il PMI flash ha registrato un aumento a 55,1, mentre a livello regionale i segnali sono stati deboli. L'indice della Business Leaders Survey della NY Fed è sceso a -10,8, in territorio recessivo per il decimo mese consecutivo, e quello della Philadelphia Fed ha segnato un modesto rialzo a -9,5, sempre in area recessiva. I servizi dovrebbero continuare a sostenere la crescita nella parte centrale dell'anno, ma a ritmi più contenuti.

### Martedì 6 giugno

#### Area euro

- **Area euro.** Dopo due mesi di calo le **vendite al dettaglio** dovrebbero tornare a crescere ad aprile, ma il rimbalzo sarebbe solo parziale (nostra stima: +0,2% m/m da un precedente -1,2% m/m). Il recente calo del morale nel commercio al dettaglio e una fiducia dei consumatori ancora ben al di sotto della media storica non offrono indicazioni particolarmente incoraggianti per una ripresa degli acquisti di beni nei prossimi mesi.
- **Germania.** Gli **ordini all'industria** ad aprile dovrebbero recuperare solo in parte il crollo del mese precedente (-10,7% m/m). Ci aspettiamo un aumento dell'1,5% m/m, che lascerebbe in ogni caso gli ordinativi in rotta per una contrazione intorno a -4,5% t/t nel trimestre primaverile. Le indagini di fiducia IFO e PMI segnalavano un peggioramento delle condizioni di domanda nell'industria a maggio. È possibile, quindi, che la tendenza torni ad essere negativa da maggio.

## Mercoledì 7 giugno

### Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** ad aprile potrebbe rimbalzare di 0,2% m/m dopo il calo di -3,4% m/m registrato a marzo. Nel mese le indagini di fiducia (PMI, IFO) avevano segnalato un lieve miglioramento dell'attività attesa nel settore. La tendenza annua, corretta per i giorni lavorativi, rallenterebbe a 0,8% da 1,6%. In ogni modo, riteniamo che l'output nell'industria possa contrarsi nel trimestre in corso (nostra stima: -1,5% t/t).

### Stati Uniti

- Il deficit della **bilancia commerciale** di aprile è previsto in ampliamento significativo, a -76,4 mld, da -64,2 mld di marzo. La bilancia preliminare dei beni ha registrato un calo delle esportazioni di -5,5% m/m, ampio e diffuso a materie prime, beni di consumo e beni capitali. Le importazioni invece sono aumentate di 1,8% m/m, con una spinta particolarmente marcata nel comparto auto. Con i dati di aprile, il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL del 2° trimestre è stimato a -1,1pp da GDP nowcasting dell'Atlanta Fed.

## Giovedì 8 giugno

### Area euro

- **Area euro.** Dopo le revisioni di segno opposto su **PIL** tedesco e italiano (rispettivamente da zero a -0,3% e da 0,5% a 0,6% t/t), ci aspettiamo che il PIL dell'Eurozona nel 1° trimestre, in precedenza visto in espansione di un decimo, possa essere risultato stagnante. Lo spaccato delle componenti dovrebbe evidenziare un contributo negativo della domanda interna e delle scorte a fronte di un apporto positivo dalle esportazioni nette. I dati nazionali già pubblicati sono compatibili con una contrazione dei consumi (privati e pubblici) e con un rimbalzo degli investimenti fissi dopo il calo di fine 2022.

## Venerdì 9 giugno

- **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe mostrare un parziale rimbalzo ad aprile, di 0,2% m/m dopo la contrazione registrata in ciascuno dei primi tre mesi dell'anno (-0,6% a marzo). Tuttavia, anche nel secondo trimestre l'output potrebbe contrarsi (in coerenza con quanto suggerito dalle indicazioni sulla produzione nelle survey), fornendo un modesto contributo negativo al valore aggiunto nel trimestre in corso. Per l'intero 2023 la produzione industriale potrebbe subire una contrazione dell'ordine di un punto percentuale.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (5 – 10 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 5/6	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	mag	56.4		
	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		apr	16.7	Mld €	
	09:45	ITA	PMI servizi	*	mag	57.6		57.2
	09:50	FRA	PMI servizi finale		mag	prel 52.8		52.8
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	mag	prel 57.8		57.8
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	mag	prel 53.3		53.4
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	mag	prel 55.9		55.9
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	mag	55.1		
	11:00	EUR	PPI a/a		apr	5.9	%	1.3
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		mag	54.5		54.5
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		mag	55.1		55.1
	16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		apr	0.4 (0.9)	%	0.5
	16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	apr	prel -0.2	%	-0.2
	16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	apr	prel 1.1	%	1.1
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	mag	51.9		52.1
Mar 6/6	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	apr	-1.9	%	
	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	apr	-10.7	%	1.5
	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		apr	4.5	%	
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		apr	-1.2	%	0.2
Mer 7/6	05:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	mag	90.2	Mld \$	
	05:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	mag	8.5	%	
	05:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	mag	-7.9	%	
	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	apr	-3.4	%	0.2
	10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		apr	5.8	%	
14:30	USA	Bilancia commerciale		apr	-64.2	Mld \$	-75.0	-76.4
Gio 8/6	00:00	CN	Riserve in valuta estera		mag	3.205	1000Mld \$	
	01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.4	%	0.4
	01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T1	prel 1.6	%	1.6
	11:00	EUR	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.1	%	0.0
	11:00	EUR	PIL a/a finale		T1	prel 1.3	%	1.2
	11:00	EUR	Occupazione t/t finale		T1	0.6	%	0.6
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim		x1000	
14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim		Mln		
Ven 9/6	03:30	CN	CPI a/a	*	mag	0.1	%	
	03:30	CN	PPI a/a	*	mag	-3.6	%	
	03:30	CN	CPI m/m		mag	-0.1	%	
	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	apr	-0.6	%	0.2

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 (5 – 9 giugno)

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar 6/6	10:00	EUR	La BCE diffonde la Consumer Expectations Survey
Mer 7/6	09:50	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
	11:10	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
Ven 9/6		GRE	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Grecia

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	mar	0.4		%	-1.6	-1.1
Indice dei prezzi delle case m/m	mar	0.7	{0.5}	%		0.6
Fiducia consumatori (CB)	mag	103.7	{101.3}		99.0	102.3
PMI (Chicago)	mag	48.6			47.0	40.4
Nuovi occupati: stima ADP	mag	296		x1000		170
Richieste di sussidio	settim	229		x1000		235
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.794		Mln		1.800
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T1	6.3		%		6.0
Produttività (ex Agricol.) t/t ann. finale	T1	-2.7		%		-2.5
Markit PMI Manif. finale	mag	48.5				
Spesa in costruzioni	apr	0.3		%		0.2
Indice ISM manifatturiero	mag	47.1				47.0
Tasso di disoccupazione	mag	3.4		%		3.5
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	mag	253		x1000		190
Salari orari m/m	mag	0.5		%		0.3

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

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a maggio è scesa a 102,3 da 103,7 di aprile, sulla scia di correzioni sia per le condizioni correnti sia per le aspettative. L'indice delle aspettative, a 71,7, rimane al di sotto di 80 (livello associato con una recessione entro un anno) da febbraio 2022. Anche la valutazione del mercato del lavoro corrente è in netto peggioramento, mentre le aspettative di inflazioni sono elevate, ma stabili.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Job to applicant ratio	apr	1.32			1.32	1.32
Tasso di disoccupazione	apr	2.8		%	2.7	2.6
Vendite al dettaglio a/a	apr	6.9	{7.2}	%	7.0	5.0
Produzione industriale m/m prelim	apr	1.1		%	1.5	-0.4
Fiducia delle famiglie	mag	35.4				36.0
PMI manifatturiero finale	giu					

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

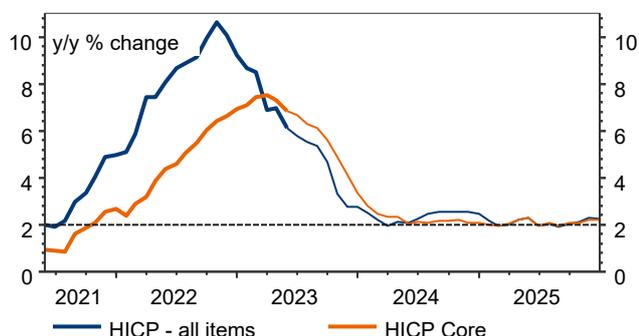
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t finale	T1	0.4		%	
EUR	M3 dest. a/a	apr	2.5		%	2.1 1.9
EUR	Fiducia consumatori finale	mag	-17.4			-17.4 -17.4
EUR	Fiducia servizi	mag	9.9	{10.5}		10.2 7.0
EUR	Fiducia industria	mag	-2.8	{-2.6}		-4.0 -5.2
EUR	Indice di fiducia economica	mag	99.0	{99.3}		98.9 96.5
EUR	PMI manifatturiero finale	mag	44.6			44.6 44.8
EUR	CPI a/a stima flash	mag	7.0		%	6.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	mag	7.3		%	
EUR	Tasso di disoccupazione	apr	6.5		%	6.5
FRA	Spese per consumi m/m	apr	-0.8	{-1.3}	%	0.3 -1.0
FRA	IPCA a/a prelim	mag	6.9		%	6.4 6.0
FRA	PMI manifatturiero finale	mag	46.1			46.1 45.7
FRA	Produzione industriale m/m	apr	-1.1		%	0.3
GER	Prezzi import a/a	apr	-3.8		%	-5.8 -7.0
GER	Tasso di disoccupazione	mag	5.6		%	5.6 5.6
GER	Variazione n° disoccupati	mag	23	{24}	x1000	15 9
GER	IPCA m/m prelim	mag	0.6		%	0.2 -0.2
GER	IPCA a/a prelim	mag	7.6		%	6.8 6.3
GER	CPI (Lander) a/a prelim	mag	7.2		%	6.5 6.1
GER	CPI (Lander) m/m prelim	mag	0.4		%	0.2 -0.1
GER	Vendite al dettaglio a/a	apr	-8.6		%	-5.0 -4.3
GER	Vendite al dettaglio m/m	apr	-2.4		%	1.0 +0.8
GER	PMI manifatturiero finale	mag	42.9			42.9 43.2
ITA	Bilancia commerciale (non EU)	apr	8.45		Mld €	1.22
ITA	PPI a/a	apr	3.7	{3.8}	%	-1.5
ITA	PPI m/m	apr	-1.5		%	-4.8
ITA	Fatturato industriale a/a	mar	7.2		%	4.3
ITA	Fatturato industriale m/m	mar	1.3		%	-0.3
ITA	PIL a/a finale	T1	1.8		%	1.8 1.9
ITA	PIL t/t finale	T1	0.5		%	0.5 0.6
ITA	IPCA m/m prelim	mag	0.9		%	-0.3 0.3
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	mag	8.2		%	7.4 7.6
ITA	IPCA a/a prelim	mag	8.7		%	7.5 8.1
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	mag	0.4		%	-0.1 0.3
ITA	PMI manifatturiero	mag	46.8			45.6 45.9
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	apr	7.9	{7.8}	%	7.8 7.8
SPA	IPCA a/a prelim	mag	3.8		%	3.4 2.9

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

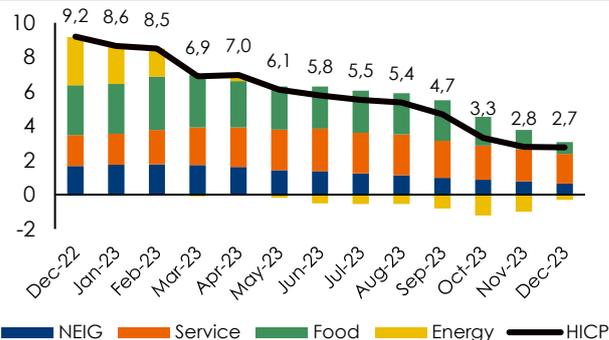
**Area euro. L'inflazione** è calata più del previsto a maggio, a 6,1% dopo la risalita al 7% di aprile (con prezzi stabili nel mese). Il rallentamento tendenziale è imputabile principalmente all'energia, che è tornata in territorio negativo, a -1,7% a/a da 2,4% di aprile, e agli alimentari (a 12,5% da 13,5% di aprile), visto il calo sia degli alimentari lavorati (a 13,4% da 14,6%) che, in minor misura, di quelli freschi (a 9,6% da 10% precedente). I beni industriali non energetici sono scesi per il terzo mese di fila, a 5,8% da 6,2%, per effetto della "normalizzazione" delle catene di approvvigionamento globali; ha sorpreso inoltre il rallentamento nei servizi, a 5% da 5,2%, legato principalmente ai trasporti. L'inflazione core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) ha mostrato il secondo rallentamento consecutivo dopo il picco di marzo, a 6,9% dal 7,3% precedente. L'indice al netto di alimentari ed energia è sceso nuovamente anch'esso, di tre decimi, al 5,3%. Il nostro scenario previsivo rimane coerente con un calo dell'inflazione headline nei prossimi mesi, che è attesa toccare il 2,7% a fine anno (la previsione è stata rivista al ribasso da 3% stimato in precedenza). La discesa proseguirebbe nella prima parte del prossimo anno, sino a un punto di minimo al 2% nella primavera 2024. Successivamente, si potrebbe vedere una risalita in scia al completo esaurirsi delle misure anti-rincarì in Germania. L'indice core BCE è stimato al 3,4% a fine anno e vicino al 2% nella seconda parte del 2024.

**Inflazione headline vs. inflazione core**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

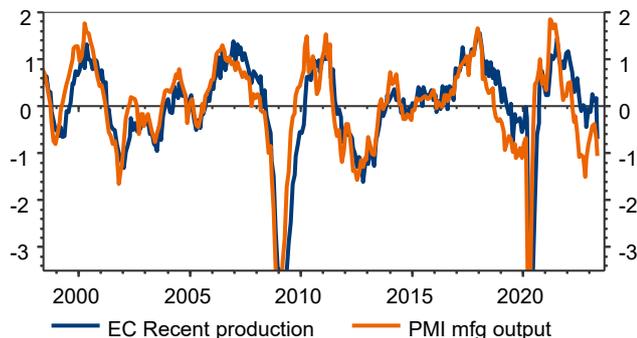
**Contributi all'inflazione delle principali componenti**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

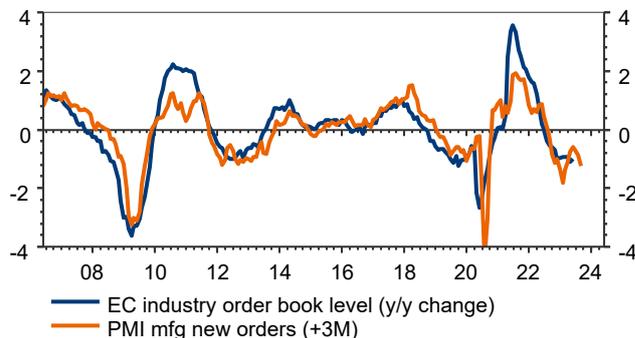
**Area euro.** L'indice di fiducia economica **ESI** della Commissione Europea ha sorpreso al ribasso a maggio (96,5 da 99; consenso: 98,8) portandosi sui minimi dallo scorso novembre con flessioni diffuse a tutti i principali settori. Il calo è risultato particolarmente ampio nell'industria ma anche i servizi sembrano iniziare a perdere spinta, segnalando la presenza di rischi al ribasso per il ciclo nel 2° semestre dell'anno. Le indicazioni sui prezzi hanno infine confermato la tendenza decrescente in un contesto però di pressioni inflattive ancora sostenute nei servizi.

**L'indagine industriale conferma la decisa frenata dell'attività produttiva già emersa dai PMI**



Nota: indici standardizzati.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission, S&P Global

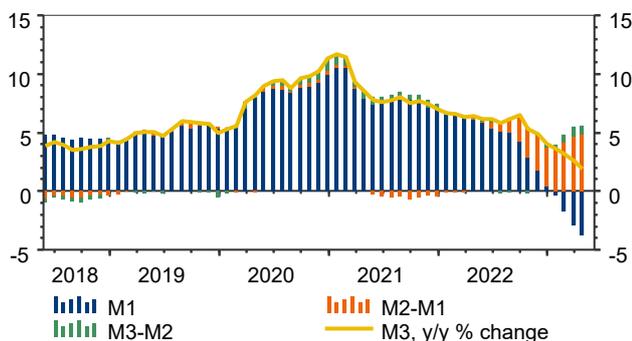
**Anche le indicazioni sugli ordinativi confermano un contesto di indebolimento della domanda**



Nota: indici standardizzati.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission, S&P Global

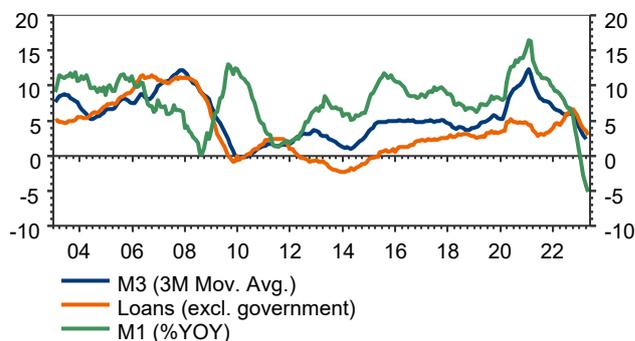
**Area euro.** La crescita di **M3** ha rallentato ad aprile a 1,9% a/a dal 2,5% del mese precedente. M1 ha accelerato al ribasso a -5,2% a/a da -4,2%, e i prestiti hanno evidenziato una frenata sia verso le imprese (4,6% da 5,2%) che verso le famiglie (2,65% da 2,9%). Continua invece la crescita dei depositi a breve termine (esclusi quelli a vista), a 21,1% a/a da 20% di marzo, mentre si registra una lieve flessione sugli strumenti negoziabili altamente liquidi (a 21,9% da 23,9%). In sintesi, i dati confermano le indicazioni di restrizione creditizia già emerse dalla BLS e dalle rilevazioni precedenti, e sono coerenti con un rallentamento del ciclo nei prossimi trimestri.

**La crescita di M3 è frenata dall'aggregato monetario più ristretto**



Nota: contributi alla crescita di M3. Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

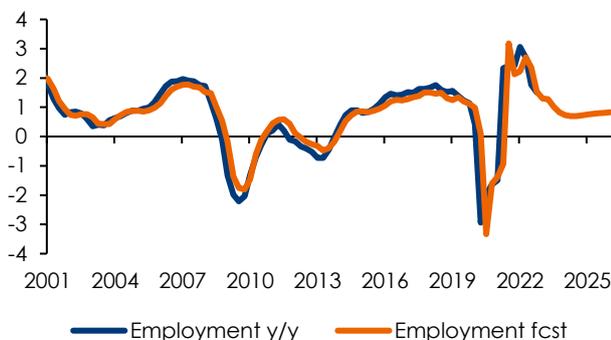
**Prosegue il rallentamento dei prestiti al settore privato**



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

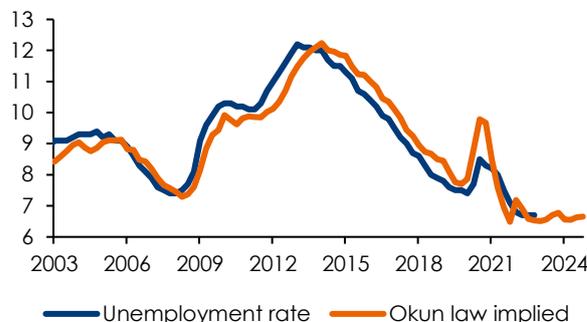
**Area euro.** Ad aprile le persone in cerca di occupazione sono calate per il quinto mese (-33 mila unità dopo le -68 mila del mese precedente), portando il **tasso di disoccupazione** al 6,5% ad aprile dopo che il dato relativo al mese precedente è stato rivisto al rialzo di un decimo al 6,6%. Tra le principali economie il tasso dei senza lavoro è diminuito in Italia (7,8% da 7,9%) e Spagna (12,7% da 12,8%) ed è rimasto invariato in Germania e Francia (rispettivamente al 2,9% e al 7%). Al momento le intenzioni di assunzione delle imprese restano su livelli espansivi; il tasso di disoccupazione potrebbe essere rimasto invariato al 6,5% a maggio. Il rallentamento del ciclo potrebbe iniziare a pesare sulla domanda di lavoro nei prossimi mesi, ma al momento continuiamo a ritenere che l'incremento della disoccupazione nella seconda metà dell'anno possa risultare nel complesso modesto.

**Prevediamo un rallentamento dell'occupazione nel 2° semestre...**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**...ma l'incremento del tasso di disoccupazione dovrebbe risultare complessivamente modesto**



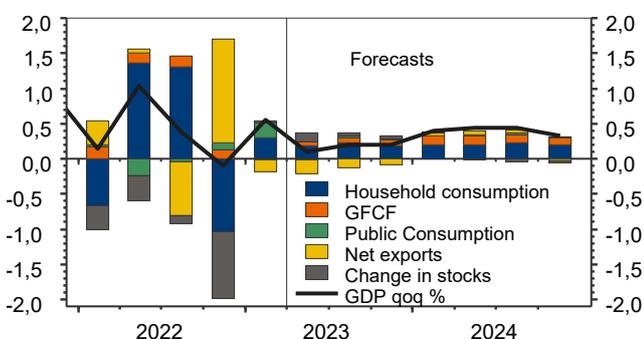
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Germania.** L'**inflazione** ha sorpreso al ribasso a maggio, scendendo al 6,1% a/a (-0,1% m/m) dal 7,2% di aprile su base nazionale e al 6,3% a/a (-0,2% m/m) dal 7,6% precedente sull'indice armonizzato. Lo spaccato dell'indice domestico mostra un rallentamento tendenziale diffuso a quasi tutte le componenti, trainato principalmente da energia (a 2,6% da 6,8% precedente) e alimentari (a 14,9% da 17,2% precedente) ma con una (parziale) buona notizia anche dai servizi, in calo a 4,5% da 4,7% di aprile per effetto della correzione nei trasporti. 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 e chiudere l'anno intorno al 3,5%.

**Germania.** Il **tasso di disoccupazione** è rimasto stabile al 5,6% in maggio, con un aumento dei disoccupati di 9 mila unità (al di sotto delle attese e del dato di aprile). Il rallentamento del ciclo economico per ora non sta avendo effetti particolarmente significativi sulla dinamica del mercato del lavoro.

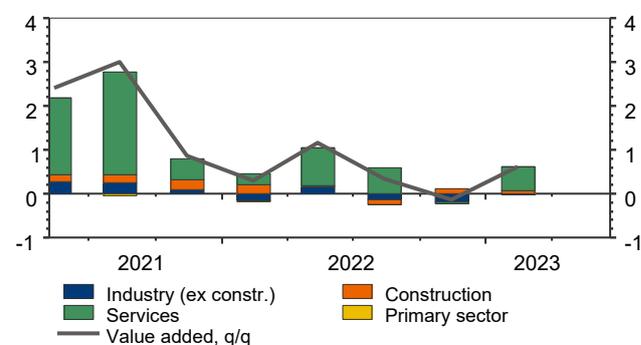
**Italia.** Dopo aver sorpreso al rialzo già nel dato preliminare, il **PIL** del 1° trimestre è stato rivisto a 0,6% t/t da una stima flash di 0,5% (e da -0,1% nel 4° trimestre 2022). La crescita annua è stata rivista verso l'alto di un decimo, a 1,9% da 1,8% preliminare (e da 1,5% a fine 2022). Il dettaglio è in parte sorprendente, soprattutto dal lato della domanda, in quanto il contributo degli scambi con l'estero, che in precedenza era stato stimato come positivo, è visto ora pari a -0,1% per via di una contrazione delle importazioni inferiore a quella delle esportazioni (-1% vs -1,4% t/t). Ciò potrebbe essere dovuto a una revisione sui deflatori di import ed export, particolarmente volatili in questa fase a causa delle eccezionali variazioni dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari. Anche le scorte hanno contribuito negativamente, per un decimo. La domanda interna al netto delle scorte è cresciuta più del PIL (0,7% t/t). A sorprendere è stato l'incremento dei consumi delle famiglie (0,5% t/t), trainato dai beni (grazie a una crescita del 2% dei durevoli e dell'1,4% dei non durevoli, e nonostante un calo di -3,1% per i semi-durevoli), mentre i consumi di servizi sono risultati poco variati (0,1% t/t). L'aumento dello 0,8% t/t degli investimenti è stato circa in linea con le nostre attese. La crescita "acquisita" del PIL nel 2023 (in caso di stabilità nei restanti trimestri dell'anno) è ora pari a 0,9% (da 0,8% nella lettura preliminare di aprile). Di conseguenza, **la nostra previsione di crescita per quest'anno**, già superiore al consenso, **sale da 1,0% a 1,2%**. **Viceversa, abbiamo ridotto la proiezione per il 2024 dall'1,5% all'1,3%**, a causa dell'incertezza sull'implementazione del PNRR, dell'impatto sul settore immobiliare del rialzo dei tassi e della minore generosità degli incentivi fiscali, nonché di una domanda estera fiacca.

#### Lo spaccato delle componenti ha registrato un inatteso rimbalzo dei consumi e un calo delle esportazioni nette



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

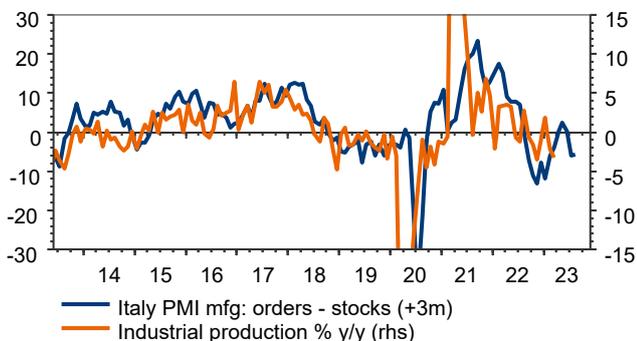
#### Dal lato della produzione la crescita è stata sostenuta da servizi e costruzioni, negativo l'apporto della manifattura



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

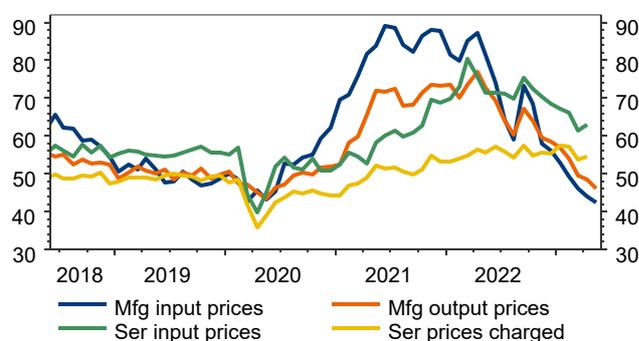
**Italia.** Il **PMI manifatturiero** è calato a 45,9 a maggio da un precedente 46,8, un minimo da tre anni. L'indagine riporta un'accelerazione al ribasso del ritmo di contrazione della produzione e degli ordini, con gli indici relativi sui livelli più bassi dallo scorso autunno. In sintesi, l'indagine conferma un quadro di debolezza della domanda già emerso dalla rilevazione di aprile e non offre segnali di ripartenza dell'industria nemmeno nei prossimi mesi, come suggerito dal progressivo esaurimento degli arretrati e dal calo degli acquisti di beni intermedi. Prosegue anche la tendenza di calo dei prezzi: in questa fase i costi degli input frenano a ritmi superiori rispetto a quelli registrati da quelli di vendita, un segnale incoraggiante per il probabile rallentamento dell'inflazione dei beni industriali nei prossimi mesi. Si confermano infine in territorio espansivo anche le intenzioni di assunzione, seppur in rallentamento rispetto ai mesi precedenti. Come nel resto dell'Eurozona, anche la manifattura italiana è in una fase di contrazione, che potrebbe essere accentuata nei prossimi trimestri dal rallentamento del ciclo negli Usa.

### La relazione tra scorte e ordinativi non punta verso una riaccelerazione dell'industria nei prossimi mesi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global, Istat

### Prosegue la tendenza al ribasso dei prezzi, sia di acquisto che di vendita, nella manifattura



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

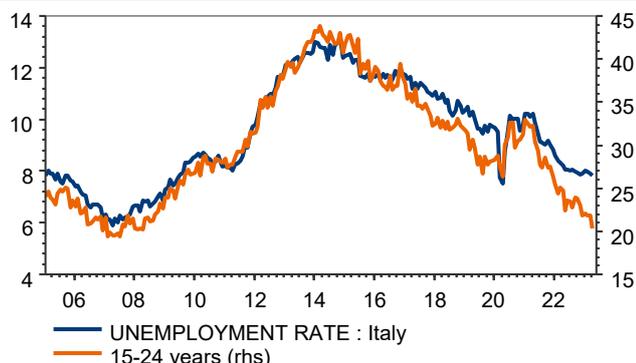
**Italia.** Il **fatturato industriale** è calato di -0,3% m/m a marzo (4,3% a/a). Il dato è sintesi di una flessione sul mercato interno (-0,5% m/m) a fronte di un marginale incremento in quello estero (0,1% m/m) mentre su base settoriale frenano i beni intermedi (-1,7% m/m) e di beni di consumo (-0,3% m/m) a fronte di una maggior tenuta per beni strumentali ed energia (1,2% m/m in entrambi i comparti). Il dato espresso in volume e relativo alla sola manifattura registra un incremento di 0,4% m/m (-0,4% a/a), chiudendo il 1° trimestre in contrazione di -0,8% t/t confermando il quadro di debolezza per l'industria a inizio anno.

**Italia.** Nel 1° trimestre il **fatturato dei servizi** è cresciuto del 2,2% t/t (9,4% a/a) con progressi congiunturali diffusi a tutti i settori. I ritmi di espansione più vivaci sono stati registrati per servizi di alloggio e ristorazione (8,9%), agenzie di viaggio e servizi di supporto alle imprese (3,4%) e attività professionali (2,4%). In crescita anche il commercio all'ingrosso (2%), trainato dal rimbalzo del settore auto (6,9%). Secondo i dati di contabilità nazionale il valore aggiunto nei servizi è cresciuto di 0,8% t/t nel 1° trimestre, con un incremento delle ore lavorate di 1,4%. Pensiamo che il settore possa rimanere trainante per la crescita anche almeno nei trimestri centrali dell'anno.

**Italia.** I dati di aprile sul **commercio estero extra-UE** hanno registrato il secondo calo consecutivo per l'export (-2,1% m/m da -4,7%) e un rimbalzo dell'import dopo sei mesi di contrazione (13,9% m/m da -11,9%). Il calo delle esportazioni risulta diffuso a tutte le componenti ad eccezione di beni strumentali ed energia, e sembra suggerire che le dinamiche commerciali stiano iniziando a subire il rallentamento della domanda globale. Il saldo commerciale rimane comunque in territorio positivo (1,2 miliardi contro un disavanzo di -2,7 miliardi un anno prima): rispetto ad aprile 2022 si riduce il deficit energetico (-5,8 miliardi da -9,3) mentre si amplia l'avanzo nell'interscambio di beni non energetici (7,1 miliardi da 6,6).

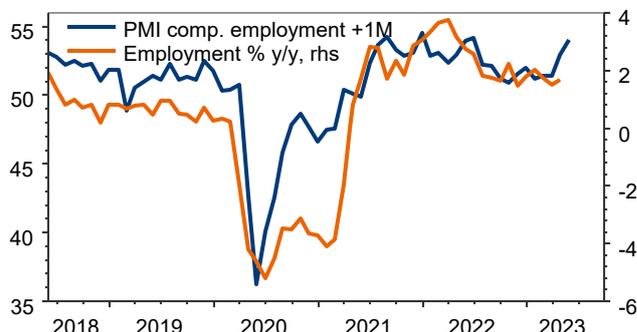
**Italia.** Il **tasso di disoccupazione** si è attestato al 7,8% ad aprile, dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo di un decimo al 7,9%. Escludendo i mesi di lockdown nella primavera del 2020, si tratta di un minimo dal 2009. Rispetto al mese precedente si registra un incremento degli occupati (+48 mila unità, +0,2%) e una diminuzione sia dei disoccupati (-14 mila, -0,7%) che degli inattivi (-25 mila, -0,2%). La crescita degli occupati è trainata dalle donne nonché dai lavoratori più giovani e dagli over-50. Si registrano progressi per i dipendenti permanenti e per gli autonomi mentre diminuiscono i lavoratori con contratti a termine. Il mercato del lavoro italiano resta robusto: le intenzioni di assunzione rimangono espansive, soprattutto nei servizi. Il tasso di disoccupazione potrebbe risalire nella seconda parte dell'anno, ma l'incremento dovrebbe risultare complessivamente modesto.

**Il tasso di disoccupazione giovanile è ai minimi dal 2008**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

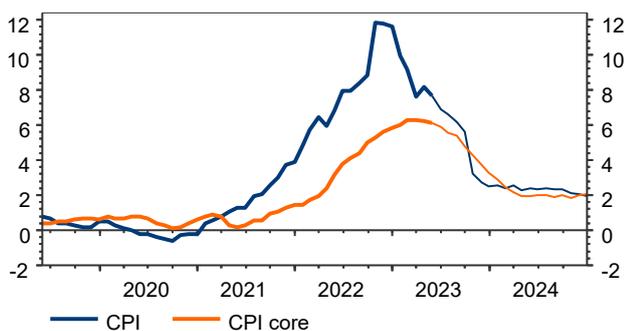
**Le intenzioni di assunzione sono coerenti con una dinamica ancora positiva dell'occupazione nel 2° trimestre**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

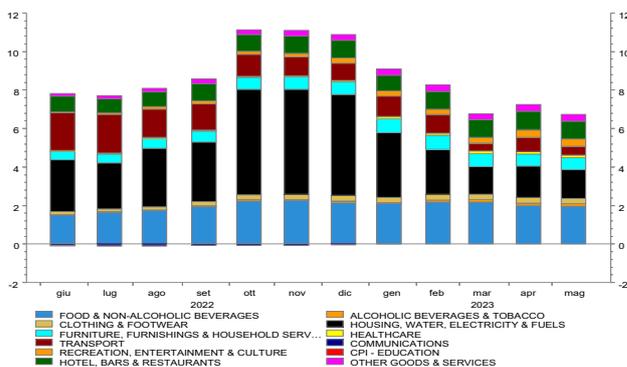
**Italia.** L'inflazione è calata meno del previsto a maggio al 7,6% (+0,3% m/m) dall'8,2% di aprile sulla misura nazionale e all'8,1% (+0,3% m/m) dall'8,7% sull'armonizzato. Il calo tendenziale è imputabile all'energia (da 16,7% a 11,9%), spinta al ribasso dalla componente non regolamentata (da 26,6% a 20,5%), in particolare dai prezzi dell'energia elettrica sul mercato libero (da 53,6% a 41,4%), mentre il gas naturale sul mercato non tutelato mostra un rincaro di oltre il 4% m/m e rallenta solo marginalmente su base annua (da 51,5% a 50,8%) per effetto della rimozione di uno dei sussidi in bolletta che erano stati introdotti lo scorso anno. Si evidenzia anche un rallentamento dei servizi a maggio (4,6% da 4,8%), principalmente dovuto ai trasporti. L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi decelera nuovamente, anche se di poco, a 6,1% da 6,2% a/a. In sintesi, l'inflazione italiana, a differenza che negli altri Paesi, ha sorpreso verso l'alto per via di una dinamica più sostenuta di energia e alimentari. Nelle nostre stime, l'indice headline dovrebbe raggiungere il 2,5% a dicembre 2023, mentre il calo dell'indice "core BCE" sarà più lento (è atteso rimanere sopra il 3% a fine anno).

**L'inflazione italiana è attesa continuare a calare nei prossimi mesi**



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Italia: contributi all'inflazione annua**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Italia.** Il PPI è calato per il quarto mese ad aprile, di -4,8% m/m, portando la variazione annua a -1,5% da 3,7% precedente, in territorio negativo per la prima volta da inizio 2021. Come nei mesi precedenti, la flessione è guidata dall'energia e, in misura minore, dai beni intermedi: al netto del comparto energetico i prezzi alla produzione risultano stagnanti rispetto a marzo e in crescita del 4,2% su base annua (comunque in rallentamento dal 6,2% a/a del mese precedente, e ai minimi da quasi due anni). Nei prossimi mesi il calo di energia e materie prime dovrebbe iniziare a trasferirsi anche alle altre componenti e favorire un'accelerazione al ribasso del PPI.

**Francia.** La **stima finale del PIL** ha confermato la crescita di 0,2% t/t nel 1° trimestre, mentre la variazione annuale è stata rivista al rialzo di un decimo a 0,9%. L'espansione è venuta principalmente dal canale estero netto, che ha registrato un ampio calo per l'import (-2,8%) a fronte di un export in leggera flessione (-0,2%). Come nel trimestre precedente, è stata la domanda interna a frenare la crescita, con consumi privati in recupero di appena un decimo dopo l'ampia flessione di fine 2022 e investimenti fissi in deciso calo (-0,8% t/t da 0,2%), penalizzati dalla spesa in costruzioni. Negativo anche l'apporto delle scorte e dei consumi pubblici. L'INSEE segnala che il reddito disponibile e i consumi delle famiglie sono più alti di 1,6% e 2,1% t/t rispettivamente; ciò si è riflesso in un calo della propensione al risparmio a 18,3% da 18,7% del 4° trimestre 2022. Nel 2° trimestre, nonostante la fine degli scioperi, non emergono ancora dalle indagini e dai primi dati reali chiari segnali di riaccelerazione. La crescita del PIL potrebbe restare sostanzialmente stabile sui ritmi di inizio anno; confermiamo le nostre attese di espansione a 0,8% in media annua.

**Francia. L'inflazione** è scesa più del previsto al 5,1% (-0,1% m/m) dal 5,9% sul CPI e al 6% (-0,1% m/m) dal 6,9% sull'IPCA. Il rallentamento è diffuso a quasi tutte le componenti, in particolare energia (a 2% da 6,8% precedente) ed alimentari (14,1% da 15% di aprile). A maggio sono calati anche i beni industriali (a 4,1% da 4,6%) ed i servizi (a 3% da 3,2% di aprile), quest'ultimi per effetto della contrazione dei prezzi dei servizi di trasporto e del minore aumento dei prezzi della componente altri servizi. In prospettiva, l'inflazione francese dovrebbe continuare a calare nei prossimi mesi sino a raggiungere il 2,5% (sul CPI) a fine anno.

**Francia.** Ad aprile i **consumi di beni** hanno sorpreso al ribasso, registrando un calo di -1% m/m da un precedente -0,8% (rivisto al rialzo da -1,3%). La terza flessione mensile consecutiva è spiegata da energia (-1,9% m/m) e beni alimentari (-1,8% m/m). Non emergono ancora chiari segnali di ripresa dei consumi privati, che sono attesi rimanere fiacchi almeno anche nel 2° trimestre (come suggerito da una fiducia dei consumatori ancora su livelli anemici).

**Belgio.** La crescita del **PIL** nel 1° trimestre è stata rivista al rialzo di un decimo a 0,5% t/t, in accelerazione rispetto allo 0,1% di fine 2022. Rallenta ma rimane su ritmi superiori al resto dell'Eurozona la crescita dei consumi privati (0,6% da 0,9% t/t dei tre mesi precedenti), probabilmente sostenuta dall'indicizzazione (parziale) dei salari all'inflazione. Per quanto riguarda gli investimenti, risultano sostanzialmente stagnanti quelli residenziali (dopo tre trimestri di contrazione), mentre accelera la spesa in conto capitale delle imprese (1,9% da 1,3% t/t), e rimbalzano gli investimenti pubblici (6,4% t/t) dopo un anno di flessione ininterrotta. Correggono invece i consumi pubblici (-0,7% da 0,5% t/t). Nullo l'apporto del canale estero netto (importazioni ed esportazioni sono entrambe diminuite di -1% t/t), mentre è risultato negativo per il secondo trimestre il contributo delle scorte. Dal lato dell'offerta, costruzioni e servizi spingono la crescita, a fronte di un freno dal manifatturiero. Le indagini di fiducia puntano verso un rallentamento della crescita già nel trimestre in corso, compatibile con un tasso di espansione annua a 1,1% nel 2023 e 0,9% nel 2024.

## Cina

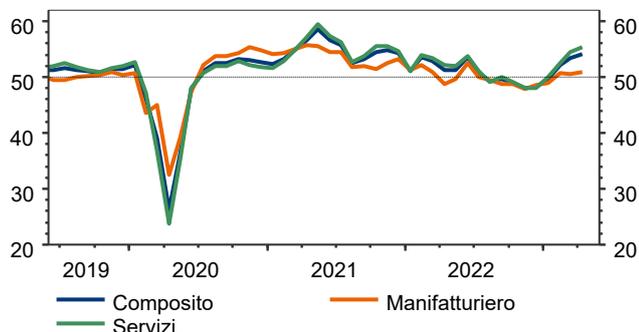
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	mag	54.4		52.9
PMI manifatturiero - NBS	mag	49.2	49.4	48.8
PMI non manifatturiero - NBS	mag	56.4		54.5
PMI manifatturiero - Caixin	mag	49.5	49.5	50.9

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

Il **PMI manifatturiero ufficiale** è calato in maggio da 49,2 a 48,8. L'indagine mostra debolezza della domanda di beni sia sul fronte interno sia su quello esterno, con una riduzione dei tempi di consegna e degli ordinativi. Anche l'indice **non manifatturiero** è calato, restando però in territorio ampiamente espansivo, a 54,5 da 56,4. L'espansione è ancora robusta per trasporti, telecomunicazioni e costruzioni (58,2).

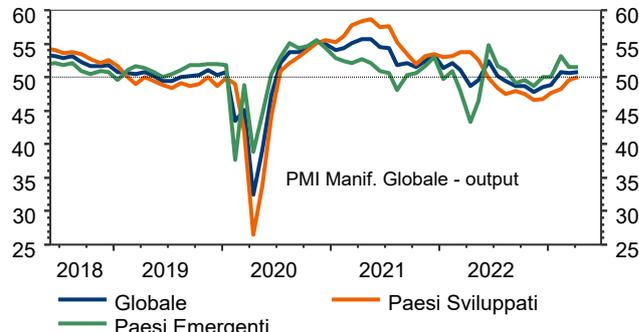
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



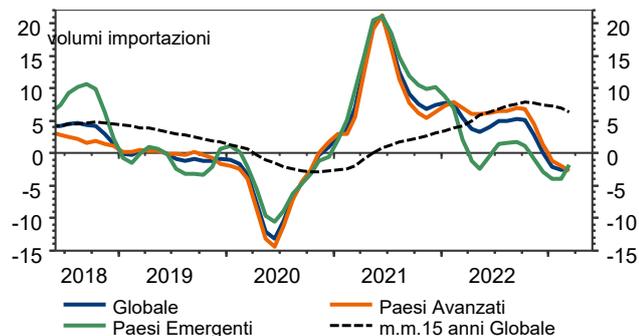
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



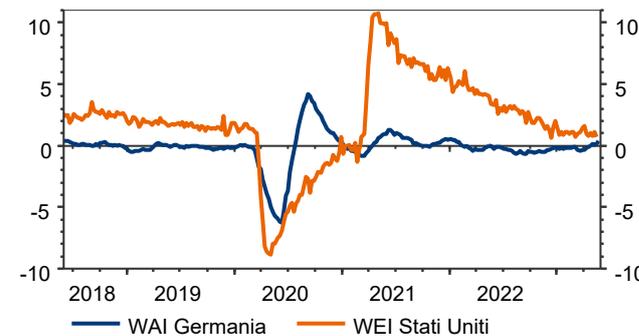
Fonte: S&P Global

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



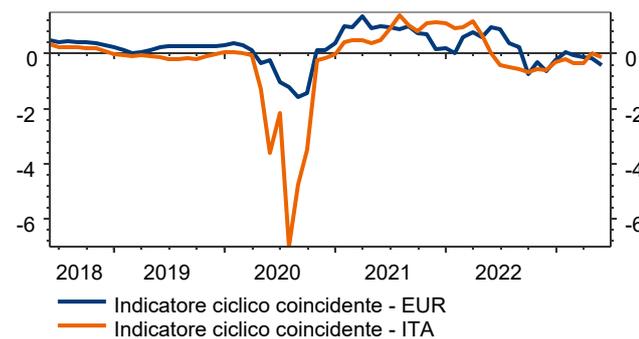
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



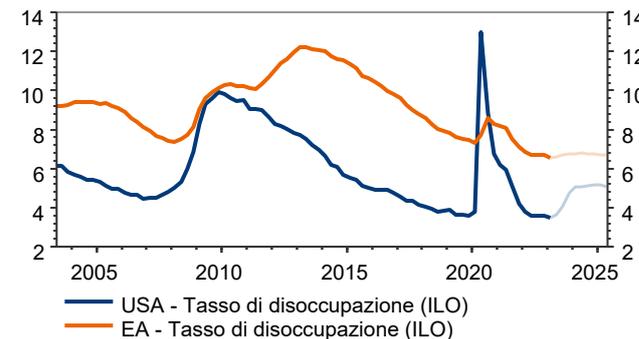
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

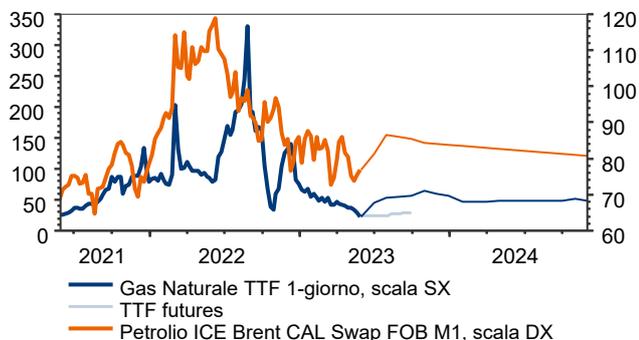
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

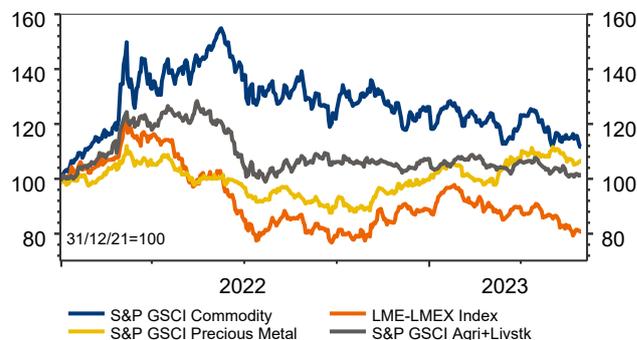
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



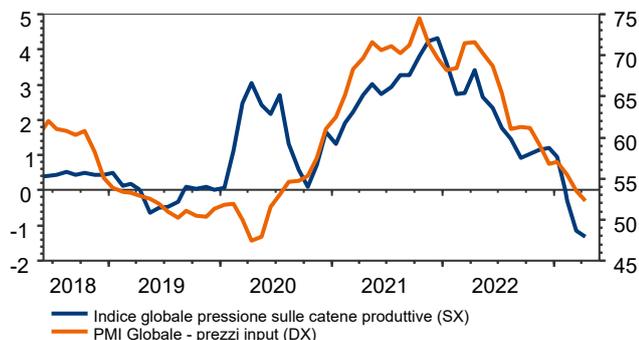
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



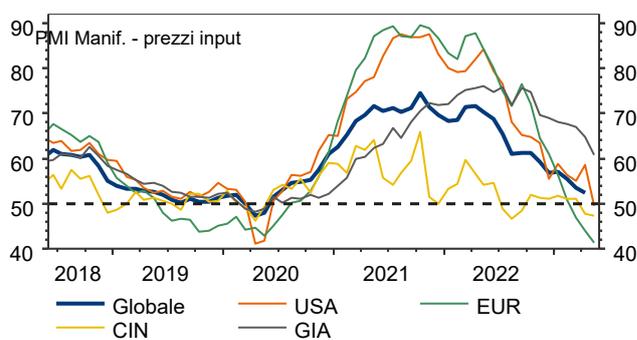
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



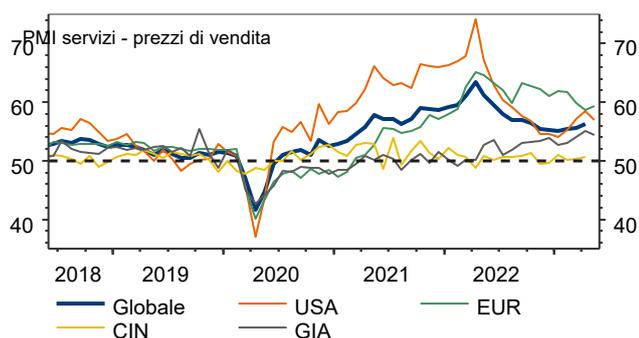
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



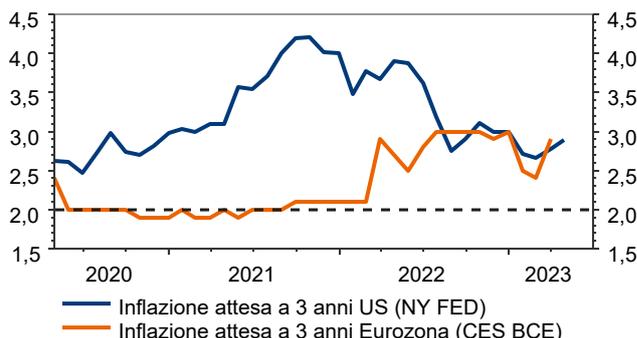
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

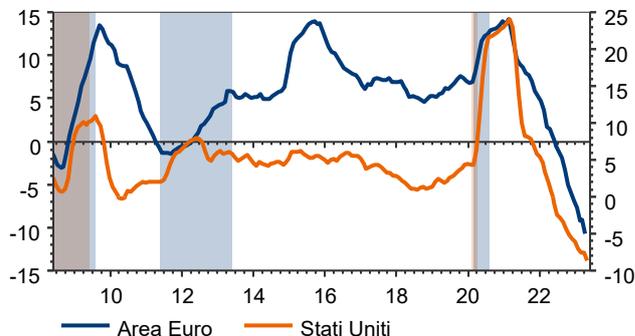
## Condizioni Finanziarie

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



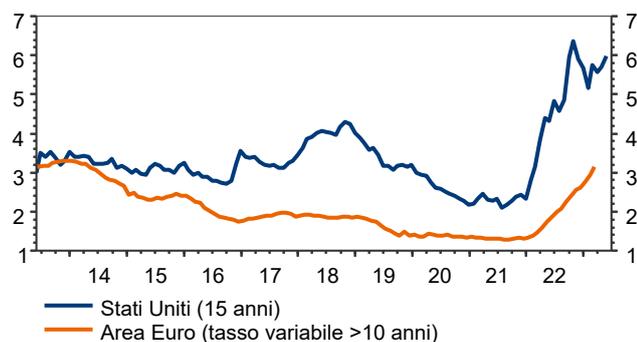
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



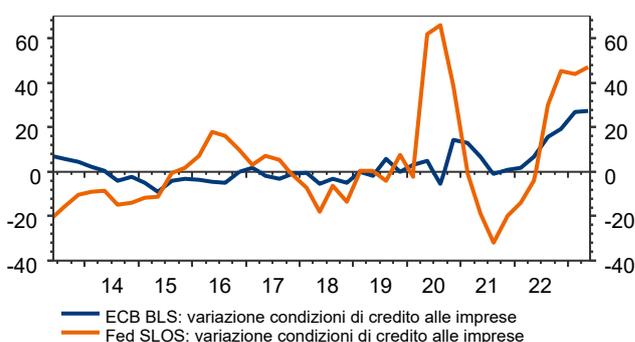
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



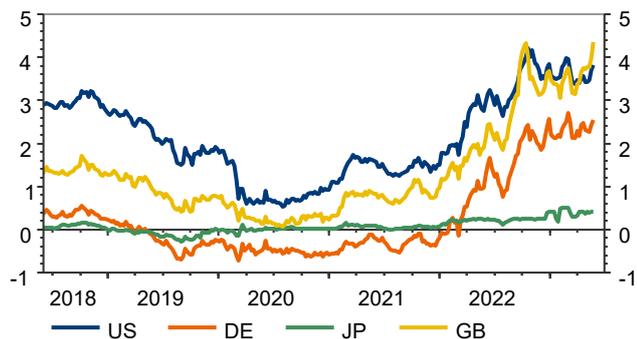
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



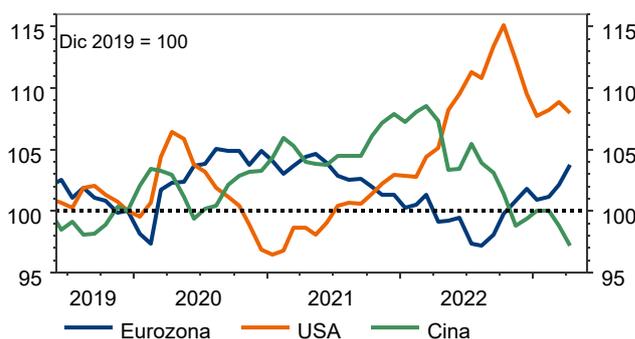
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

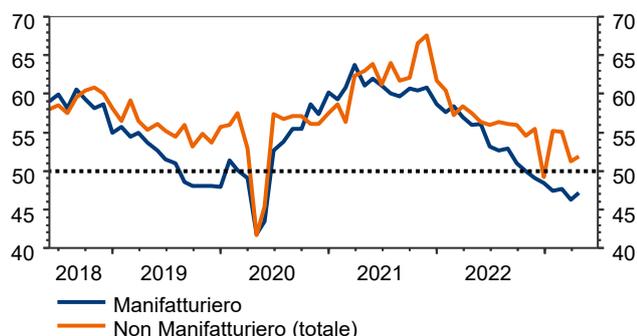
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

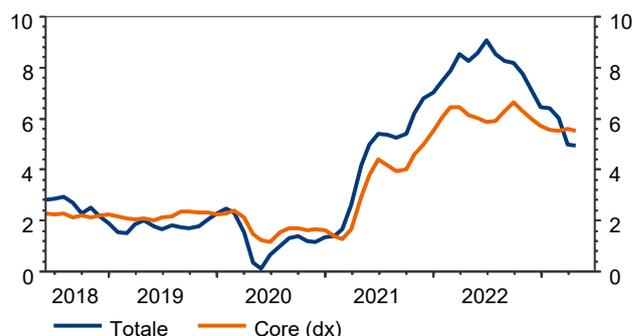
## Stati Uniti

### Indagini ISM



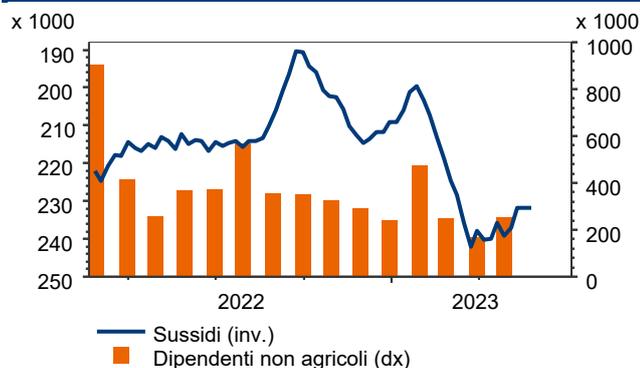
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



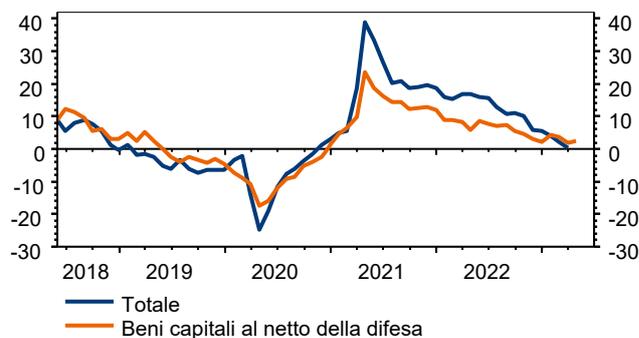
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

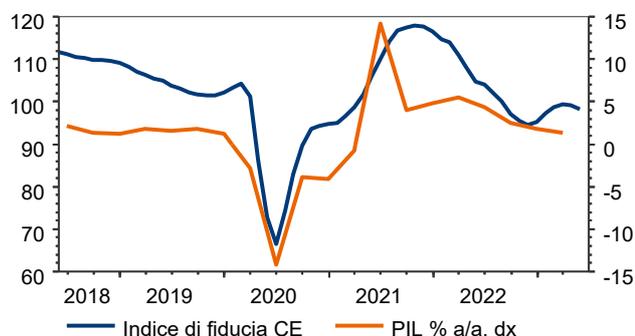
### Previsioni

	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	2.3	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

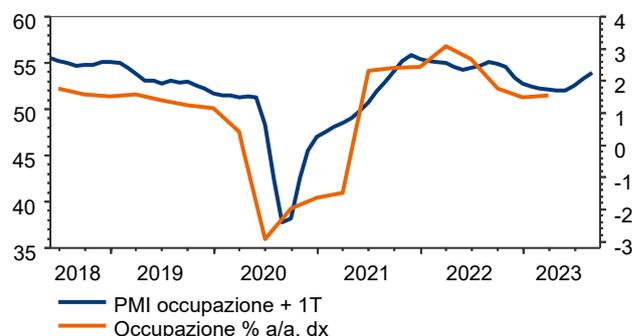
## Area euro

## PIL



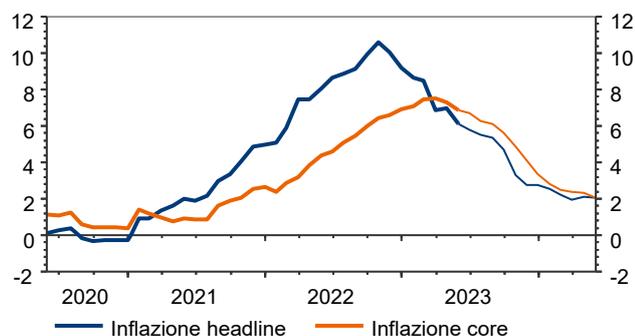
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## 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	2.5
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

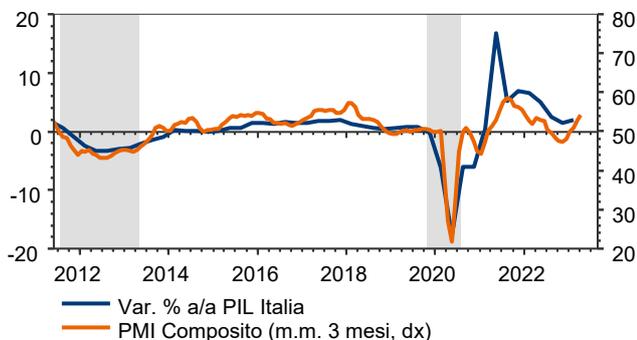
## Previsioni

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
				T2	T3	T4
				T1	T2	T3
				T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.5	0.7	1.2	4.4	2.5	1.8
- t/t				0.9	0.4	0.0
Consumi privati	4.3	-0.1	1.4	1.1	0.9	-0.9
Investimenti fissi	3.8	2.0	2.1	0.9	4.0	-3.6
Consumi pubblici	1.4	-0.9	0.5	0.1	-0.1	0.8
Esportazioni	7.1	1.7	1.0	1.7	1.7	0.0
Importazioni	8.0	0.6	1.5	1.9	4.2	-1.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.3	1.8			
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-3.0			
Debito pubblico (% PIL)	91.6	90.4	93.8			
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.6	2.4	8.0	9.3	10.0
Produzione industriale (a/a)	2.2	-0.1	1.8	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	3.35	3.88
				4.09	4.05	

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

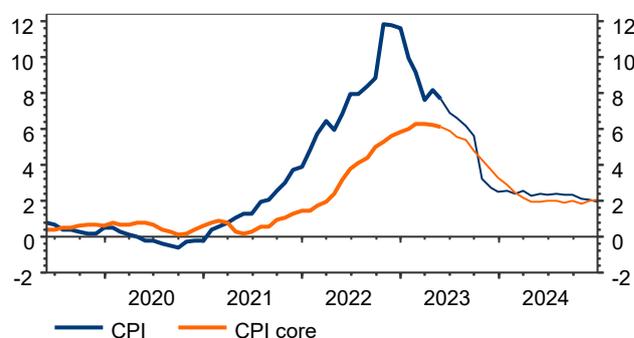
## Italia

### 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	121.8	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	-1.0	1.4	2.0	0.3	-2.1	-1.2	-2.3	-1.1	0.9	1.3	
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	8.0	7.8	8.1	8.0	7.9	7.9	7.9	8.1	7.9	7.8	
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.44	5.04	2.97	3.50	4.13	4.13	4.31	4.61	4.71	4.76	

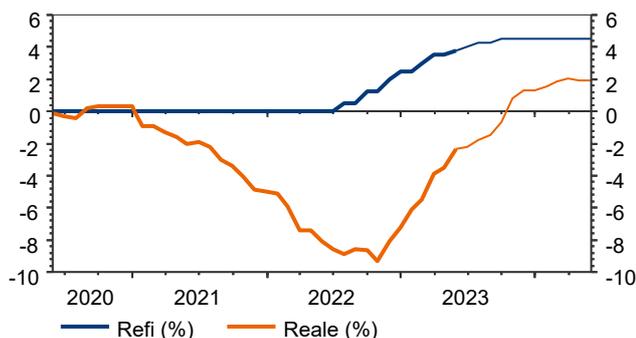
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	31/5	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>3.21</b>	3.33	3.88	4.03	4.02
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	<b>3.46</b>	3.54	4.00	4.08	4.04

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

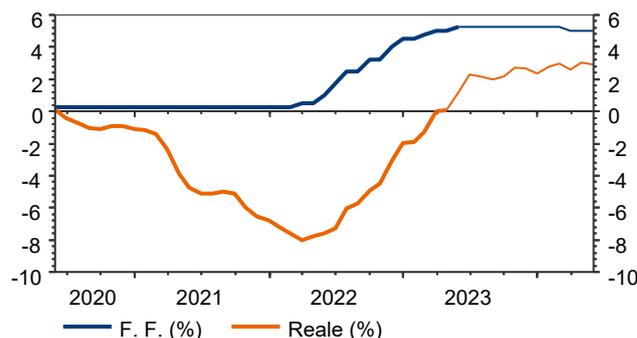


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	31/5	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>5.24</b>	5.09	5.10	5.10	4.92

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

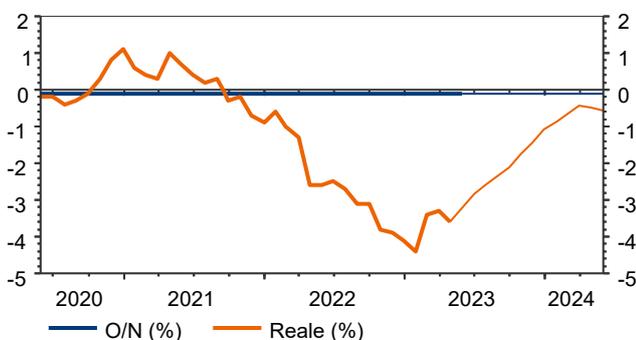


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	31/5	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

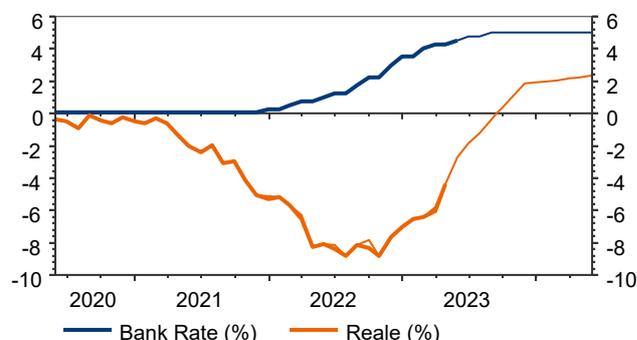


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	31/5	giu	set	dic	mar
Bank rate	2.25	3.50	4.25	<b>4.50</b>	4.75	5.00	5.00	5.00
Libor GBP 3m	3.34	3.87	4.42	<b>4.90</b>	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	1/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.22	1.07	1.05	1.07	1.10	<b>1.0708</b>	1.10	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	109	130	136	136	137	<b>139.49</b>	132	127	124	120	118
GBP/USD	1.42	1.25	1.23	1.20	1.25	<b>1.2469</b>	1.25	1.26	1.27	1.28	1.28
EUR/CHF	1.10	1.03	0.99	1.00	0.98	<b>0.9721</b>	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	134	139	142	145	149	<b>149.39</b>	145	141	138	136	135
EUR/GBP	0.86	0.85	0.86	0.89	0.88	<b>0.8585</b>	0.88	0.88	0.89	0.89	0.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Aniello Dell'Anno  
Giovanna Mossetti  
Andrea Volpi  
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com  
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com  
simone.zava@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com