

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La **Banca Centrale Europea** ha alzato i tassi ufficiali di 25pb come atteso. Ugualmente attesa era l'indicazione che i rialzi dei tassi non sono conclusi, anche se l'atteggiamento resta dipendente dai dati. La novità è che la revisione delle previsioni è coerente con un **profilo temporale dei tassi significativamente più alto** rispetto a quello che i mercati scontavano prima della riunione.

**FOMC: sorpresa hawkish.** La riunione del FOMC si è conclusa, come atteso, con tassi fermi a 5,25%, ma anche con una sorpresa *hawkish* per il picco dei tassi. La mediana dei fed funds previsti a fine 2023, a 5,6%, sconta altri due rialzi entro fine anno, con previsioni piuttosto concentrate, segni di un consenso diffuso per più di un rialzo. La svolta è prevista nel 2024, con 100pb di tagli. Il rialzo di luglio appare ormai come un dato di fatto, ma quello successivo è molto più incerto, a nostro avviso. Tuttavia, con una *guidance* così esplicita e convinta per ancora due rialzi, su un orizzonte di meno di sei mesi, alziamo la nostra previsione per il picco dei fed funds a 5,75%. Prevediamo una svolta a gennaio 2024, e un sentiero verso il basso più rapido di quello atteso dal FOMC, con riduzioni di 125pb l'anno prossimo.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro** il focus della settimana sarà sugli indici di fiducia di giugno. Le indagini PMI e le rilevazioni dell'INSEE in Francia sono attese confermare la divergenza in atto tra la contrazione manifatturiera e la tenuta dei servizi, mentre il morale dei consumatori nell'Eurozona potrebbe beneficiare del calo delle aspettative d'inflazione. La produzione nelle costruzioni è vista tornare a crescere ad aprile.

Questa settimana, negli **Stati Uniti** i dati non dovrebbero modificare il quadro macro. Sul fronte del mercato immobiliare residenziale a maggio, le vendite di case esistenti dovrebbero essere poco variate e i nuovi cantieri sono attesi in modesto rialzo. Gli indici PMI flash di giugno dovrebbero confermare i segnali di marginale recessione nel manifatturiero e di espansione moderata nei servizi.

16 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

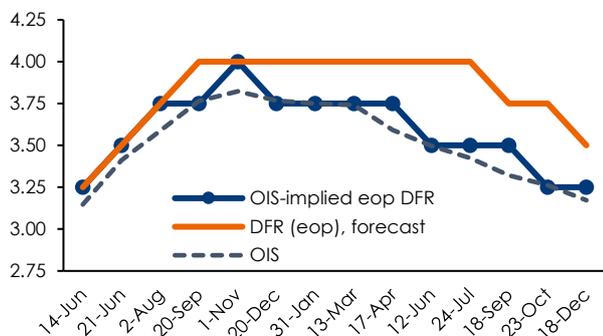
## Il punto

La **Banca Centrale Europea** ha alzato i tassi ufficiali di 25pb come atteso. Ugualmente attesa era l'indicazione che i rialzi dei tassi non sono conclusi, anche se l'atteggiamento resta dipendente dai dati. La novità è che la revisione delle previsioni è coerente con un **profilo temporale dei tassi significativamente più alto** rispetto a quello che i mercati scontavano prima della riunione.

- Come largamente scontato da mercati e analisti, **il Consiglio Direttivo della BCE ha alzato i tassi ufficiali di 25pb**: il tasso sui depositi presso BCE (DFR), il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO) e il tasso di rifinanziamento marginale salgono rispettivamente a 3,50%, 4,0% e 4,25%. La decisione era stata preparata fin dalla riunione di maggio senza alcun tentennamento e, secondo quanto dichiarato dalla Presidente, ha ricevuto un sostegno 'molto ampio', sebbene non unanime. I principali motivi di interesse dell'evento sono quindi costituiti dall'evoluzione della *forward guidance* e delle proiezioni macroeconomiche dello staff. Qui non sono mancate le sorprese.
- Per quanto riguarda il primo punto, **la forward guidance resta invariata**: "le decisioni future del Consiglio Direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE siano fissati a livelli sufficientemente restrittivi da conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2% nel medio termine e siano mantenuti su tali livelli finché necessario". Ciò significa che: (1) la BCE convalida le attese di almeno un altro rialzo di 25pb alla riunione di luglio e, (2) indica che poi intende mantenere i tassi su livelli restrittivi per qualche tempo. Allo stesso tempo, intensità e durata della restrizione seguiranno un "approccio guidato dai dati", non predeterminato e, dunque, adattabile alle circostanze. Tuttavia, la Presidente ha avvisato che una pausa a luglio è molto improbabile.
- **La novità dal maggiore impatto sta nella revisione delle previsioni**. Il comunicato afferma che l'inflazione, pur diminuita, "dovrebbe rimanere troppo elevata per un periodo di tempo troppo prolungato". A rinforzare il messaggio, **le previsioni di inflazione dello staff sono state riviste al rialzo su tutto l'orizzonte**, in particolare per l'indice senza alimentari ed energia, perché l'effetto del calo dei prezzi energetici è sovrastato dagli effetti "dei passati aumenti inattesi e delle implicazioni del vigore del mercato del lavoro" (v. Tab. 1). Malgrado incorpori più restrizione monetaria che a marzo, **lo scenario di giugno segnala che l'obiettivo si è allontanato**: anche se le revisioni al profilo dell'indice generale dei prezzi sono modeste (v. Fig. 2), la crescita prevista del PIL è stata limata di poco, il mercato del lavoro resta teso e l'inflazione core è attesa ben sopra il 2% per tutto il prossimo biennio. In sostanza, **potrebbe essere necessario un rialzo dei tassi ben superiore a quello scontato nelle curve** per conseguire la stabilità dei prezzi. Per ora, tuttavia, nessuno dei governatori si sbilancia su settembre: Nagel (Bundesbank) si è limitato a dire che potrebbe essere necessario tornare ad alzare i tassi dopo la pausa estiva.
- Non ci sono novità sul fronte delle misure non convenzionali. La BCE conferma sia l'interruzione (da luglio) dei reinvestimenti APP, sia la prosecuzione dei reinvestimenti PEPP fino al dicembre 2024. Secondo la Presidente, l'interruzione dei reinvestimenti APP dovrebbe essere ben assorbita dai mercati. Nulla di nuovo neppure riguardo alle operazioni di rifinanziamento.
- Come già avvenuto per la riunione della Fed, anche la riunione BCE mostra una banca centrale preoccupata per la sua credibilità e, quindi, disposta a correre qualche rischio di recessione in più pur di avere la garanzia di conseguire la stabilità dei prezzi entro il 2025. Questo significa che, in assenza di turbolenze finanziarie importanti, o di un brusco rallentamento dell'attività economica che oggi non è visibile nei dati, la BCE alzerà i tassi più di quanto i mercati e la maggioranza degli analisti prevedevano. Sembra che questo messaggio sia stato colto, a giudicare dalla reazione dei mercati.
- **Confermiamo la previsione di un livello terminale del 4,0% per il DFR**, ora non più così alta rispetto ai tassi impliciti di mercato, in attesa di verificare come si evolverà nei prossimi mesi la trasmissione della stretta all'economia reale. I tassi saranno alzati al 3,75% il 27 luglio e poi

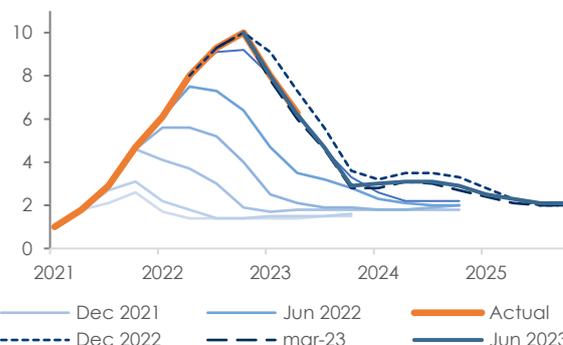
probabilmente al 4,0% il 14 settembre. Non riteniamo probabili tagli dei tassi prima di metà 2024.

**Fig. 1 - Tasso Depo Facility della BCE: proiezioni implicite negli OIS e proiezioni di base ISP**



Fonte: elaborazioni ricerca Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv; proiezioni Intesa Sanpaolo. Le date si riferiscono alla data in cui la variazione dei tassi ufficiali ha effetto.

**Fig. 2 – Evoluzione recente delle previsioni BCE di inflazione a/a**



Fonte: elaborazioni ricerca Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e BCE (ECB staff macroeconomic projections, varie edizioni).

**Tab. 1 – Le principali proiezioni macroeconomiche della BCE**

	2023				2024				2025			
	BCE		ISP		BCE		ISP		BCE		ISP	
	Dec	Mar	Jun	Jun	Dec	Mar	Jun	Jun	Dec	Mar	Jun	Jun
PIL	0,5	1,0	<b>0,9</b>	0,6	1,9	1,6	<b>1,5</b>	1,2	1,8	1,6	<b>1,6</b>	1,6
IPCA	6,3	5,3	<b>5,4</b>	5,6	3,4	2,9	<b>3,0</b>	2,4	2,3	2,1	<b>2,2</b>	2,1
IPCA ex food and energy	4,2	4,6	<b>5,1</b>	6,1	2,8	2,5	<b>3,0</b>	2,2	2,4	2,2	<b>2,3</b>	2,1

Fonte: BCE (ECB staff macroeconomic projections for the euro area, June 2023); elaborazioni ricerca Intesa Sanpaolo.

**FOMC: sorpresa hawkish.** La riunione del FOMC si è conclusa, come atteso, con tassi fermi a 5,25%, ma anche con una sorpresa hawkish per il picco dei tassi. La mediana dei fed funds previsti a fine 2023, a 5,6%, sconta altri due rialzi entro fine anno, con previsioni piuttosto concentrate, segni di un consenso diffuso per più di un rialzo. La svolta è prevista nel 2024, con 100pb di tagli. Il rialzo di luglio appare ormai come un dato di fatto, ma quello successivo è molto più incerto, a nostro avviso. Tuttavia, con una *guidance* così esplicita e convinta per ancora due rialzi, su un orizzonte di meno di sei mesi, alziamo la nostra previsione per il picco dei fed funds a 5,75%. Prevediamo una svolta a gennaio 2024, e un sentiero verso il basso più rapido di quello atteso dal FOMC, con riduzioni di 125pb l'anno prossimo.

- La **riunione del FOMC di giugno ha confermato la pausa hawkish** preparata nelle scorse settimane, mantenendo i tassi fermi con un voto unanime e allo stesso tempo segnalando che i rialzi non sono finiti e che c'è ancora lavoro da fare per riportare stabilmente l'inflazione al 2%. La comunicazione alla riunione di giugno è stata trasmessa principalmente attraverso l'aggiornamento del Summary of Economic Projections (SEP), che parla da solo: crescita e inflazione più alte, disoccupazione più bassa, quindi tassi più alti. La sorpresa è la mediana dei tassi con altri due interventi da 25pb e **fed funds attesi a 5,75% entro fine anno**.
- Il **comunicato**, poco variato rispetto a maggio, conferma attività in espansione "modesta", occupazione in crescita "robusta" e inflazione "elevata". L'unico cambiamento è una **sfumatura nella guidance**, con cui si afferma che "mantenere i tassi fermi a questa riunione permette al Comitato di valutare l'informazione aggiuntiva e le sue implicazioni (...) per determinare l'entità della restrizione aggiuntiva che potrebbe essere appropriata per riportare l'inflazione al 2% nel tempo". I dati indicheranno quanto sarà richiesto.

**Pausa hawkish con una sorpresa: attesi altri due rialzi da 25pb**

**Comunicato quasi invariato**

■ La **revisione del SEP**, come atteso, è il **canale di trasmissione del messaggio hawkish** della Fed e lascia pochi dubbi sulle intenzioni del Comitato. Le previsioni per fine 2023 vedono **ampie revisioni allo scenario macro**: crescita a 1% a/a da 0,4% a/a, inflazione core a 3,9% a/a da 3,6% a/a, tasso di disoccupazione a 4,1% da 4,5%. Per gli anni successivi, invece, le revisioni sono marginali. **La conseguenza è un netto spostamento del grafico a punti** per il 2023, con i fed funds a 5,6% da 5,1%, e un cambiamento contenuto per il 2024, a 4,6% da 4,3%. Altrettanto importante è la scarsa dispersione dei "punti" nel grafico: 12 partecipanti su 18 prevedono tassi a 5,75% o oltre (9 prevedono 5,75%, 3 si aspettano tassi più elevati), 4 partecipanti vedono 1 solo rialzo e 2 si aspettano tassi fermi. I punti per gli anni successivi sono significativamente più dispersi, rivelando ampia incertezza sul sentiero dei tassi nel 2024-25, con le mediane dei tassi a 4,6% a fine 2024 e a 3,4% a fine 2025.

■ La **conferenza stampa di Powell** nel complesso è stata meno *hawkish* rispetto al grafico a punti, a nostro avviso. La descrizione del quadro macro ha rilevato attività modesta, investimenti sia residenziali sia non residenziali deboli. L'elemento di preoccupazione per la Fed rimane il mercato del lavoro ancora "molto sotto pressione", nonostante alcuni segnali di ritorno verso un "migliore equilibrio fra domanda e offerta", e le sue implicazioni per l'inflazione, sempre troppo elevata. Anche per l'inflazione, la narrativa nella conferenza stampa conferma l'aspettativa di un ridimensionamento. Sia per il mercato del lavoro, sia per l'inflazione, il Comitato ritiene che sia necessario un aggiustamento più significativo verso un sentiero di riduzione dell'eccesso di domanda.

■ Nella discussione sul **sentiero dei tassi**, Powell ha evidenziato le tre variabili rilevanti: la **velocità dei rialzi, il livello del punto di arrivo e la durata della pausa dopo il picco**. Powell ha inquadrato in questo contesto le mosse già attuate e quelle in arrivo. Dal 2022, il focus del Comitato è stato sulla velocità dei rialzi, con un trend in aumento fino a fine anno e un rallentamento successivo. La pausa di giugno va letta in quest'ottica, in sostanza come un **ulteriore rallentamento della velocità dei rialzi, non come il raggiungimento di un picco**. Fra l'altro, per quanto riguarda luglio, Powell non ha voluto dare indicazioni in termini di probabilità di un rialzo ma ha affermato che la prossima riunione sarà "viva". Inoltre, Powell ha anche segnalato che alla riunione di giugno non si è discusso un ritmo di rialzi preciso, quindi non bisogna già prevedere rialzi con una cadenza predeterminata. Tuttavia, nella lettura dei dati e delle loro implicazioni per i rialzi, traspare che ora il Comitato vede come unità di tempo non le sei settimane che dividono le riunioni, bensì il trimestre. Quindi, a nostro avviso, il default è un rialzo per trimestre, cioè luglio e probabilmente settembre o novembre.

■ A questo punto, relativamente vicino al picco, **il focus ovviamente si sposta sul livello finale dei tassi**. Il grafico a punti mostra una notevole compattezza a favore di almeno due rialzi, in tempi tutto sommato ravvicinati, meno di 6 mesi, con indicazioni di probabilità elevata che tali interventi vengano attuati. A nostro avviso, **il rialzo di luglio è scontato**, e giustificato dal complesso dei dati già usciti e da quelli in arrivo che il Comitato leggerà, come indicato da Powell, nel complesso del 2° trimestre. **Per il rialzo successivo, invece, le probabilità sono meno chiare**, dato che l'inflazione da giugno in poi dovrebbe rallentare ancora, con una riduzione relativamente rapida nella parte finale dell'estate, sia su base mensile sia, soprattutto, su base tendenziale. Sul mercato del lavoro, l'indagine delle piccole imprese, che sono il motore dell'occupazione, indica un inequivocabile rallentamento sia delle assunzioni sia della dinamica salariale. Pertanto, riteniamo che, dopo il rialzo di luglio, i rischi siano di tassi fermi a 5,5% per il resto dell'anno.

Tuttavia, con una *guidance* così esplicita, e su un orizzonte così breve, meno di sei mesi, è difficile formulare una previsione in contrasto con quella del FOMC. Quindi, al momento prevediamo **un rialzo a luglio**, con probabilità praticamente pari al 100%, e un **successivo intervento a 5,75%**, con una probabilità fra il 50% e il 60%, ipotizzando che il Comitato intenda suggellare in modo indiscutibile l'impegno a riportare l'inflazione al 2% e che il progresso su inflazione e mercato del lavoro avvenga solo gradualmente. Forse si può affermare che le **condizioni per tassi fermi dopo luglio**, senza ulteriori interventi, richiederebbero **una netta**

**Summary of Economic Projections: più crescita, più inflazione, meno disoccupazione => tassi più alti**

**Velocità dei rialzi: segnali impliciti per una mossa per trimestre**

**Punto di arrivo a 5,75%, con rischi (verso il basso)**

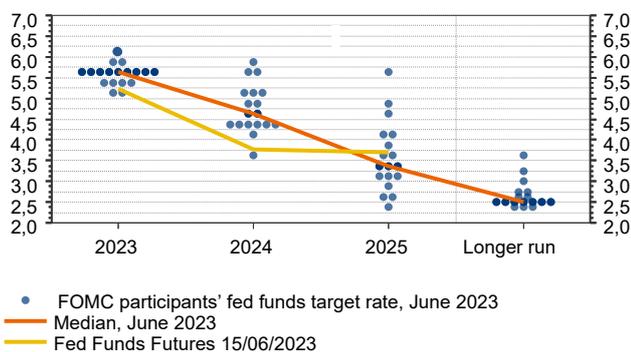
**Un rialzo a luglio praticamente certo, un altro fra settembre e novembre condizionato ai dati**

**accelerazione del trend verso il basso dell'inflazione core** (variazioni mensili fra 0,2% e 0,3% m/m) **e della dinamica occupazionale** (intorno a 120-150 mila) a luglio e agosto.

- La terza variabile rilevante per il sentiero dei tassi, cioè **la durata della pausa**, rimane a nostro avviso, e anche nel SEP, in linea con le previsioni precedenti: **tassi fermi dopo il picco fino a fine 2023 e svolta a inizio 2024**. Se effettivamente la Fed attuerà due rialzi, i tassi dovrebbero svoltare con probabilità elevata a fine gennaio, e seguire un sentiero di tagli che porti i tassi a 4,3% a fine 2024, con un taglio in più rispetto alle proiezioni del SEP. Lo scenario dei tassi e dell'inflazione dei prossimi anni, a nostro avviso, dovrebbe riportarsi in linea con **un mondo di tassi nominali e reali positivi nel medio termine**.

**Durata della pausa: svolta probabile a inizio 2024**

**Il FOMC vede ancora due rialzi dei tassi**



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

**Proiezioni del FOMC: spostamento hawkish delle proiezioni per i fed funds**

Variable	Median			
	2023	2024	2025	Longer run
<b>Real GDP</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>
Mar. projection	0.4	1.2	1.9	1.8
<b>Unemployment rate</b>	<b>4.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>
Mar. projection	4.5	4.6	4.6	4.0
<b>PCE inflation</b>	<b>3.2</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
Mar. projection	3.3	2.5	2.1	2.0
<b>Core PCE inflation</b>	<b>3.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	
Mar. projection	3.6	2.6	2.1	
<b>Memo: Projected appropriate policy path</b>				
<b>Federal funds rate</b>	<b>5.6</b>	<b>4.6</b>	<b>3.4</b>	<b>2.5</b>
Mar. projection	5.1	4.3	3.1	2.5

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

## I market mover della settimana

Nell'**area euro** il focus della settimana sarà sugli indici di fiducia di giugno. Le indagini PMI e le rilevazioni dell'INSEE in Francia sono attese confermare la divergenza in atto tra la contrazione manifatturiera e la tenuta dei servizi, mentre il morale dei consumatori nell'Eurozona potrebbe beneficiare del calo delle aspettative d'inflazione. La produzione nelle costruzioni è vista tornare a crescere ad aprile.

Questa settimana, negli **Stati Uniti** i dati non dovrebbero modificare il quadro macro. Sul fronte del mercato immobiliare residenziale a maggio, le vendite di case esistenti dovrebbero essere poco variate e i nuovi cantieri sono attesi in modesto rialzo. Gli indici PMI flash di giugno dovrebbero confermare i segnali di marginale recessione nel manifatturiero e di espansione moderata nei servizi.

### Martedì 20 giugno

#### Area euro

■ **Area euro.** Dopo la flessione del mese precedente la **produzione nelle costruzioni** dovrebbe rimbalzare di 0,6% m/m ad aprile. Nel 1° trimestre dell'anno il settore ha contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto, e potrebbe risultare sostanzialmente stagnante nel trimestre in corso. Le indagini di fiducia, nonché i dati sulla domanda di mutui e sui permessi di costruire, anticipano tuttavia una possibile contrazione nella seconda metà dell'anno.

#### Stati Uniti

■ I nuovi **cantieri residenziali** a maggio sono attesi in aumento a 1,415 mln da 1,401 mln di aprile. Le licenze sono previste in rialzo a 1,425 mln da 1,417 mln. La fiducia dei costruttori di case a maggio è salita a 50, massimo da luglio 2022, in aumento ininterrotto dal minimo recente di 31 a dicembre 2022. Grazie al calo dei tassi sui mutui e al ridimensionamento dei prezzi delle case, le vendite di immobili sono in ripresa dalla seconda metà del 2022.

### Giovedì 22 giugno

#### Area euro

■ **Area euro.** La stima flash potrebbe evidenziare un leggero miglioramento dell'indice di **fiducia dei consumatori** della Commissione Europea di giugno, a -17 da un precedente -17,4. L'indicatore dovrebbe beneficiare sia dei primi segnali di rallentamento dell'inflazione anche sui beni a più alta frequenza di acquisto, sia di un mercato del lavoro ancora in buona salute. L'indicatore rimarrebbe peraltro su livelli ancora inferiori alla media di lungo periodo, e compatibili con una dinamica fiacca dei consumi privati nei mesi estivi.

■ **Francia.** Non ci attendiamo significativi miglioramenti della **fiducia manifatturiera** rilevata dall'INSEE in giugno. Le indagini dei mesi scorsi hanno registrato un deciso peggioramento delle componenti più anticipatrici mentre la recente survey della Banque de France ha riportato attese di crescita della produzione solo modeste. Vediamo quindi una stabilizzazione al di sotto della media di lungo periodo, a 99.

#### Stati Uniti

■ Le **vendite di case esistenti** a maggio dovrebbero essere poco variate, a 4,27 mln da 4,28 mln di aprile, alla luce della stabilizzazione dei contratti di compravendita ad aprile.

### Venerdì 23 giugno

#### Area euro

■ **Area euro.** Gli indici **PMI** flash di giugno sono attesi confermare la divergenza tra la contrazione in corso nel manifatturiero e un settore dei servizi ancora in espansione che,

almeno per il momento, è in grado di garantire la tenuta del ciclo. Non vediamo ancora segnali di riaccelerazione per la domanda di beni industriali, complice una ripresa cinese per ora deludente, mentre l'indicatore anticipatore risultante dalla differenza tra ordinativi e scorte suggerisce un ulteriore peggioramento del morale in giugno, stimiamo a 44,3 da 44,8 di maggio. Il PMI servizi dovrebbe al contrario rimanere in territorio espansivo, ma potrebbe mostrare anch'esso un minore dinamismo, a 54,9 da 55,1 di maggio. I dati lascerebbero il PMI composito su livelli espansivi, stimiamo a 52,5 da 52,8, compatibili con un ritorno alla crescita del PIL nel 2° trimestre dopo la recessione "tecnica" vista a cavallo d'anno.

### Stati Uniti

- Il **PMI manifatturiero flash** a giugno è previsto a 48,5, poco variato rispetto a 48,4 di maggio. Gli ordini dovrebbero restare in area recessiva come a maggio, e l'occupazione dovrebbe dare segni di indebolimento, dopo 4 mesi in territorio espansivo. Nei **servizi**, l'indice dovrebbe correggere modestamente, a 53,5 da 54,9. L'indice dei prezzi nel manifatturiero dovrebbe proseguire sul trend verso il basso iniziato ad aprile 2022, e attestarsi intorno a 50. Nei servizi, sarà importante vedere se la stabilizzazione dell'indice dei prezzi di vendita vista a maggio sarà confermata, per valutare l'eventuale ripresa della tendenza alla moderazione interrotta a gennaio.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (19 – 23 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	19/6	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		giu	50		50		
Mar	20/6	03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	giu	4.30	%		
		03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	giu	3.65	%		
		06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		apr	prel -0.4	%		
		08:00	GER	PPI a/a		mag	4.1	%	1.7	
		08:00	GER	PPI m/m		mag	0.3	%	-0.7	
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	mag	1.401	Mln	1.405	1.415
		14:30	USA	Licenze edilizie		mag	1.417	Mln	1.435	1.425
Mer	21/6	08:00	GB	CPI m/m		mag	1.2	%		
		08:00	GB	CPI a/a	*	mag	8.7	%	8.5	
Gio	22/6	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	giu	99		99	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	262	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.775	Mln		
		14:30	USA	Saldo partite correnti	*	T1	-206.8	Mld \$		
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		mag	-0.6	%	-0.8	
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		mag	4.28	Mln	4.24	4.27
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	giu	-17.4		-17.0	-17.0
Ven	23/6	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	mag	3.5	%		
		01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	mag	3.4	%	3.1	
		02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		giu	50.6			
		06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T1	prel -0.7	%		
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		mag	-3.0	%		
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	mag	0.5	%		
		09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.5	%		
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	giu	52.5		52.0	52.8
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	giu	45.7		45.2	45.2
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	giu	57.2		56.4	56.6
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	giu	43.2		43.3	42.7
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	giu	55.1		54.5	54.9
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	giu	52.8		52.5	52.5
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	giu	44.8		44.5	44.3
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	giu	55.2		54.7	
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	giu	47.1		46.8	
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		giu	-9.2			
15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	giu	54.9			53.5		
15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	giu	48.4			48.5		
15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		giu	54.3					

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 (19 – 25 giugno)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>	
Lun	19/6	15:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Mar	20/6	11:00	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
		12:30	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		16:30	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
		17:45	USA	Discorso di Williams (Fed)
Mer	21/6	10:00	EUR	Discorso di Kazimir (BCE)
		15:45	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		16:00	USA	* Audizione di Powell di fronte alla commissione affari finanziari della Camera
		18:25	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
Gio	22/6	13:00	GB	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate +25pb a 4,75%)
		16:00	USA	* Audizione di Powell (Fed) alla commissione bancaria del Senato
		16:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
		22:30	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Ven	23/6	11:15	USA	Discorso di Bullard (Fed)
		11:30	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
		12:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		19:40	USA	Discorso di Mester (Fed)
Dom	25/6	15:15	USA	Discorso di Williams (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	mag	0.4		% 0.2	0.1	
CPI a/a	mag	4.9		% 4.1	4.0	
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	mag	5.5		% 5.3	5.3	
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	mag	0.4		% 0.4	0.4	
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	mag	0.2		% 0.2	0.2	
PPI m/m	mag	0.2		% -0.1	-0.3	
Richieste di sussidio	settim	262	(261)	x1000	249	262
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.755	(1.757)	Mln	1.765	1.775
Prezzi all'import m/m	mag	0.3	(0.4)	%	-0.5	-0.6
Indice Empire Manufacturing	giu	-31.80			-15.10	6.6
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	mag	0.4		%	0.1	0.1
Vendite al dettaglio m/m	mag	+0.4	(0.4)	%	-0.1	+0.3
Indice Philadelphia Fed	giu	-10.4			-14.0	-13.7
Produzione industriale m/m	mag	0.5		%	0.1	-0.2
Impiego capacità produttiva	mag	79.8	(79.7)	%	79.7	79.6
Scorte delle imprese m/m	apr	-0.2	(-0.1)	%	0.2	0.2
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	apr	205.6	(133.3)	Mld \$		127.8
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	giu	59.2			60.0	

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

**Il CPI a maggio è aumentato di 0,1% m/m** (4% a/a, dal picco di 9,1% a/a a giugno 2022), dopo 0,4% m/m del mese precedente. L'**energia** ha registrato un calo di -3,6% m/m (-11,7% a/a), spinto verso il basso da tutte le componenti. Per gli **alimentari**, la variazione è stata di 0,2% m/m, dopo due mesi di stabilità, con un aumento di 0,1% m/m per gli alimentari consumati a casa, e un rialzo della ristorazione ancora solido (0,5% m/m). I rialzi dei prezzi sono diffusi all'abitazione, come sempre principale contributore al dato totale, e ad alcuni comparti dei servizi (altri servizi, trasporti), oltre che a diverse categorie di beni, fra cui auto usate e abbigliamento. Arredamento, auto nuove e tariffe aeree registrano invece correzioni.

L'**indice core ha registrato una variazione di 0,4% m/m, come ad aprile**, segnalando una stabilizzazione dei rialzi da inizio 2023. La variazione tendenziale, a 5,3% a/a (da 5,5% a/a di aprile), indica persistenza dell'inflazione su livelli elevati e conferma l'interruzione del trend verso il basso visto nella seconda metà del 2022. Il focus per lo scenario dei prezzi resta concentrato sui servizi core ex-abitazione, che per ora non accennano a rallentare. L'abitazione è riaccelerata rispetto ad aprile per via del comparto alberghi.

- I **beni core hanno prezzi in aumento** di 0,6% m/m (2% a/a) per il secondo mese consecutivo, e confermano che la fase di contrazioni si è interrotta, con il ritorno a un sentiero in linea con la regolarità pre-pandemica di variazioni moderate senza un trend significativo, influenzate anche dalla fine del periodo di apprezzamento del dollaro. Gli aumenti sono diffusi ad abbigliamento (0,3% m/m, 3,5% a/a), auto usate (4,4% m/m, -4,2% a/a), medicinali (0,6% m/m, 4,4% a/a). L'arredamento (-0,4%, 4,1% a/a) e le auto nuove (-0,1% m/m, 4,7% a/a) hanno prezzi in calo, grazie anche alla normalizzazione delle scorte.
- I **servizi core ex-energia**, in aumento di 0,4% m/m (6,6% a/a) e in linea con i dati di aprile, confermano una dinamica mensile in rallentamento rispetto ai primi mesi dell'anno, e restano su un trend verso il basso rispetto alla parte centrale del 2022. I dati mostrano un cambiamento di passo importante nella distribuzione delle variazioni fra sotto-settori.

I **servizi abitativi** sono in rialzo di 0,6% m/m (8% a/a), dopo 0,4% m/m, da una media di 0,75% m/m nei trimestri precedenti. Nel comparto abitazione, si vede una dinamica più contenuta dell'affitto per la residenza (0,5% m/m, 8,1% a/a), con rialzi di 0,5% m/m sia per gli affitti sia per gli affitti figurativi. I prezzi per la residenza diversa dall'abitazione, tipicamente volatili, sono in aumento di 1,8% m/m (3,4% a/a). L'abitazione di residenza dovrebbe rallentare ulteriormente nei prossimi mesi, sulla scia degli effetti del calo dei prezzi delle case e dei nuovi contratti di affitto.

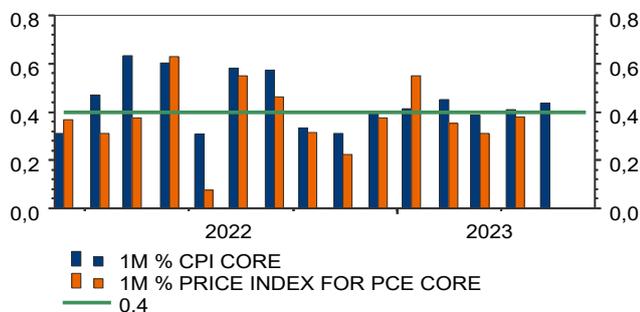
□ **Il resto dell'indice dei servizi core è una combinazione di voci in rialzo e in calo, con una distribuzione più equa fra variazioni positive e negative rispetto ai mesi scorsi.** I trasporti registrano un incremento di 0,8% m/m (10,2% a/a), per via degli ampi aumenti per la manutenzione e l'assicurazione auto. Invece, le tariffe aeree e le auto a noleggio registrano correzioni significative. I servizi collegati alla riapertura post-Covid danno un'indicazione incoraggiante, con la ricreazione in calo di -0,1% m/m (5,8% a/a). I servizi sanitari (-0,1% m/m) sono frenati dal calo delle assicurazioni (-3,7% m/m), dovuto alla metodologia di rilevazione diversa da quella del deflatore, che si protrarrà per tutto l'anno. I servizi ospedalieri accelerano con una variazione di 0,8% m/m, dopo 0,4% m/m ad aprile. Anche istruzione e comunicazione sono in frenata, con -0,1% m/m. Invece, gli "altri servizi personali" restano su un sentiero ripido, in rialzo di 0,5% m/m (6,7% a/a).

Nel complesso, **i dati danno indicazioni di pressioni inflazionistiche in modesto ritracciamento nel comparto dei servizi core ex-abitazione.**

La **dinamica mensile core nei prossimi trimestri mesi potrà rallentare** ulteriormente per via della svolta attesa nel comparto "pesante" dell'abitazione. Le indicazioni recenti sugli affitti correnti confermano la previsione di significativo ridimensionamento del comparto, che dovrebbe portare da giugno in poi a variazioni dei servizi core intorno a 0,3% m/m, con un ritorno alla riduzione dell'inflazione core complessiva.

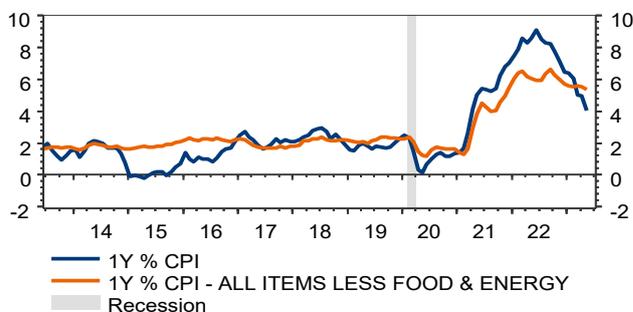
I prezzi dei **servizi core ex-abitazione**, legati all'andamento dei salari e dell'eccesso di domanda di lavoro, nel complesso danno segnali di stabilizzazione più che di potenziale svolta. Tuttavia, i segnali di indebolimento della domanda di lavoro e di rallentamento della dinamica salariale, se pure modesto, rendono probabile una discesa dell'inflazione core fra 3,5% e 3,8% a/a a fine 2023. Il deflatore dovrebbe essere 2-3 decimi al di sopra del CPI, per via del minor peso dell'abitazione, giustificando **l'aspettativa di tassi fermi per il resto del 2023 dopo il rialzo atteso per luglio, a 5,5%, e la pausa temporanea di giugno.**

**Inflazione core sempre lontana dalla stabilità dei prezzi**



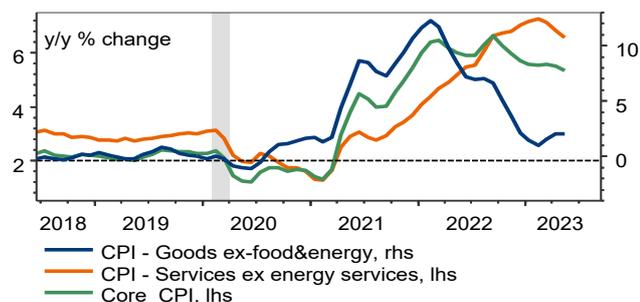
Fonte: BLS, BEA

**L'inflazione core rimane stabile**



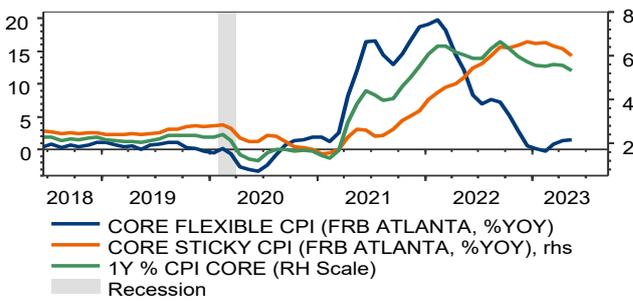
Fonte: BLS

**I prezzi dei beni core hanno smesso di scendere, nei servizi le pressioni si riducono solo modestamente**

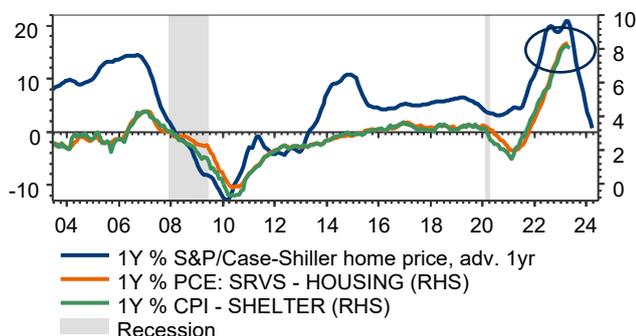


Fonte: BLS

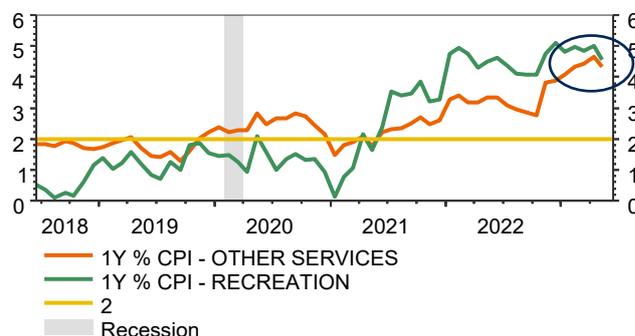
**I prezzi dei servizi danno inerzia al trend complessivo**



Fonte: BLS, Atlanta Fed

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

Fonte: BLS, S&amp;P

**Servizi ex-abitazione ed energia: il quadro, lentamente, migliora**

Fonte: BLS

La **Survey of Consumer Expectations** di maggio ha mostrato un calo delle aspettative di inflazione a 1 anno a 4,1%, minimo da due anni, ma anche un modesto rialzo delle aspettative a 3 e 5 anni a 3% e 2,7%, rispettivamente. Per il mercato del lavoro, le famiglie prevedono un rallentamento della crescita salariale, in concomitanza con prospettive migliori per la disoccupazione e i rischi di perdita del lavoro. Per quanto riguarda le condizioni del credito, si registra un modesto peggioramento.

Le **vendite al dettaglio** di maggio hanno registrato un aumento di 0,3% m/m, dopo 0,4% m/m di aprile, grazie a una variazione di 1,4% m/m per le auto e nonostante l'ampia flessione della benzina (-2,6% m/m). Al netto delle auto, le vendite sono in rialzo solo marginale, di 0,1% m/m. L'aggregato al netto di auto e benzina è in crescita di 0,4% m/m. Le variazioni positive sono diffuse alla maggior parte delle voci e si riscontra un incremento di 0,4% m/m per i servizi della ristorazione. Con le informazioni delle vendite, la stima GDPNow dell'Atlanta Fed per i consumi del 2° trimestre è rivista verso il basso a 0,9% da 1,4% t/t ann. della stima precedente.

La **produzione industriale** a maggio è scesa di -0,2% m/m. Nel manifatturiero l'output è in rialzo marginale (0,1% m/m), con un modesto incremento per le auto (0,2% m/m, dopo 9,8% m/m di aprile). La debolezza complessiva della produzione industriale è dovuta a correzioni per le utility (-1,8% m/m) e per l'estrattivo (-0,4% m/m). I dati sono in linea con una stagnazione e con rischi di recessione per l'industria, come segnalato dalle indagini.

L'indice **Empire della NY Fed** a giugno è risalito in territorio positivo, a 6,6, da -31,8 di maggio, con gli ordini in rialzo a 3,1 da -28. L'occupazione e le ore lavorate restano in area recessiva, mentre i prezzi pagati e ricevuti continuano a segnalare rallentamento. L'indice a 6 mesi è migliorato a 18,9 da 9,8. L'indice della **Philadelphia Fed** di giugno ha dato indicazioni deboli, con un peggioramento a -13,7 da -10,4, accompagnato da ordini sempre negativi. Invece l'occupazione è stagnante e le consegne sono in ripresa. Anche per l'area di Philadelphia le aspettative a 6 mesi sono in miglioramento. Nel complesso le prime indagini di giugno danno un quadro di stagnazione nel breve periodo, con aspettative di modesta riaccelerazione dell'attività a 6 mesi.

Le richieste di nuovi **sussidi di disoccupazione** al 10 giugno sono rimaste invariate a 262 mila, sui massimi da ottobre 2021. La media a 4 settimane è aumentata a 246.750, massimo da novembre 2021. I sussidi erano aumentati oltre 260 mila a marzo, ma era emerso che il rialzo era dovuto a richieste fraudolente in Massachusetts. I livelli dei sussidi di inizio giugno, se confermati, potrebbero segnare l'inizio di un trend verso l'alto cruciale per le previsioni di rallentamento della dinamica occupazionale.

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	mag	-432.3 (-432.4)	Mld ¥ JP	-1331.9	-1372.5
Ordinativi di macchinari m/m	apr	-3.9	%	3.0	5.5

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro**

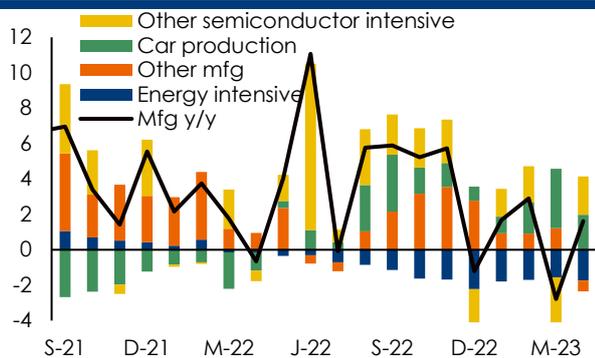
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	apr	-3.8 (-4.1)	%	0.8	1.0
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T1	5.6 (-5.7)	%		5.0
EUR	CPI a/a finale	mag	6.1	%	6.1	6.1
EUR	CPI m/m finale	mag	0.6	%	0.0	0.0
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a fin.	mag	6.9	%	6.9	6.9
FRA	IPCA m/m finale	mag	-0.1	%	-0.1	-0.1
FRA	IPCA a/a finale	mag	6.0	%	6.0	6.0
FRA	CPI m/m Ex Tob	mag	0.6	%		-0.1
GER	CPI m/m finale	mag	-0.1	%	-0.1	-0.1
GER	CPI a/a finale	mag	6.1	%	6.1	6.1
GER	IPCA m/m finale	mag	-0.2	%	-0.2	-0.2
GER	IPCA a/a finale	mag	6.3	%	6.3	6.3
GER	ZEW (Sit. corrente)	giu	-34.8		-40.0	-56.5
GER	ZEW (Sentiment econ.)	giu	-10.7		-13.1	-8.5
ITA	IPCA a/a finale	mag	8.1	%	8.1	8.0
ITA	IPCA m/m finale	mag	0.3	%	0.3	0.3
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	mag	0.3	%	0.3	0.3
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	mag	7.6	%	7.6	7.6
ITA	Bilancia commerciale (totale)	apr	7.623	Mld €		0.318
ITA	Bilancia commerciale (EU)	apr	-0.834	Mld €		-0.921
SPA	IPCA a/a finale	mag	2.9	%	2.9	2.9

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

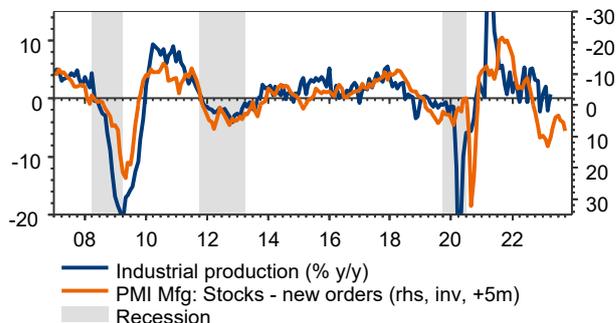
**Area euro.** La **produzione industriale** di aprile è rimbalsata dell'1% m/m, dopo il crollo di marzo (-3,8% m/m, rivisto da -4,1%), riportando la dinamica tendenziale in territorio debolmente positivo, a 0,2% da -1,4% il mese precedente. La crescita congiunturale è dovuta quasi esclusivamente al volatile dato irlandese (+21,5% m/m, dopo il -27% di marzo), nonché, in misura minore, al parziale rimbalzo registrato in Francia (0,8% m/m). Particolarmente marcata la flessione dell'output in Italia e Spagna (-1,9% e -1,8% m/m rispettivamente). Il recupero è sintesi della ripresa dei beni strumentali (+14,7% m/m da -15,2% precedente), trainati dal comparto dell'elettronica, computer e prodotti ottici che era crollato a marzo (+103,2% dopo il -51% di marzo). Anche l'energia (+1% m/m) ha contribuito alla variazione positiva su base mensile. In flessione gli altri macro-gruppi: -1% i beni intermedi; -2,6% i durevoli e -3% i beni di consumo non durevoli. Nonostante il calo dei prezzi dell'energia, l'output nei comparti più energivori non mostra ancora segnali di ripartenza, avendo registrato un calo di -0,9% m/m e -9,7% a/a. Dopo il fisiologico rimbalzo di aprile, l'output potrebbe rimanere debole a maggio, in linea con quanto emerso dai PMI e dalle indagini della Commissione Europea, che hanno evidenziato un quadro di marcato deterioramento per ordinativi e aspettative di produzione frenati dal rallentamento della domanda globale (la ripartenza in Cina è più debole del previsto) e dagli effetti della restrizione monetaria.

**I settori più energivori continuano a frenare l'industria**



Nota: contributo alla var. % a/a della produzione manifatturiera.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Le indagini di fiducia non mostrano segnali di riaccelerazione per i prossimi mesi**

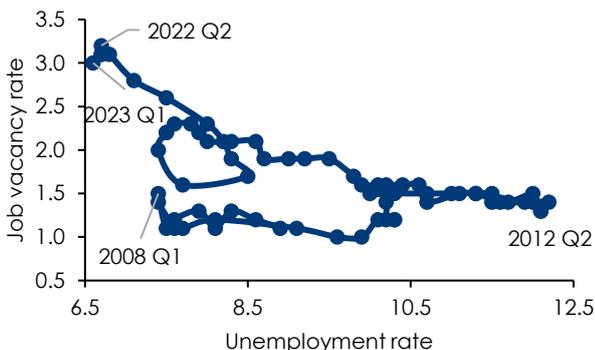


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

**Area euro.** Dopo 7 mesi di cali consecutivi, le importazioni ad aprile sono tornate a crescere (5,9% m/m), a fronte della seconda flessione consecutiva per l'export (-3,2% m/m), riportando il **saldo commerciale** destagionalizzato in disavanzo a -7,1 miliardi (dai +14 miliardi di marzo, rivisti al ribasso da +17). I dati sulle esportazioni sembrano iniziare a riflettere il rallentamento della domanda globale.

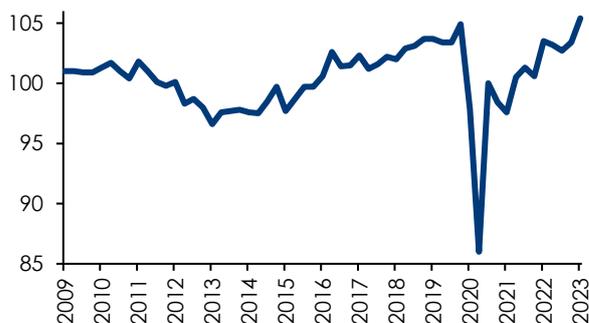
**Area euro.** Il tasso di **posizioni vacanti** è calato di un decimo al 3% nel 1° trimestre 2023 (invariato al 3,1% se si considera l'area euro a 19 Paesi). Al lieve calo delle posizioni aperte si è associata una diminuzione del tasso di disoccupazione, segnale di tenuta di un mercato del lavoro atteso restare in buona salute anche nei prossimi mesi. Le **ore lavorate** hanno registrato una decisa accelerazione nei primi tre mesi dell'anno (1,9% t/t, 1,8% a/a) toccando un massimo dall'inizio delle rilevazioni nel 2009.

**Eurozona: curva di Beveridge**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**L'indice delle ore lavorate ha toccato un nuovo massimo storico**

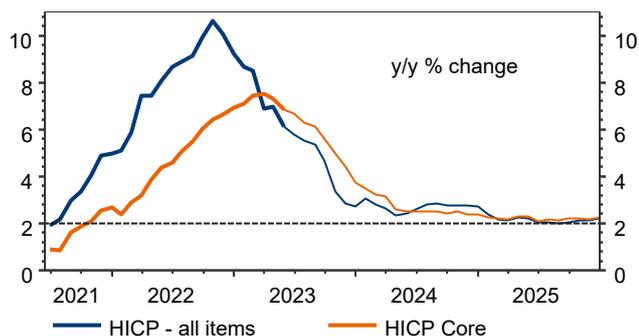


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Area euro.** Nel 1° trimestre la crescita del **costo del lavoro** ha decelerato a sorpresa al 5% a/a da 5,6% del trimestre precedente. Il rallentamento risulta diffuso ai salari orari (4,6% a/a da 5%) e alla componente non salariale (6,2% a/a da 7,4%). I dati sulle retribuzioni in Eurozona sono tipicamente volatili e risentono dell'ampio aumento delle ore lavorate, mentre le rilevazioni sulle paghe per occupato (l'indicatore monitorato dalle BCE) e sul costo del lavoro per unità di prodotto (rispettivamente in accelerazione a 5,2% a/a da 4,8% e a 5,8% a/a da 4,5%) confermano la presenza di pressioni al rialzo sui salari, che potrebbero toccare un picco nei mesi primaverili ma rimanere sostenute anche nei prossimi trimestri.

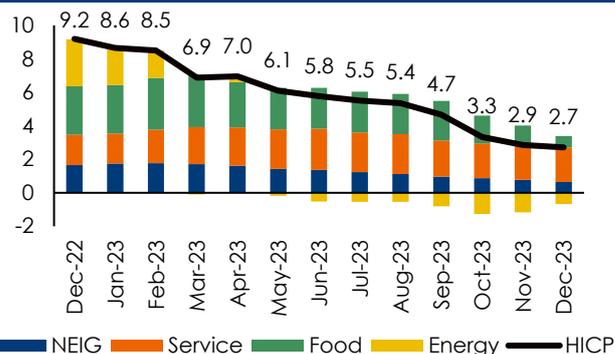
**Area euro.** La seconda lettura ha confermato il calo dell'**inflazione** a maggio, a 6,1% dopo la risalita al 7% di aprile (con prezzi stabili nel mese). Il rallentamento tendenziale è imputabile principalmente all'energia, che è tornata in territorio negativo, a -1,8% a/a da 2,4% di aprile, e agli 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 consecutivo, 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 (a 3% da 7,1%, per effetto del taglio del prezzo dell'abbonamento ai mezzi pubblici in Germania). 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, sino al 2,7% a fine anno. Successivamente, si potrebbe vedere una risalita in scia al completo esaurirsi delle misure anti-rincarì. Abbiamo rivisto al rialzo le previsioni per l'indice core BCE, ora stimato al 3,7% (da 3,4% precedente) a fine anno e atteso vicino la soglia del 2% solamente nella seconda parte del 2025. Di conseguenza, abbiamo rivisto al rialzo la nostra stima sull'inflazione media annua 2024, al 2,7% dal 2,4% precedente (dal 5,6% atteso quest'anno).

**Inflazione headline vs. inflazione core**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

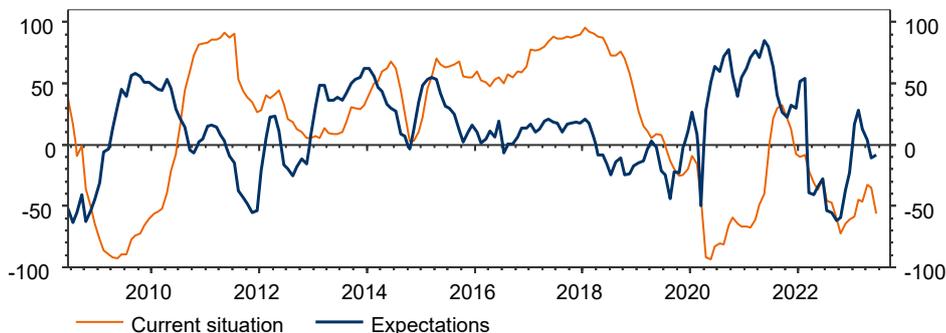
**Contributi all'inflazione delle principali componenti**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Germania.** L'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia tedesca, è risalito lievemente a giugno, a -8,5 da -10,7 precedente. L'indicatore, in territorio negativo per il secondo mese consecutivo, riflette i timori che l'economia globale non migliori nella seconda metà dell'anno, con effetti negativi sui settori orientati all'export. L'indicatore sulla situazione corrente, invece, è crollato a -56,5 da -34,8, tornando sui livelli di gennaio (di molto inferiori alla media storica).

### ZEW: un miglioramento marginale delle aspettative si è contrapposto a un forte calo della situazione corrente



Fonte: ZEW

**Germania.** La **stima finale** dei **prezzi al consumo** di maggio ha confermato il calo dei listini registrato nella prima lettura (-0,1% m/m sull'indice nazionale e -0,2% m/m sulla misura armonizzata), per un rallentamento dell'inflazione annua a 6,1% da 7,2% sull'indice domestico e a 6,3% da 7,6% sull'IPCA. Lo spaccato dell'indice domestico mostra un calo 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 (dovuta al taglio del prezzo dell'abbonamento ai mezzi pubblici). 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 scesa al 5,4% a maggio dal 5,8% di aprile, e stimiamo possa chiudere l'anno intorno al 3,5%.

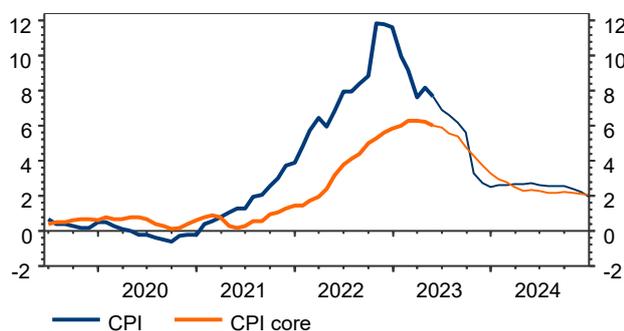
**Francia.** L'**inflazione** è stata confermata in calo rispetto ad aprile, al 5,1% (-0,1% m/m) dal 5,9% sul CPI e al 6% (-0,1% m/m) dal 6,9% sull'IPCA. Il rallentamento è diffuso a quasi tutte le componenti, e riguarda in particolare energia (a 2% da 6,8% precedente) e alimentari (14,3% da 15% di aprile). Sono rallentati anche i prezzi dei beni industriali (a 4,1% da 4,6%) e dei servizi (a 3% da 3,2% di aprile), quest'ultimi per effetto del calo dei listini dei servizi di trasporto (-2,3% m/m; 8% a/a) e 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.

**Italia.** I dati sul **commercio internazionale** di aprile hanno riportato il secondo calo mensile per le esportazioni (-1,7% m/m da -2,3%), mentre sono tornate a crescere, dopo sette flessioni consecutive, le importazioni (5,3% m/m da -6,2%). Il calo dell'export riguarda sia il mercato UE (-1,5% m/m) che quello extra-UE (-2% m/m), ed è concentrato tra i beni intermedi (-5,7% m/m) e di consumo (-4,6% m/m). La variazione tendenziale dell'export torna in territorio negativo per la prima volta da febbraio 2021 (a -5,4% da 4,9% di marzo), per via soprattutto del calo delle vendite in Germania, Belgio e Regno Unito; resta negativo anche l'apporto di Cina e area ASEAN. Il saldo commerciale si è attestato a 0,3 miliardi di euro, comunque in miglioramento rispetto al disavanzo di -3,6 miliardi un anno prima, mentre al netto dell'energia il surplus di amplia a 6,0 miliardi da 5,5 miliardi di aprile 2022.

**Italia.** La stima finale dell'**inflazione** di maggio è stata rivista al ribasso di un decimo, all'8% (+0,3% m/m), sull'indice armonizzato e confermata al 7,6% (+0,3% m/m) sulla misura nazionale; ad aprile l'inflazione era all'8,2% sul NIC e all'8,7% sull'IPCA. Il calo tendenziale rispetto al mese precedente è imputabile all'energia (da 16,4% a 11,5%), spinta al ribasso dalla componente non regolamentata (da 26,6% a 20,3%), in particolare dai prezzi dell'energia elettrica sul mercato libero (da 53,6% a 40,4%), mentre il gas naturale sul mercato non tutelato mostra un rincaro di

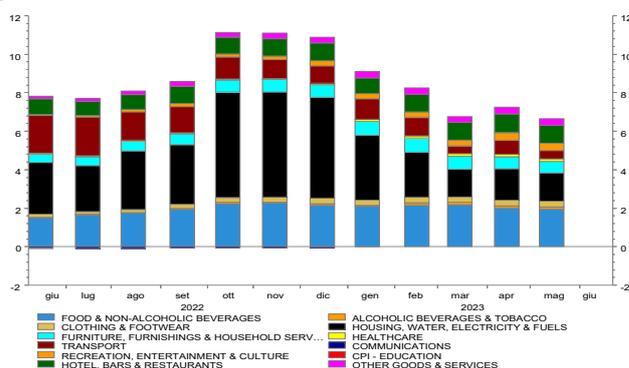
oltre il 4% m/m e rallenta solo marginalmente su base annua (da 51,5% a 50,8%) per effetto della rimozione di uno dei sussidi in bolletta che erano stati introdotti lo scorso anno. Si evidenzia, inoltre, un rallentamento dei prezzi dei servizi (a 4,6% da 4,8%), principalmente dovuto ai trasporti (a 5,6% da 6%) e, in minor misura, ai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da 6,9% a 6,7%). L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi è calata lievemente, al 6% (rivisto al ribasso di un decimo rispetto alla stima preliminare), dal 6,2% a/a di aprile. Nelle nostre stime, l'inflazione 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). Abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione d'inflazione per il 2024, ora attesa al 2,5% in media annua sul CPI (da 2,3% della precedente stima), dopo il 6,3% atteso per quest'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

### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
M2 a/a	mag	12.4	%	12.1
Nuovi prestiti bancari (flusso)	mag	719	Mld ¥ CN	1600
Finanza sociale aggregata (flusso)	mag	1220	Mld ¥ CN	2000
Produzione industriale cumulata a/a	mag	3.6	%	3.6
Vendite al dettaglio cumulate a/a	mag	8.46	%	9.29
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	mag	4.7	%	4.4
Produzione industriale a/a	mag	5.6	%	3.6
Vendite al dettaglio a/a	mag	18.4	%	13.6

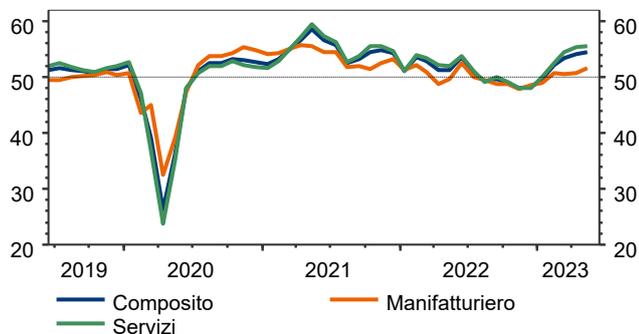
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

I **dati di maggio** sono stati di nuovo inferiori alle attese di consenso, segnalando un rallentamento tendenziale dell'attività economica rispetto ad aprile. La graduale uscita dal lockdown di Shanghai nel 2022 rende difficile la valutazione a causa dell'effetto-confronto sfavorevole. I dati destagionalizzati forniti dall'ufficio statistico registrano, tuttavia, un moderato miglioramento congiunturale rispetto a maggio per quanto riguarda vendite, produzione e investimenti. Il quadro del mercato immobiliare resta invece negativo. Gli **investimenti fissi nominali** sono rallentati a 4,0% cumulato a/a (consenso Bloomberg: 4,4% cum. a/a) nei primi cinque mesi dell'anno, da 4,7% cum. a/a nei primi quattro mesi: la dinamica tendenziale stimata è quindi rallentata a 2,2% a/a in maggio da 3,9% a/a in aprile, spinta al ribasso da una contrazione degli investimenti immobiliari (da -7,2% a/a in aprile a -10,2% a/a in maggio), degli investimenti privati (da zero in aprile a -1,3% a/a in maggio) e da una moderata decelerazione degli investimenti delle imprese pubbliche e del settore manifatturiero. La dinamica degli investimenti in infrastrutture è rimasta robusta a 8,5% a/a, seppure in lieve diminuzione rispetto ad aprile (8,8% a/a). In termini congiunturali gli investimenti hanno però registrato un aumento dello 0,1% m/m in maggio dopo tre mesi di contrazioni. I segnali dal mercato immobiliare sono stati negativi, con

un rallentamento dei **prezzi degli immobili** di nuova costruzione (da 0,3% m/m in aprile a 0,1% m/m in maggio) e un calo di quelli nel mercato secondario, e in generale un aumento delle città in cui si sono registrati cali dei prezzi rispetto al mese precedente. La **produzione industriale** è rallentata da 5,6% a/a in aprile a 3,5% a/a in maggio, in linea con le attese di consenso. La frenata è estesa a tutte le tipologie di imprese ma la produzione ha registrato un aumento dello 0,63% m/m (il più elevato da dicembre), dopo il calo dello 0,35% in aprile. Anche la **produzione del settore dei servizi**, pur crescendo ancora a un tasso elevato (11,7% a/a), è decelerata rispetto ad aprile (13,5% a/a). Le **vendite al dettaglio nominali** sono rallentate da 18,4% a/a in aprile a 12,7% a/a in maggio, sia pur registrando un'accelerazione della dinamica congiunturale a 0,4% m/m da 0,25% m/m in aprile. Il **tasso di disoccupazione urbano** è rimasto invariato a 5,2% in maggio, mentre quello relativo alla fascia 16-24 anni è lievemente salito da 20,4% in aprile a 20,8%, il massimo della serie.

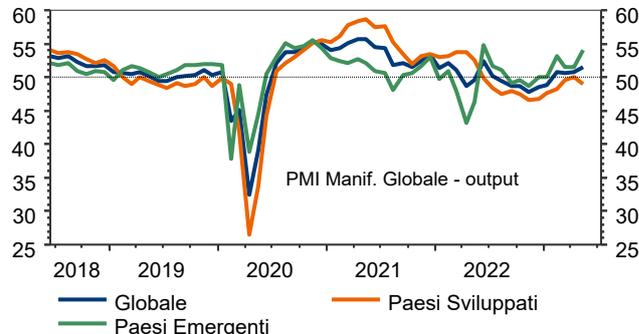
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



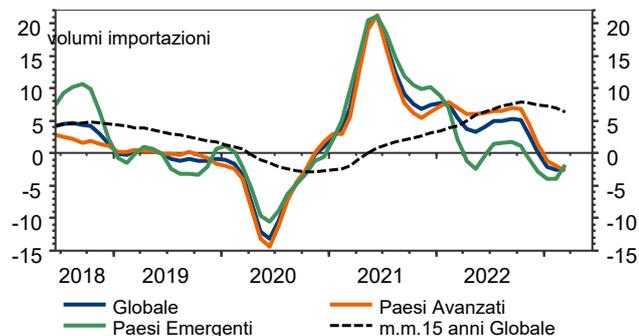
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



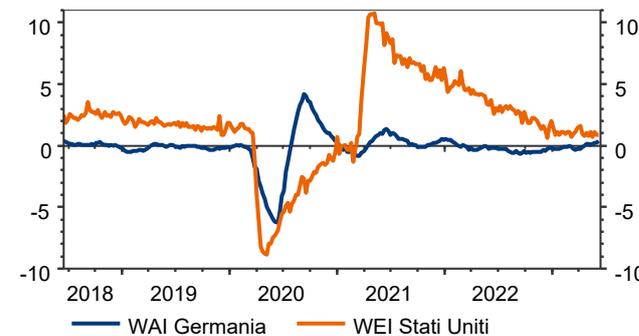
Fonte: S&P Global

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



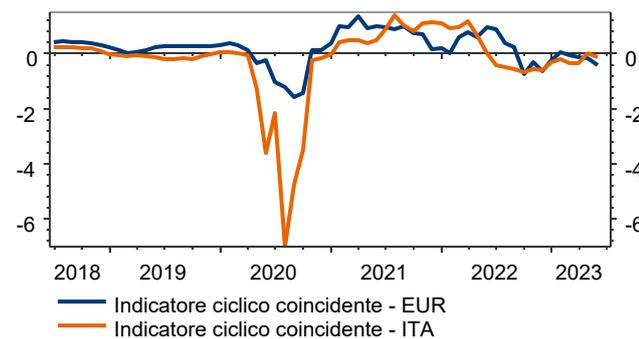
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



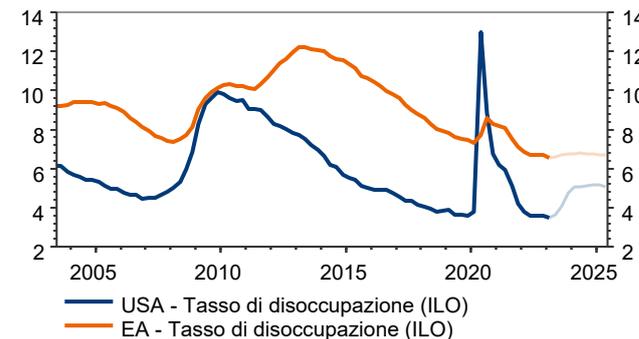
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

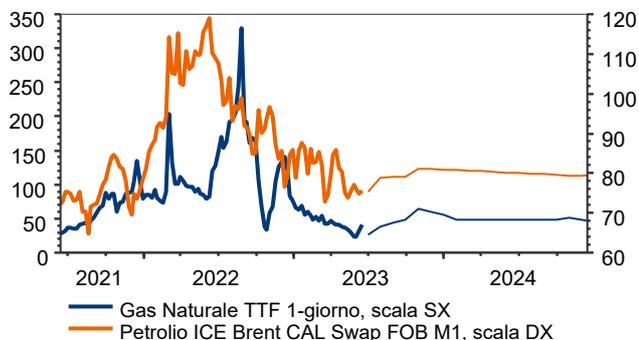
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

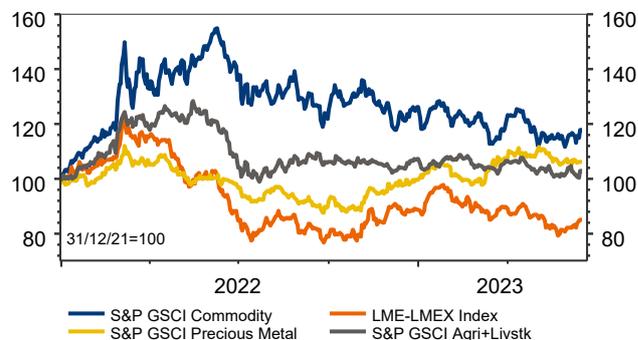
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



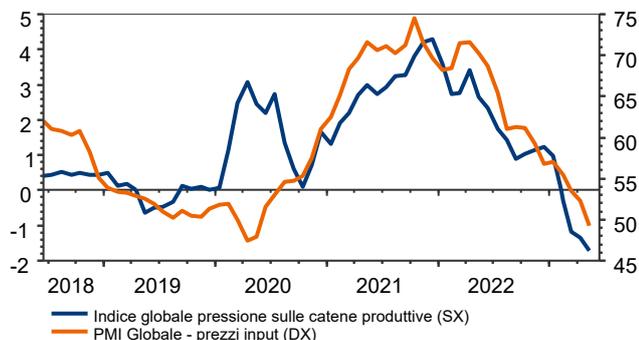
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



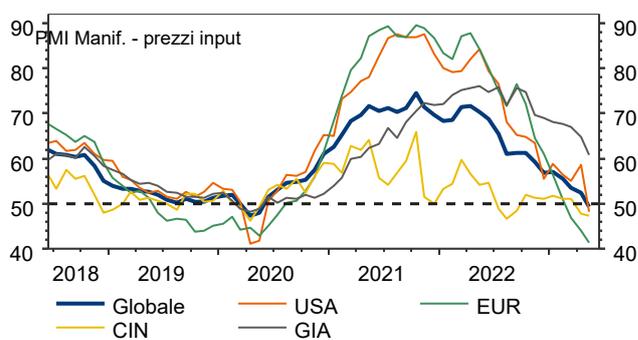
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



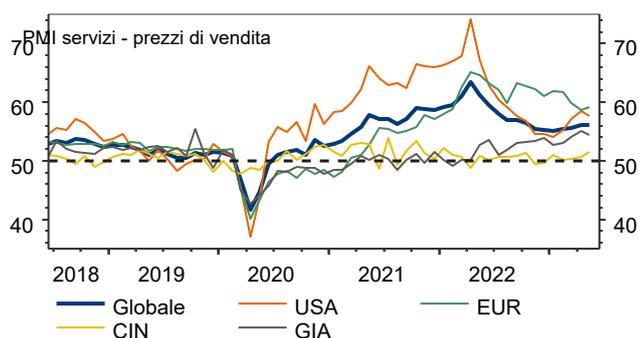
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



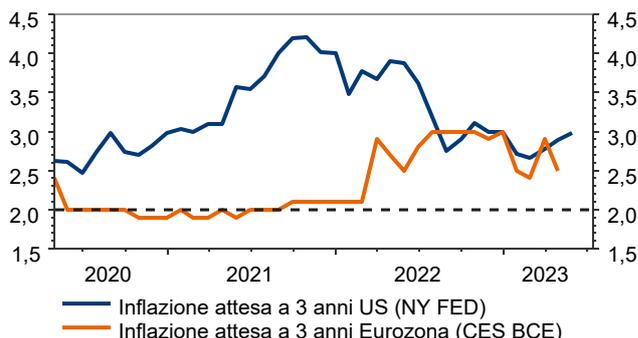
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

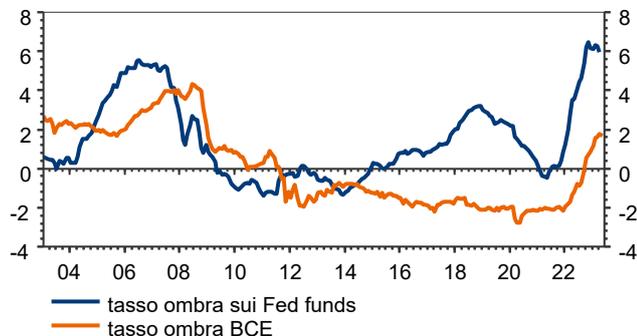
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

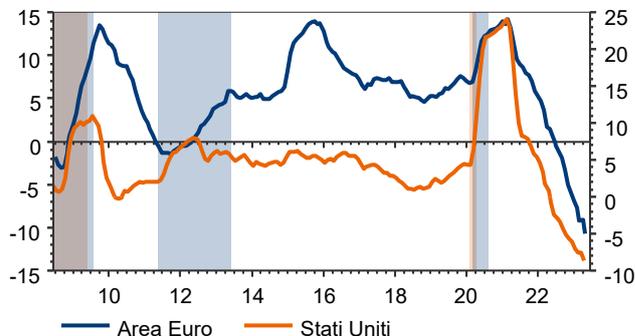
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



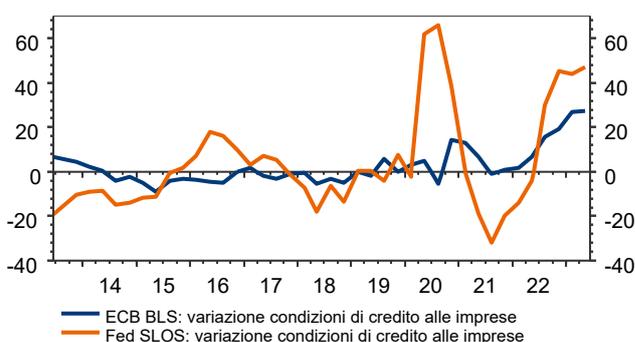
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



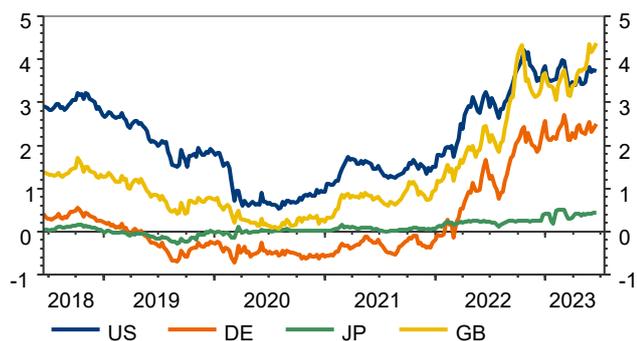
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



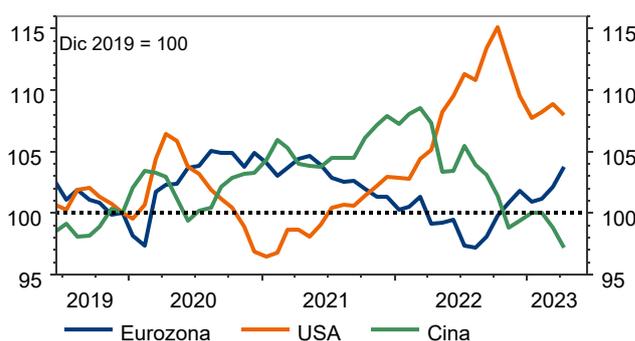
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

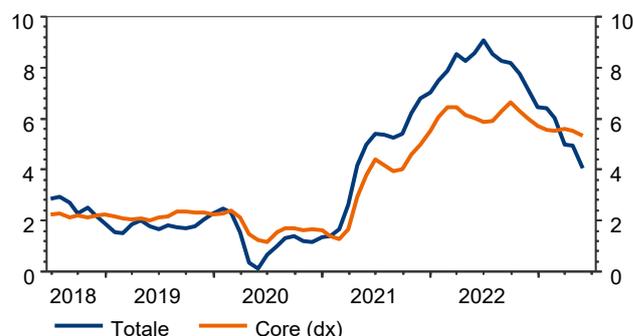
## Stati Uniti

### Indagini ISM



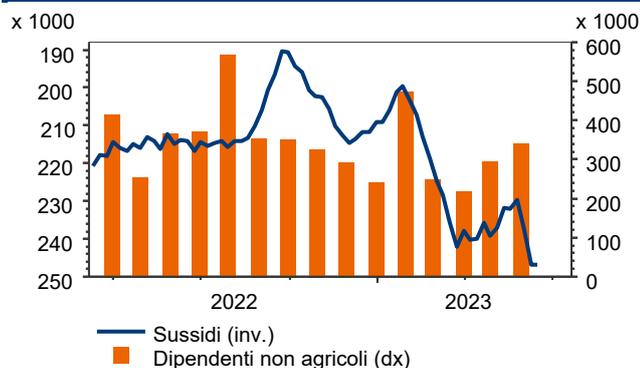
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



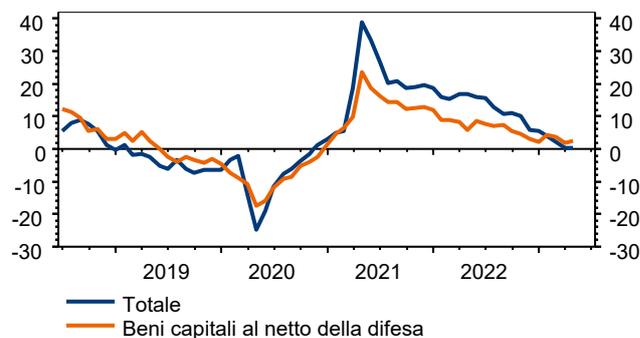
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

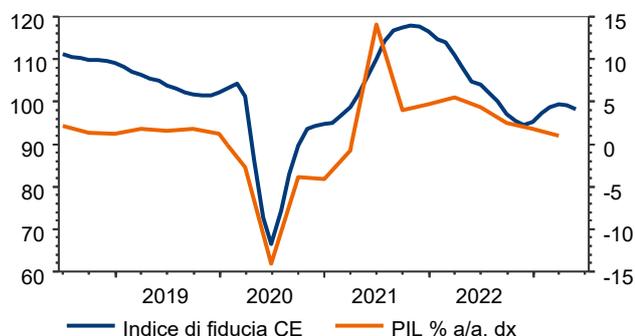
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022				2023				2024
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.5	0.8	1.8	1.9	0.9	1.6	2.2	1.5	0.6	0.3	
- trim./trim. annualizzato				-0.6	3.2	2.6	1.3	1.6	0.4	-0.8	0.1	
Consumi privati	2.7	2.0	0.7	2.0	2.3	1.0	3.8	1.8	0.8	-0.2	0.2	
IFL - privati non residenziali	3.9	2.3	1.1	0.1	6.2	4.0	1.4	2.8	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	3.2	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	3.8	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

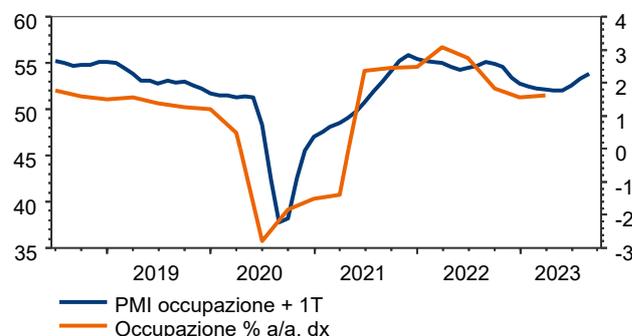
## Area euro

### PIL



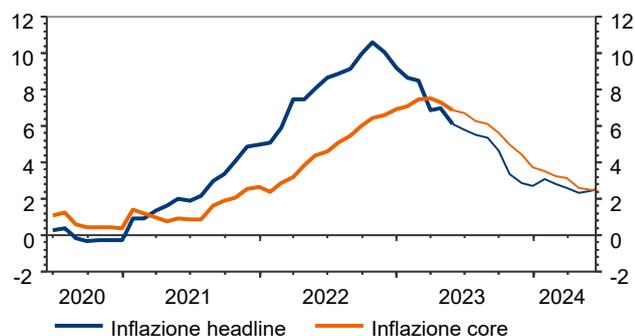
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### 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	3.1
febbraio	5.9	8.5	2.8
marzo	7.4	6.9	2.6
aprile	7.4	7.0	2.3
maggio	8.1	6.1	2.4
giugno	8.6	5.8	2.6
luglio	8.9	5.5	2.8
agosto	9.1	5.4	2.8
settembre	9.9	4.7	2.8
ottobre	10.6	3.3	2.8
novembre	10.1	2.9	2.8
dicembre	9.2	2.7	2.7

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

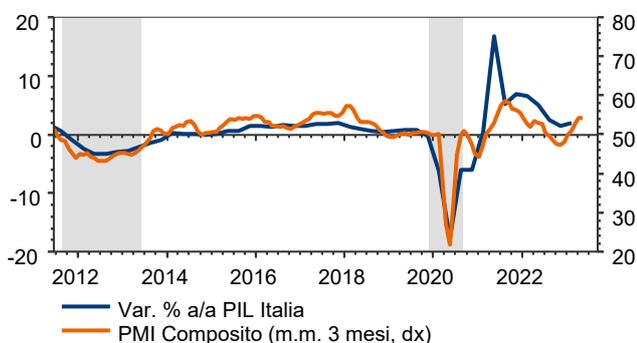
### Previsioni

	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	0.3	2.5	1.0	4.0	-3.6
Consumi pubblici	1.4	-0.8	0.5	-0.1	0.0	0.8
Esportazioni	7.3	1.3	1.6	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	-0.2	-0.2	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	2.7	8.0	9.3	10.0
Produzione industriale (a/a)	2.3	-0.8	2.2	2.0	3.4	2.2
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7
Euribor 3 mesi	0.34	3.48	3.90	-0.36	0.48	1.77
				2.63	3.34	3.87
					4.09	4.06

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

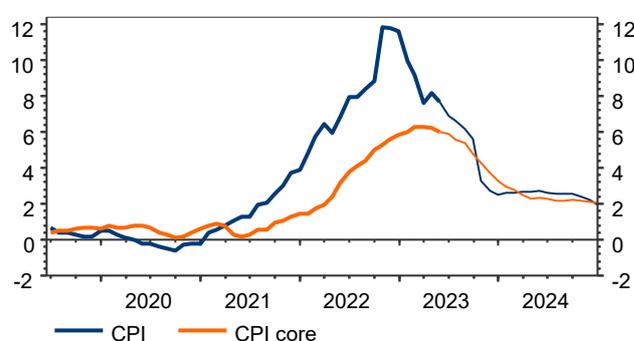
## Italia

## 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	118.3	118.4	8.7	8.2	7.7	7.9
mag-23	121.7	119.7	118.5	118.6	8.0	7.6	7.1	7.2
giu-23	122.4	120.3	119.1	119.2	7.2	6.9	6.4	6.5
lug-23	120.6	120.5	119.3	119.4	6.9	6.6	6.2	6.3
ago-23	121.2	120.9	119.7	119.8	6.5	6.2	5.7	5.8
set-23	122.5	120.6	119.4	119.5	5.9	5.6	5.2	5.3
ott-23	124.2	122.0	120.6	120.7	3.5	3.3	3.0	3.0
nov-23	124.3	121.9	120.6	120.7	2.9	2.7	2.5	2.4
dic-23	124.3	122.0	120.7	120.8	2.6	2.5	2.2	2.2

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-24	122.5	122.2	120.8	120.9	2.7	2.6	2.2	2.2
feb-24	122.6	122.4	121.0	121.1	2.7	2.6	2.2	2.2
mar-24	123.6	122.0	120.6	120.7	2.7	2.7	2.2	2.3
apr-24	124.7	122.5	121.0	121.1	2.7	2.7	2.3	2.3
mag-24	125.0	122.9	121.3	121.4	2.7	2.7	2.4	2.4
giu-24	125.6	123.4	121.8	121.9	2.7	2.6	2.3	2.3
lug-24	123.8	123.5	121.8	121.9	2.6	2.6	2.1	2.1
ago-24	124.4	124.0	122.3	122.4	2.6	2.5	2.2	2.2
set-24	125.6	123.7	122.0	122.1	2.6	2.5	2.2	2.2
ott-24	127.2	124.9	123.0	123.1	2.4	2.4	2.0	2.0
nov-24	127.1	124.6	122.8	122.9	2.3	2.2	1.8	1.8
dic-24	126.8	124.4	122.7	122.7	2.0	2.0	1.7	1.6

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	1.1	1.2	2.4	2.2	-1.7	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	
Investimenti fissi	9.7	2.5	2.0	1.0	0.0	1.5	0.8	0.2	0.1	0.2	0.7	
Consumi pubblici	0.0	1.4	0.4	-1.3	-0.2	0.5	1.2	0.2	0.2	0.1	0.0	
Esportazioni	10.2	0.6	2.3	1.7	-0.2	2.1	-1.4	-0.4	0.6	0.8	0.7	
Importazioni	12.5	0.2	2.9	1.6	2.2	-2.4	-1.0	1.2	0.9	0.8	0.7	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.4	0.2	-0.4	-0.1	-0.9	0.0	0.4	0.1	0.0	0.1	
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8									
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-5.0	-3.7									
Debito pubblico (% PIL)	144.4	140.9	140.7									
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.7	2.6	7.4	8.9	12.5	9.5	8.0	6.5	3.0	2.7	
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	8.1	8.0	8.1	8.0	7.9	7.9	7.9	8.2	8.1	8.0	
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.33	4.96	2.97	3.50	4.13	4.13	4.20	4.44	4.56	4.65	

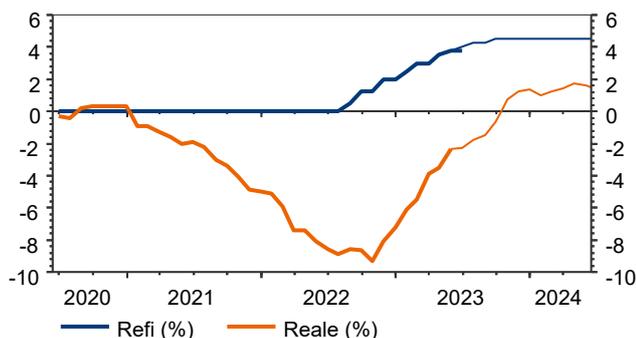
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	15/6	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>3.36</b>	3.24	3.86	4.01	4.01
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	<b>3.57</b>	3.47	4.00	4.09	4.04

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

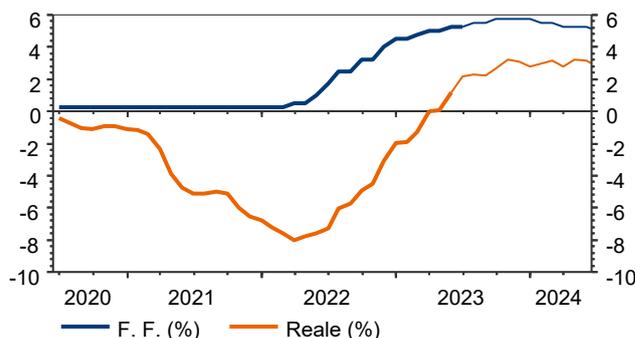


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	15/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	3.25	4.50	5.00	<b>5.25</b>	5.25	5.75	5.75	5.25
OIS 3m	3.66	4.61	4.93	<b>5.22</b>	5.23	5.70	5.75	5.32

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

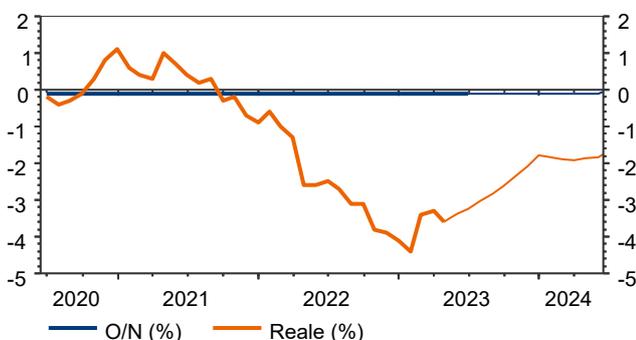


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	15/6	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

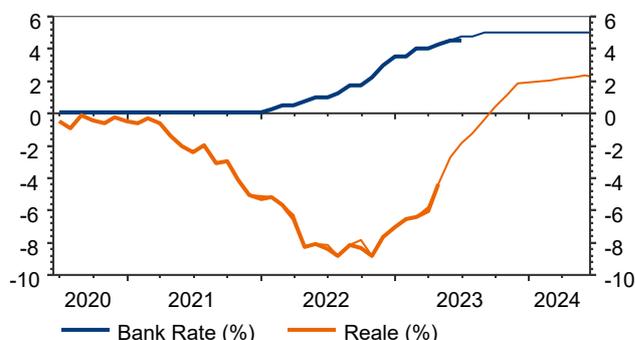


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	15/6	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>4.99</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	16/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.21	1.04	1.06	1.06	1.09	<b>1.0942</b>	1.09	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	110	133	137	133	137	<b>141.20</b>	138	130	125	120	118
GBP/USD	1.41	1.23	1.22	1.21	1.25	<b>1.2789</b>	1.27	1.28	1.29	1.29	1.29
EUR/CHF	1.09	1.01	0.99	0.98	0.97	<b>0.9756</b>	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	133	138	146	140	148	<b>154.54</b>	150	144	140	136	135
EUR/GBP	0.86	0.86	0.87	0.88	0.87	<b>0.8555</b>	0.85	0.86	0.87	0.88	0.89

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