

Weekly Economic Monitor

Il punto

**Italia: economia più resiliente del previsto nel 2023, in aumento i rischi sul 2024.** Abbiamo recentemente rivisto al rialzo la nostra previsione di crescita per il 2023, già da tempo superiore al consenso, portandola all'1,2% dall'1% del mese scorso (e dallo 0,6% previsto sei mesi fa), grazie alla sorpresa positiva di inizio anno, e al vistoso calo dei prezzi dell'energia. Viceversa, abbiamo ridotto la nostra previsione per il 2024, all'1,3% dall'1,5% del mese scorso, a causa degli effetti della stretta monetaria e dei maggiori rischi di implementazione del PNRR.

I market mover della settimana

Nell'**area euro** il focus della settimana entrante sarà sulle stime preliminari sui prezzi al consumo a giugno: l'inflazione è attesa in calo in Italia, Francia e nel complesso dell'Eurozona (a 5,8% a/a), mentre in Germania si dovrebbe assistere ad un temporaneo rialzo per via di effetti base sfavorevoli nei servizi. Le indagini di fiducia nazionali in Germania e Italia, nonché quelle della Commissione Europea, dovrebbero confermare un quadro di crescita debole nei mesi centrali dell'anno, mentre i dati occupazionali sono attesi riportare un tasso di disoccupazione poco variato, su livelli ancora storicamente molto contenuti. In Francia la spesa per consumi potrebbe rimbalzare parzialmente a maggio dopo tre mesi di calo.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sul deflatore core di maggio, che dovrebbe essere in rialzo di 0,3% m/m (4,6% a/a), con probabili segnali di moderazione per i servizi core ex-abitazione. Sempre per maggio, la spesa personale dovrebbe essere in rialzo modesto in termini nominali e in marginale calo in termini reali, mentre il reddito personale dovrebbe crescere a un ritmo relativamente sostenuto grazie alla dinamica occupazionale solida. Le vendite di case nuove dovrebbero correggere a maggio, in linea con la debolezza dei nuovi cantieri e delle domande di nuovi mutui. La fiducia dei consumatori a giugno dovrebbe risalire, sulla scia della fine della crisi del debito. La stima finale del PIL del 1° trimestre dovrebbe registrare una variazione di 1,4% t/t ann.

23 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

**Italia: economia più resiliente del previsto nel 2023, in aumento i rischi sul 2024.** Abbiamo recentemente rivisto al rialzo la nostra previsione di crescita per il 2023, già da tempo superiore al consenso, portandola all'1,2% dall'1% del mese scorso (e dallo 0,6% previsto sei mesi fa), grazie alla sorpresa positiva di inizio anno, e al vistoso calo dei prezzi dell'energia. Viceversa, abbiamo ridotto la nostra previsione per il 2024, all'1,3% dall'1,5% del mese scorso, a causa degli effetti della stretta monetaria e dei maggiori rischi di implementazione del PNRR.

**Dopo aver mantenuto una previsione di crescita per il 2023 superiore al consenso per la maggior parte degli ultimi 12 mesi, di recente l'abbiamo rivista ulteriormente al rialzo**, portandola all'1,2% dall'1% atteso il mese scorso, e dallo 0,6% previsto sei mesi fa (quando il consenso si aspettava un PIL negativo nel 2023). **La revisione è dovuta in gran parte a un inizio d'anno ben più robusto del previsto.** Il PIL è aumentato di 0,6% t/t nei mesi da gennaio a marzo (dopo il -0,1% di fine 2022): è il ritmo più alto tra i maggiori paesi dell'Eurozona (che nel suo complesso ha registrato una lieve contrazione nello stesso periodo); ha sorpreso in positivo in particolare, specie nel confronto con gli altri paesi dell'area, la crescita della spesa delle famiglie (trainata sorprendentemente dai consumi di beni, durevoli e non durevoli).

Per contro, diversi fattori ci hanno indotto a rivedere al ribasso la nostra stima di crescita del PIL per il 2024, all'1,3% dall'1,5% previsto il mese scorso: i **rialzi dei tassi** più pronunciati da parte della BCE (stimiamo ora un tasso depo al 4% entro il 3° trimestre); la **minore adesione ai bonus edilizi** dopo il giro di vite deciso dal Governo lo scorso febbraio; i **maggiori rischi di ritardi nell'attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**. Tuttavia, la nostra previsione di crescita per il prossimo anno rimane superiore al consenso (1,3% contro 0,8%).

**L'economia ha mostrato una resistenza superiore al previsto, e maggiore che nel resto dell'Eurozona, allo shock energetico**, che può essere ricondotta a diverse ragioni: a) il sistema produttivo, e l'export, sono specializzati in **settori con intensità energetica relativamente bassa**; b) le **misure governative** sono state **efficaci** nell'attenuare l'impatto dello shock sul potere d'acquisto delle famiglie, e su margini di profitto e posizione di liquidità delle imprese, pur non eliminando l'incentivo al risparmio energetico, in quanto più **targeted** (ovvero maggiormente mirate alle famiglie e alle imprese più vulnerabili agli aumenti dei prezzi dell'energia) che nel resto dell'Eurozona; c) il settore delle costruzioni ha continuato a essere sostenuto dal **completamento delle opere finanziate dalle agevolazioni fiscali**, la cui spinta peraltro è destinata ad affievolirsi nei prossimi mesi; d) la cosiddetta **pent-up demand nei servizi**, dovuta alla normalizzazione degli stili di vita dopo lo shock pandemico, sta ancora supportando l'attività nei settori ad alta intensità di contatto, in particolare in quelli più legati al turismo (e questo effetto potrebbe continuare almeno fino all'estate); e) i consumatori hanno potuto sostenere le spese, nonostante la perdita di potere d'acquisto, attingendo allo **stock di extra-risparmi accumulati dallo scoppio della pandemia** (nel 4° trimestre 2022, il tasso di risparmio è sceso a un nuovo minimo storico di 5,3%, ma stimiamo che le famiglie abbiano accumulato 147 miliardi di euro di extra-risparmi tra il 2020 e la metà del 2022, che hanno iniziato a essere "intaccati" nel 2° semestre 2022 ma che potrebbero alimentare i consumi ancora per qualche trimestre (in attesa che torni a crescere il reddito disponibile reale).

In prospettiva, **gli investimenti dovrebbero rimanere il principale motore della crescita nella seconda metà del 2023 e nel 2024**. Nonostante la restrizione delle condizioni finanziarie e creditizie, le imprese possono contare su una situazione ancora favorevole in termini di margini di profitti e posizione di liquidità, e i crescenti incentivi per accelerare la transizione energetica e digitale potrebbero continuare ad alimentare la spesa in conto capitale delle aziende, che è vista crescere più del PIL anche nel biennio in corso (del 2,5% quest'anno e del 2% il prossimo). Gli **investimenti in costruzioni** risentiranno sia dell'aumento dei tassi di interesse sia della riduzione degli incentivi fiscali, ma nel breve termine il completamento delle opere finanziate dai bonus

**Abbiamo rivisto ulteriormente al rialzo la nostra previsione di crescita per il 2023, già superiore al consenso**

**Tuttavia, abbiamo ridotto le nostre previsioni per il 2024, a causa dell'aumento dei tassi di interesse, della minore generosità dei bonus edilizi e dei rischi di implementazione del PNRR**

**L'economia ha mostrato una certa resistenza agli shock, crescendo più dei maggiori partner europei nel 2022 e a inizio 2023**

**Gli investimenti dovrebbero rimanere il principale motore di crescita nella seconda metà del 2023 e nel 2024**

edilizi potrebbe continuare a sostenere l'attività, e nel medio termine il segmento non residenziale beneficerà della cantierizzazione dei progetti infrastrutturali previsti dal PNRR (che sarà tangibile, anche nel caso in cui si rivelasse incompleta); in sintesi, ci aspettiamo una crescita ancora positiva degli investimenti in costruzioni nell'anno in corso (0,8%, con rischi verso l'alto), dopo il boom del 2021-22, seguita da una contrazione (-0,2%, con rischi verso il basso) l'anno prossimo. La **spesa per consumi** è attesa solo di poco inferiore a quella del PIL nel biennio in corso (1,1% nel 2023 e 1,2% nel 2024), in quanto il calo del reddito disponibile reale del 2022-23, e i minori margini di taglio del tasso di risparmio, peseranno sui consumi di beni, mentre la spesa per servizi ha ancora spazi di crescita sulla scia del recupero post-pandemico (è vista crescere dell'1,8% l'anno sino al 2025, anno in cui è previsto il recupero dei livelli pre-COVID). Le **esportazioni nette** sono viste dare un lieve contributo positivo al PIL quest'anno, soprattutto grazie a una sostanziale stagnazione delle importazioni, mentre dovrebbero frenare lievemente la crescita il prossimo anno, quando vediamo una ripresa per entrambi i flussi (sopra il 2%), ma più vigorosa per l'import che non per l'export. In ogni caso, negli ultimi anni l'export italiano si è dimostrato più vivace che negli altri paesi dell'Eurozona (Germania *in primis*), grazie a una maggiore diversificazione sia per settore che per paese, a catene del valore più integrate domesticamente, e a legami meno cruciali con Russia e Cina (viceversa, l'Italia è più esposta agli Stati Uniti, dove il ciclo economico ha sorpreso al rialzo nel periodo più recente).

L'inflazione sembra aver superato definitivamente il punto di massimo (toccato lo scorso ottobre-novembre al 12,6% a/a sull'IPCA), avendo negli ultimi mesi registrato un rallentamento sino all'8% a maggio (sempre sull'indice armonizzato UE). Peraltro, **l'inflazione italiana resta superiore a quella media dell'Eurozona** (come accade dallo scorso ottobre), per via di un maggiore contributo della componente energia. Quest'ultima cresceva ancora a due cifre a maggio in Italia, mentre si registrava una contrazione per l'insieme dell'area euro. Ciò è dovuto in buona parte al fatto che gli interventi governativi diretti sui prezzi in Italia sono stati meno incisivi che altrove (le misure dell'esecutivo si sono concentrate maggiormente sui meccanismi di compensazione ex post degli effetti su consumatori e imprese, ovvero su trasferimenti alle famiglie e crediti di imposta alle aziende), oltre che più limitati nel tempo (alcuni sussidi hanno iniziato ad essere ridotti da aprile, e la maggior parte delle misure verrà meno completamente da luglio). In ogni caso, anche in Italia, come nel resto dell'Eurozona, **il trend discendente è atteso continuare nei prossimi mesi, guidato principalmente dall'energia, ma l'inflazione dovrebbe tornare al 2% solo a dicembre 2024**. Inoltre, la traiettoria discendente dell'indice core dovrebbe essere ancora più graduale, grazie alla tenuta dei prezzi di alimentari e servizi.

**Il rischio politico appare limitato**, almeno nel breve periodo, in quanto la maggioranza parlamentare può contare su un margine di seggi rassicurante in entrambe le camere, e i sondaggi di opinione non mostrano un calo dei consensi per la coalizione di centro-destra al governo. **L'esecutivo ha confermato un approccio prudente in materia di politica fiscale**: oltre alla proroga, ma solo fino a fine giugno, delle misure contro il caro-energia, la principale misura di politica economica è stata un taglio del cuneo contributivo sui redditi medio-bassi pari allo 0,2% del PIL, che sarà in vigore a partire da luglio. Tuttavia, a nostro avviso, **il deficit 2023 potrebbe risultare più ampio di quanto stimato dal governo**: la nostra stima è al 5%, con rischi al rialzo, contro il 4,5% del DEF, in quanto i dati mensili sul fabbisogno di cassa del settore statale mostrano un'evoluzione ben peggiore rispetto alle attese (quasi 82 miliardi nei primi 5 mesi dell'anno, contro un target governativo per l'intero anno a circa 113 miliardi). Viceversa, quest'anno **ci aspettiamo un calo più pronunciato del rapporto debito/PIL** rispetto a quanto prospettato dal governo (140,9% contro 142,1%), grazie a un PIL nominale più elevato; i progressi però potrebbero risultare assai più limitati negli anni a venire.

**La discesa dell'inflazione dovrebbe proseguire nei prossimi mesi, trainata dall'energia**

**Il rischio politico sembra limitato, ma permangono rischi di rialzo sul deficit 2023**

In questo contesto, **i rischi sullo scenario di crescita, in particolare per il prossimo anno, sono verso il basso**, e derivano da: a) l'impatto sul **settore immobiliare** dell'aumento dei tassi di interesse e della graduale riduzione degli incentivi fiscali; b) i rischi sull'attuazione del **PNRR**. Riguardo a quest'ultimo, l'accelerazione della spesa effettiva necessaria quest'anno per raggiungere gli obiettivi del Piano nella sua forma attuale non sembra credibile, a causa dell'evidenza di ritardi in una serie di progetti. Il Governo ha annunciato l'intenzione di discutere con la UE una **"rimodulazione" del PNRR** nelle prossime settimane: alcune opere infrastrutturali potrebbero essere o de-finanziate, a vantaggio di crediti d'imposta "automatici" a favore del settore privato, o trasferite "a carico" del Fondo di Sviluppo e Coesione, il cui orizzonte è al 2029 anziché al 2026. Non è nemmeno da escludere una riduzione dell'importo totale dei prestiti nell'ambito della Recovery and Resilience Facility a vantaggio di nuovi prestiti (quelli in precedenza non utilizzati da altri Stati membri nell'ambito di RRF) per il finanziamento dei progetti del Piano REPower-EU. Peraltro, la Commissione ha ribadito che le richieste di modifica devono essere motivate da "circostanze oggettive" che rendano manifesta l'impossibilità di realizzare alcune opere. In caso di riduzione dell'importo totale del Piano, o di non completa realizzazione, ne deriverebbe un impatto negativo sulla crescita del PIL rispetto al nostro scenario di base (la nostra stima, più prudente di quella del governo, evidenziava un impatto di mezzo punto percentuale l'anno del PNRR, in caso di piena realizzazione nella sua forma attuale, sulla crescita del PIL nel 2023-26).

**Il rischio principale deriva dall'evidenza di ritardi nell'implementazione del PNRR**

## I market mover della settimana

Nell'**area euro** il focus della settimana entrante sarà sulle stime preliminari sui prezzi al consumo a giugno: l'inflazione è attesa in calo in Italia, Francia e nel complesso dell'Eurozona (a 5,8% a/a), mentre in Germania si dovrebbe assistere ad un temporaneo rialzo per via di effetti base sfavorevoli nei servizi. Le indagini di fiducia nazionali in Germania e Italia, nonché quelle della Commissione Europea, dovrebbero confermare un quadro di crescita debole nei mesi centrali dell'anno, mentre i dati occupazionali sono attesi riportare un tasso di disoccupazione poco variato, su livelli ancora storicamente molto contenuti. In Francia la spesa per consumi potrebbe rimbalzare parzialmente a maggio dopo tre mesi di calo.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sul deflatore core di maggio, che dovrebbe essere in rialzo di 0,3% m/m (4,6% a/a), con probabili segnali di moderazione per i servizi core ex-abitazione. Sempre per maggio, la spesa personale dovrebbe essere in rialzo modesto in termini nominali e in marginale calo in termini reali, mentre il reddito personale dovrebbe crescere a un ritmo relativamente sostenuto grazie alla dinamica occupazionale solida. Le vendite di case nuove dovrebbero correggere a maggio, in linea con la debolezza dei nuovi cantieri e delle domande di nuovi mutui. La fiducia dei consumatori a giugno dovrebbe risalire, sulla scia della fine della crisi del debito. La stima finale del PIL del 1° trimestre dovrebbe registrare una variazione di 1,4% t/t ann.

### Lunedì 26 giugno

#### Area euro

■ **Germania.** L'indice **IFO** è visto circa stabile a giugno a 91,8, un livello ancora ampiamente al di sotto della media di lungo termine. È probabile che le attese per i prossimi mesi tornino a migliorare a 89,5 da 88,6, mentre potrebbe vedersi un ulteriore lieve peggioramento dell'indice sulla situazione corrente, a 94,4 da 94,8. Sarà importante verificare il giudizio delle imprese manifatturiere sulla domanda estera.

### Martedì 27 giugno

#### Area euro

■ **Italia.** La **fiducia delle imprese** è vista in calo a giugno, come già il mese scorso: stimiamo un indice composito IESI a 108 da 108,7 di maggio. La correzione potrebbe essere diffusa a tutti i settori e riguardare in particolare le costruzioni; nel manifatturiero, l'indice è visto a 101 da 101,4 precedente. Il **morale dei consumatori** viceversa potrebbe mostrare un recupero a 105,5 da 105,1 di maggio, per effetto dei primi segnali di rallentamento dei prezzi dei beni a più alta frequenza di acquisto, in presenza di un mercato del lavoro ancora robusto.

#### Stati Uniti

■ Le **vendite di nuove case** a maggio sono attese in calo a 670 mila da 686 mila di aprile. Diversi indicatori puntano a un rallentamento delle vendite, dopo il rialzo quasi ininterrotto iniziato a luglio 2022. Infatti, nonostante il continuo miglioramento della fiducia dei costruttori, i tassi sui mutui si sono stabilizzati, le domande di nuovi mutui e i nuovi cantieri sono su un trend negativo dal 2022, indicando un'offerta sempre scarsa.

■ La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a giugno è prevista a 103,8, da 102,3 di maggio, con una modesta ripresa collegata alla fine della crisi del limite del debito. Le altre indagini di fiducia non danno indicazione di ripresa duratura della fiducia. Inoltre, l'indice del Conference Board è maggiormente dipendente dalla valutazione del mercato del lavoro, che appare essere in una fase di indebolimento.

**Mercoledì 28 giugno****Area euro**

- **Italia.** L'**inflazione** è attesa ancora in calo a giugno, a 6,9% a/a da 7,6% sull'indice nazionale e a 7,2% da 8% sull'armonizzato, sulla scia del ribasso della componente energia. Anche la dinamica "di fondo" (al netto di energetici e alimentari freschi) è attesa rallentare, sia pur lievemente, a 5,9% da 6% di maggio sul NIC. Nel mese i prezzi al consumo avrebbero registrato un aumento di mezzo punto su entrambi gli indici. Nelle nostre stime, l'inflazione italiana resterà sopra la media Eurozona sino a fine anno.

**Giovedì 29 giugno****Area euro**

- **Area euro.** Le **indagini della Commissione Europea** completeranno il quadro delle rilevazioni sul morale di famiglie e imprese a giugno. L'indice composito di fiducia economica **ESI** è atteso invariato a 96,5, al di sotto della media di lungo periodo e su livelli compatibili con un ritmo di crescita inferiore al potenziale nei mesi centrali dell'anno. Il miglioramento della fiducia dei consumatori dovrebbe risultare controbilanciato da una correzione nel morale di industria e servizi.
- **Germania.** I **dati dai Länder** dovrebbero mostrare un'accelerazione dell'inflazione in giugno, a 6,2% da 6,1% sulla misura nazionale e al 6,5% dal 6,3% sulla misura armonizzata, per via di effetti base sfavorevoli sulla componente servizi. Nel mese i prezzi sono visti in aumento di un decimo su entrambi gli indici. La dinamica dei prezzi al netto di alimentari ed energia, che verrà pubblicata in occasione della seconda lettura, dovrebbe salire al 5,7% a/a dal 5,5% precedente. L'inflazione dovrebbe riprendere a calare da luglio, sino a raggiungere il 3,4% a fine 2023 (sul CPI).

**Stati Uniti**

- La stima finale del **PIL del 1° trimestre** dovrebbe essere in modesto miglioramento, a 1,4% t/t ann., da 1,3% t/t ann.

**Venerdì 30 giugno****Area euro**

- **Area euro.** La **stima preliminare** dovrebbe mostrare un'**inflazione** dell'Eurozona a giugno in calo di tre decimi a 5,8% a/a. L'accelerazione nei servizi non dovrebbe impedire un calo dell'inflazione core, vista al 6,7% dal 6,9% precedente. L'inflazione è attesa continuare a calare nei prossimi mesi, sino al 2,7% a fine anno.
- **Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** è atteso invariato al 6,5% a maggio. La recessione "tecnica" a cavallo d'anno non ha sinora causato un calo degli occupati, e le intenzioni di assunzione delle imprese restano su livelli espansivi. Il nostro scenario di base è coerente con una crescita occupazionale in decelerazione ma ancora positiva, e un tasso di disoccupazione sostanzialmente stabile, nei prossimi trimestri. Il tasso di disoccupazione è visto in aumento di un decimo in **Italia** al 7,9% a maggio, e stabile per il quarto mese consecutivo a giugno in **Germania**, al 5,6%.
- **Francia.** La **spesa per consumi** dovrebbe rimbalzare a maggio, stimiamo di 1,2% m/m, dopo una flessione cumulata di oltre il 2% nei tre mesi precedenti. È possibile un rimbalzo dei consumi di energia, mentre i dati sulle immatricolazioni di automobili sono compatibili con un incremento solo modesto degli acquisti di mezzi di trasporto. I consumi di alimentari potrebbero rimbalzare dopo tre mesi di calo, ma confermare la tendenza di debolezza in atto ormai dallo scorso anno per via del rincaro dei prezzi e della normalizzazione delle abitudini di spesa. Nel complesso la dinamica sottostante delle vendite dovrebbe rimanere fiacca, coerentemente con una contrazione delle spese private di contabilità nazionale nel 2° trimestre.

- **Francia.** A giugno, i **prezzi al consumo** sono attesi in aumento di 0,2% m/m sull'indice nazionale e di 0,3% m/m su quello armonizzato. L'inflazione dovrebbe rallentare di mezzo punto al 4,6% sull'indice nazionale e di sei decimi al 5,4% sull'IPCA. In media annua il CPI francese nel 2023 si attesterà nelle nostre stime intorno al 5%.

#### Stati Uniti

- La **spesa personale** a maggio è prevista in rialzo di 0,2% m/m. La spesa per i beni dovrebbe essere in aumento moderato, sulla scia del balzo nel comparto auto e della contrazione della benzina visti con le vendite al dettaglio. I servizi dovrebbero proseguire su un trend positivo, atteso in rallentamento nei prossimi mesi. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 0,4% m/m, sulla scia della dinamica occupazionale solida. Il **deflatore** è atteso in crescita di 0,1% m/m (3,9% a/a) per l'indice headline e di 0,3% m/m (4,6% a/a) per quello core. Il PPI di maggio ha rivelato dettagli in linea con un rallentamento della dinamica dei prezzi dei servizi core ex abitazione, con sanità, ricreazione e servizi finanziari più moderati rispetto al trend precedente. Anche nel CPI, i prezzi nel comparto ricreazione hanno registrato un'inattesa contrazione. Il rallentamento dell'inflazione core atteso per maggio non sarà sufficiente a fermare il rialzo dei tassi previsto per fine luglio. Tuttavia, i dati di prezzi e salari da giugno in poi saranno cruciali per determinare la probabilità di un ultimo rialzo fra settembre e novembre.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a giugno (finale) dovrebbe ritracciare modestamente a 63,2 da 63,9 della lettura preliminare, mantenendosi su livelli inferiori alla media storica.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (26 – 30 giugno)...continua

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 26/7	10:00	GER	IFO (attese)		giu	88.6	88.3	89.5	
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		giu	94.8	93.5	94.4	
	10:00	GER	IFO	**	giu	91.7	90.7	91.8	
Mar 27/6	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manifatturiere	**	giu	101.4		101.0	
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		giu	105.1		105.5	
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	mag	1.1	% -1.3	-1.1	
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	mag	-0.3	%		
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		apr	-1.1	%		
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		apr	0.6	%		
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	mag	0.683	Mln 0.657	0.670	
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	giu	102.3	104.0	103.8	
Mer 28/6	08:00	GER	Fiducia consumatori		lug	-24.2	-23.0		
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	mag	1.9	% 1.6	1.6	
	10:00	ITA	PPI m/m		mag	-4.8	%		
	10:00	ITA	PPI a/a		mag	-1.5	%		
	11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	giu	0.3	%	0.5	
	11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	giu	8.0	%	7.2	
	11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	giu	0.3	%	0.5	
	11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	giu	7.6	%	6.9	
	12:00	ITA	Fatturato industriale m/m		apr	-0.3	%		
	12:00	ITA	Fatturato industriale a/a		apr	4.3	%		
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim.		mag	-96.8	Mld \$		
	Gio 29/6	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		mag	5.1 (5.9)	% 5.4	
		07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		giu	36.0		
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		giu	2.9	%	
10:30		GB	Credito al consumo		mag	1.586	Mld £		
11:00		EUR	Fiducia servizi		giu	7.0		6.8	
11:00		EUR	Fiducia industria		giu	-5.2	-5.5	-5.5	
11:00		EUR	Indice di fiducia economica	**	giu	96.5	96.0	96.5	
11:00		EUR	Fiducia consumatori finale		giu	prel -16.1		-16.1	
14:00		GER	IPCA a/a prelim	*	giu	6.3	% 6.7	6.5	
14:00		GER	IPCA m/m prelim	**	giu	-0.2	% 0.3	0.1	
14:00		GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	giu	6.1	% 6.2	6.2	
14:00		GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	giu	-0.1	% 0.2	0.1	
14:30		USA	Richieste di sussidio	*	settim	264	x1000		
14:30		USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.759	Mln		
14:30		USA	Deflatore consumi core t/t finale		T1	prel 5.0	%		
14:30		USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T1	prel 4.1	%		
14:30		USA	PIL t/t ann. finale		T1	prel 1.3	% 1.4	1.4	

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

## Calendario dei dati macroeconomici (26 – 30 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Ven 30/6	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mag	2.6	%	2.6	
	01:30	GIA	Job to applicant ratio		mag	1.3		1.3	
	01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		mag	0.7	%	-1.0	
	03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		giu	54.5			
	03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	giu	48.8			
	03:30	CN	PMI composito - Caixin		giu	52.9			
	08:00	GB	PIL t/t finale		T1	prel 0.1	%	0.1	
	08:00	GER	Prezzi import a/a		mag	-7.0	%		
	08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mag	0.8	%	0.0	
	08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		mag	-4.3	%		
	08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	mag	-1.0	%	0.8	1.2
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	giu	6.0	%	5.4	5.4
	09:55	GER	Tasso di disoccupazione		giu	5.6	%	5.6	5.6
	09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	giu	9	x1000	15	
	10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	mag	7.8	%		7.9
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		mag	1.2	Mld €		
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	giu	6.9	%		6.7
	11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	giu	6.1	%	5.7	5.8
	11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	mag	6.5	%	6.5	6.5
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	mag	4.7	%		4.6
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	mag	4.4	%		3.9
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	mag	0.4	%		0.3
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mag	0.8	%	0.2	0.2
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		mag	0.4	%	0.4	0.4
	15:45	USA	PMI (Chicago)	*	giu	40.4			
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		giu	prel 63.9			63.2

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 (26 – 30 giugno)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 26/6	01:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di giugno
	09:15	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
	10:15	GB	Discorso di Dhingra (BoE)
Mar 27/6	10:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
	10:30	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
Mer 28/6	12:30	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
	15:30		* Discorsi di Powell (Fed), Lagarde (BCE), Ueda (BoJ) e Bailey (BoE)
	18:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Gio 29/6	12:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	18:30	GB	Discorso di Tenreyro (BoE)
		UE	* Consiglio europeo
Ven 30/6		UE	* Consiglio europeo

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Mercato Immobiliare NAHB	giu	50		51	55
Licenze edilizie	mag	1.417	Mln	1.420	1.491
Nuovi cantieri residenziali	mag	1.340	(1.401) Mln	1.400	1.631
Richieste di sussidio	settim	264	(262) x1000	260	264
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.772	(1.775) Mln	1.782	1.759
Saldo partite correnti	T1	-216.2	(-206.8) Mld \$	-217.5	-219.3
Indice anticipatore m/m	mag	-0.6	%	-0.7	-0.7
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mag	4.29	(4.28) Mln	4.25	4.30
Markit PMI Composito prelim.	giu	54.3			
Markit PMI Manif. prelim.	giu	48.4		48.5	
Markit PMI Servizi prelim.	giu	54.9		54.0	

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

I **nuovi cantieri residenziali** di maggio hanno sorpreso ampiamente verso l'alto, balzando a 1,631 mln da 1,340 mln di aprile (+21,7% m/m), con rialzi diffusi sia alla componente unifamiliare sia a quella multifamiliare. L'entità della variazione di maggio potrebbe essere amplificata da problemi di correzione stagionale, ma testimonia un significativo aumento della domanda a fronte di un'offerta di case sempre insufficiente. Il trend verso l'alto della fiducia dei costruttori è in linea con l'aspettativa di una ripresa dell'attività nell'edilizia residenziale, spinta anche dalla scarsità di unità abitative esistenti sul mercato. Le **licenze** sono cresciute in misura più limitata, a 1,491 mln da 1,417 mln, ma sono comunque in linea con una riaccelerazione delle costruzioni residenziali.

La **fiducia dei costruttori di case** a giugno è salita a 55, massimo da luglio 2022, in aumento ininterrotto dal minimo recente di 31 a dicembre 2022, con indicazioni di miglioramento sia per le vendite correnti sia per quelle attese a sei mesi.

Le **vendite di case esistenti** a maggio sono aumentate modestamente, a 4,3 mln (+0,2% m/m, -20,4% a/a), in linea con i segnali di stabilizzazione dei tassi sui mutui dei mesi recenti. Le scorte di case invendute, pur in rialzo da aprile, restano relativamente basse, pari a 3 mesi di vendite, circa metà rispetto ai livelli pre-pandemici.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 17 giugno sono rimaste invariate a 264 mila, sui massimi da novembre 2021 e sembrano dare supporto a un nuovo trend in rialzo dei sussidi, che andrà monitorato per valutare il possibile rallentamento della dinamica occupazionale. I sussidi esistenti al 10 giugno sono scesi a 1,759 mln (-13 mila), mantenendosi all'interno di un ristretto intervallo in vigore da aprile.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mag	3.4	%	3.1	3.2
CPI (naz.) a/a	mag	3.5	%		3.2
PMI manifatturiero prelim	giu	50.6			49.8

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

Il **CPI al netto degli alimentari freschi** (core) ha registrato un rallentamento della dinamica annua a 3,2% a/a da 3,4% a/a di aprile. In parte, la riduzione dell'inflazione riflette un maggior contributo negativo dell'energia (-0,7pp), dovuta al contenimento dei prezzi dell'energia rinnovabile. Il **CPI al netto di alimentari freschi ed energia** è in ulteriore accelerazione, a 4,3% a/a da 4,1% a/a di aprile, sulla scia del contributo persistentemente ampio della trasmissione dei prezzi all'import. Su base mensile, il CPI core è rimasto invariato e l'indice al netto di alimentari freschi ed energia ha registrato una variazione di 0,3% m/m. I prezzi dei beni core sono in rialzo sostenuto (effetto cambio), ma anche i servizi registrano variazioni positive ampie, segnalando rischi verso l'alto per la dinamica dei prezzi nella seconda metà dell'anno. Il sentiero dell'inflazione, più elevato di quanto atteso anche solo pochi mesi fa, a luglio dovrebbe dare luogo a un nuovo spostamento verso l'alto delle previsioni della BOJ e avvicinare il **probabile aggiustamento del controllo della curva**, con un possibile ampliamento dell'intervallo di fluttuazione dei rendimenti a 10 anni.

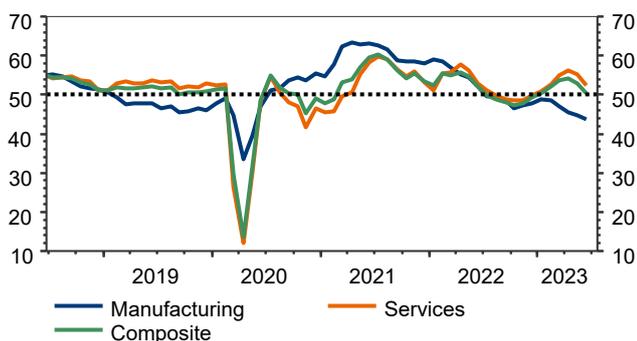
## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	giu	-9.2		
EUR	Fiducia consumatori flash	giu	-17.4	-17.0	-16.1
EUR	PMI servizi prelim	giu	55.1	54.5	52.4
EUR	PMI manifatturiero prelim	giu	44.8	44.8	43.6
EUR	PMI composito prelim	giu	52.8	52.5	50.3
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	giu	99	98	101
FRA	PMI servizi prelim	giu	52.5	52.0	48.0
FRA	PMI manifatturiero prelim	giu	45.7	45.4	45.5
GER	PPI m/m	mag	0.3	% -0.7	-1.4
GER	PPI a/a	mag	4.1	% 1.7	1.0
GER	PMI servizi prelim	giu	57.2	56.2	54.1
GER	PMI manifatturiero prelim	giu	43.2	43.5	41.0
SPA	PIL t/t finale	T1	0.5	% 0.5	0.6

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

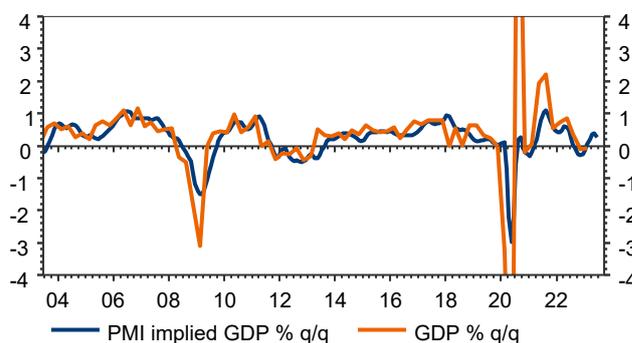
**Area euro.** Il **PMI** composito è calato a 50,3 a giugno da 52,8, un livello solo marginalmente espansivo e sui minimi dallo scorso gennaio. La seconda correzione mensile consecutiva risulta diffusa a manifattura (43,6 da 44,8: se si escludono i mesi del 1° lockdown nel 2020, sarebbe un minimo dal 2009) e ai servizi (52,4 da 55,1), che pur restando su livelli espansivi mostrano chiari segnali di decelerazione. Il calo è guidato dall'indice francese ma l'attività sta rallentando anche in Germania e nel resto dell'Eurozona. Nella manifattura lo spaccato dell'indagine resta sfavorevole e non offre prospettive di recupero per i prossimi mesi: rispetto a maggio accelera al ribasso il ritmo di contrazione della produzione, degli ordinativi, degli acquisti di beni intermedi e dell'esaurimento delle commesse inevase. Inoltre, torna a calare per la prima volta da fine 2020 l'indice relativo all'occupazione. Nei servizi, l'indicatore si conferma su livelli espansivi, come segnalato da intenzioni di assunzione ancora positive, ma l'indagine suggerisce che la ripresa sta perdendo spinta. Al momento il settore sembra in grado di controbilanciare la frenata manifatturiera, ma stanno iniziando ad emergere maggiori rischi sulla tenuta della domanda nei prossimi mesi. Il livello medio del PMI composito nel 2° trimestre resta compatibile con un ritorno alla crescita del PIL, ma i segnali emersi dalle indagini di giugno suggeriscono maggiori rischi al ribasso sul ciclo nel 2° semestre.

#### Manifattura in recessione ma anche i servizi stanno perdendo spinta



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

#### PMI composito compatibile con un ritorno alla crescita del PIL nel 2° trimestre, ma aumentano i rischi al ribasso per i trimestri successivi

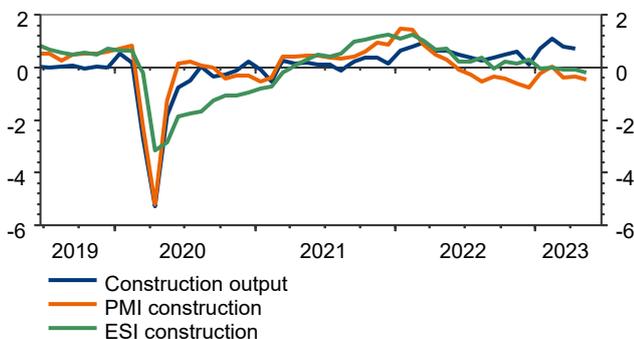


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

**Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** è calata a sorpresa per il secondo mese consecutivo ad aprile, di -0,4% m/m dal -1,7% (rivisto al rialzo da -2,4%) del mese precedente. Il dato è stato penalizzato dalla marcata flessione registrata in Italia (-3,8% m/m) e nei Paesi Bassi (-5,3% m/m), mentre l'output è rimbalzato in Germania (2% m/m) e Francia (0,8% m/m) a fronte di una lieve

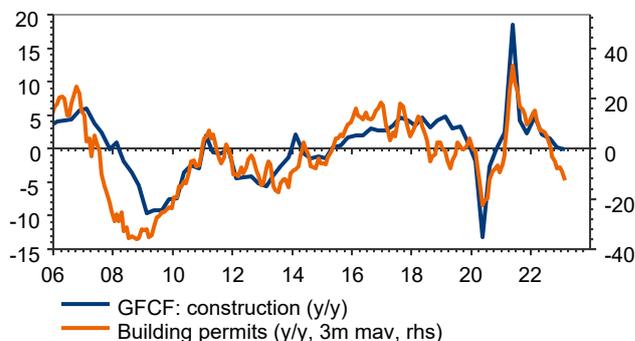
correzione in Spagna (-0,2% m/m). Dopo aver contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto nel 1° trimestre, il settore potrebbe tornare a frenare il PIL dal trimestre in corso.

**Le indagini di fiducia suggeriscono che la produzione nelle costruzioni resterà debole nei prossimi mesi**



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

**I dati sui permessi di costruire anticipano una contrazione degli investimenti in costruzioni nei prossimi trimestri**

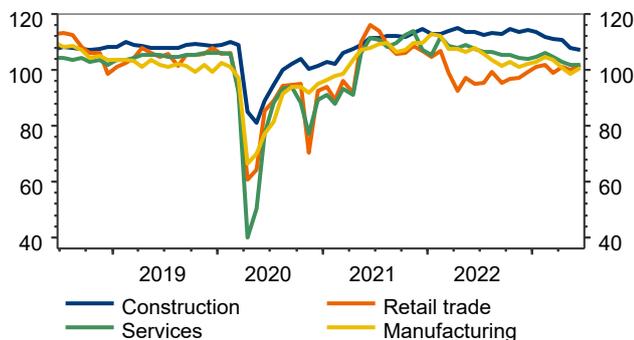


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Germania.** Il **PPI** è tornato a calare a maggio, di -1,4% m/m da un precedente 0,3%. La variazione annua è scesa a 1% da 4,1% di aprile, un minimo da gennaio 2021. La correzione è spiegata da beni intermedi ed energia, ma anche al netto della componente energetica i prezzi alla produzione sono diminuiti di -0,4% m/m, per un rallentamento su base annua al 3,2%. Il dato anticipa una ulteriore diminuzione dell'inflazione dei beni industriali nei prossimi mesi.

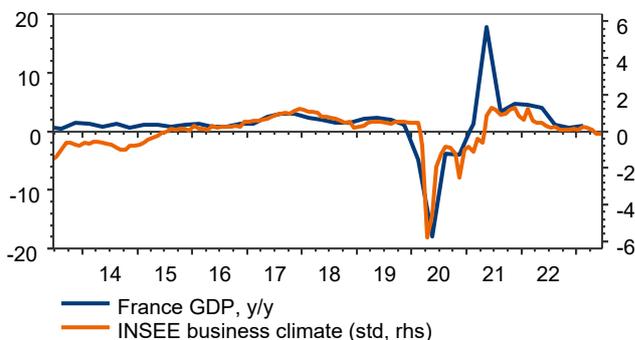
**Francia.** L'**indice composito INSEE di fiducia economica** delle imprese di giugno si è stabilizzato a 100, sulla media di lungo periodo, dopo due mesi di calo. Su base settoriale si registra un rimbalzo nella manifattura (101 da 99), che torna così sui livelli di aprile, e nel commercio (102 da 100). Invariato a 102 il morale nei servizi mentre corregge di un punto, a 107, nelle costruzioni. Stabile su livelli ancora espansivi (105) l'indice relativo all'occupazione dopo l'ampia flessione di maggio. Nonostante la stabilizzazione del morale registrata a giugno, la tendenza di calo dei mesi precedenti è compatibile con un rallentamento del ciclo nei trimestri centrali dell'anno, per i quali prevediamo una decelerazione del ritmo di crescita del PIL intorno a 0,1% t/t (dopo lo 0,2% t/t di inizio 2023).

**La fiducia delle imprese rimbalza nella manifattura e nel commercio, è stabile nei servizi e in calo nelle costruzioni**



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

**L'indice INSEE di fiducia economica anticipa un rallentamento del ciclo nei trimestri centrali dell'anno**

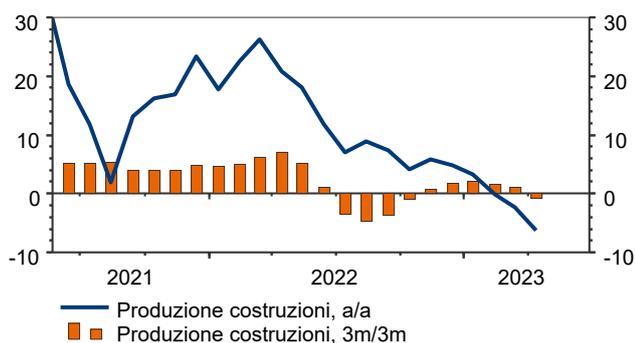


Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

**Italia.** Dopo due mesi di espansione, la **produzione nelle costruzioni** è tornata a calare, in misura piuttosto marcata, ad aprile. La flessione di -3,8% m/m è la più ampia da dicembre 2020 e lascia

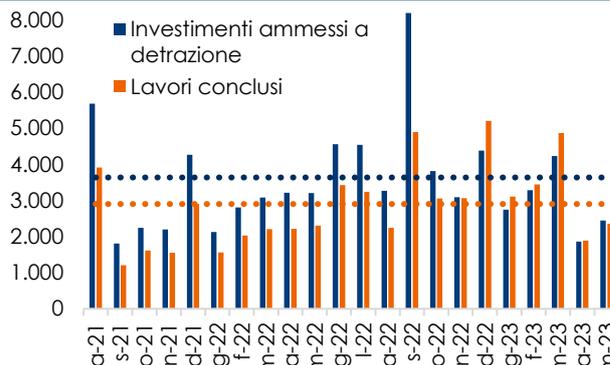
l'output in rotta per una contrazione nel 2° trimestre, dopo l'espansione dell'1% t/t a inizio anno. La variazione tendenziale è crollata a -6,3% da un precedente -2,4%: se si escludono i mesi della chiusura forzata dei cantieri durante il primo lockdown, si tratta di un minimo dal 2015. La minore adesione ai bonus edilizi, proprio a partire dal mese di aprile, e gli effetti della restrizione monetaria non potranno non pesare, in particolare, sul settore residenziale, nei prossimi mesi, mentre il comparto non residenziale potrebbe beneficiare della cantierizzazione delle opere previste dal PNRR, attenuando il rallentamento dell'output nelle costruzioni.

**L'ampio calo di aprile lascia la produzione nelle costruzioni in rotta per una contrazione nel 2° trimestre**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Il ricorso al Superecobonus 110% si è ridimensionato a partire dal mese di aprile**



Nota: investimenti aggiuntivi per mese; la linea tratteggiata indica la media mensile. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ENEA

**Italia.** Nel 1° trimestre i **prezzi delle abitazioni** sono cresciuti dello 0,1% t/t dopo la correzione di -0,1% t/t registrata a fine 2022. Come nei trimestri precedenti l'incremento dei prezzi è trainato dalle abitazioni nuove (+1,6% t/t da +2,7%) mentre calano per il terzo trimestre i valori di quelli esistenti (-0,2% t/t da -0,7%), che non hanno ancora recuperato i livelli medi toccati nel 2013 e che pesano per circa l'80% sull'indice aggregato. La variazione tendenziale rallenta all'1,1% da un precedente 2,7%; la decelerazione è spiegata da una sostanziale stagnazione per gli immobili già esistenti (0,4% da 2,3%), a fronte di un'accelerazione per quelli nuovi (5,4% da 4,5%). I dati sulle transazioni mostrano una frenata del mercato immobiliare, con un calo dei volumi di compravendita di -8,3% a/a dopo il -2,1% a/a del trimestre precedente.

**Paesi Bassi.** Il **PIL** del 1° trimestre è stato rivisto al rialzo, a -0,3% da -0,7% t/t della stima preliminare; la revisione ha riguardato anche l'ultimo trimestre del 2022 (a 0,9% da 0,4% t/t). La crescita tendenziale risulta ora pari a 1,9% a/a (sul dato non stagionalizzato), dal 2,9% di fine 2022. La flessione è legata esclusivamente al contributo negativo delle scorte. L'apporto del commercio estero è stato nullo, in quanto import ed export sono cresciuti ad un ritmo simile (0,5% e 0,4% t/t rispettivamente). La tenuta della domanda interna ha impedito un calo ben più forte dell'attività, grazie all'accelerazione degli investimenti (2,6% t/t) in presenza di consumi stagnanti. La crescita media annua è attesa a 0,9% nel 2023 dopo il 4,4% dello scorso anno.

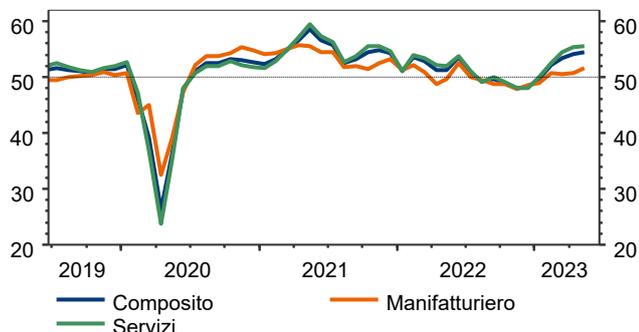
**Cina**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tasso prime rate a 1 anno	giu	3.65	%	3.55
Tasso prime rate a 5 anni	giu	4.30	%	4.20

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

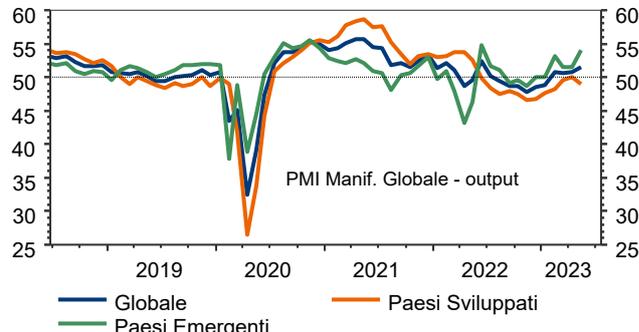
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



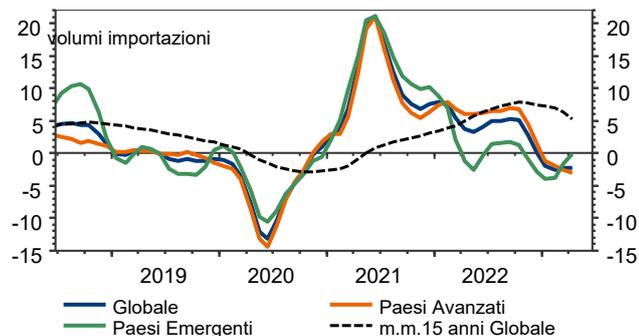
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



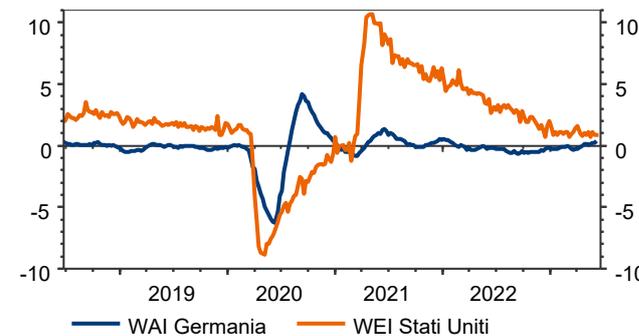
Fonte: S&P Global

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



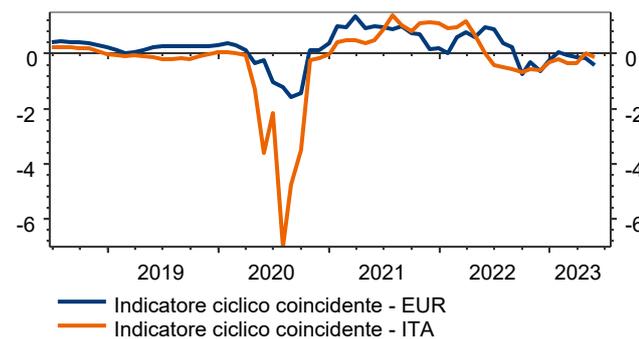
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



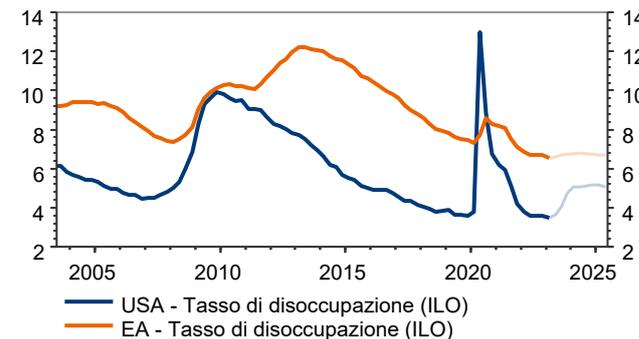
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

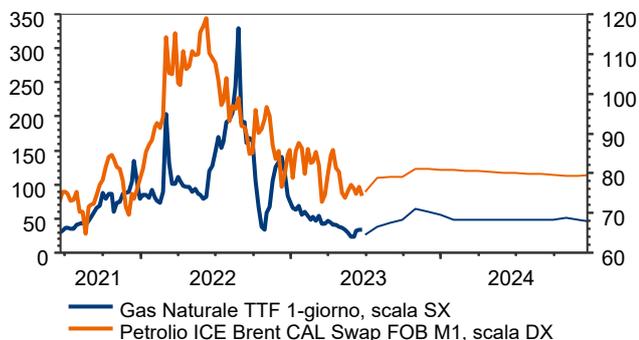
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

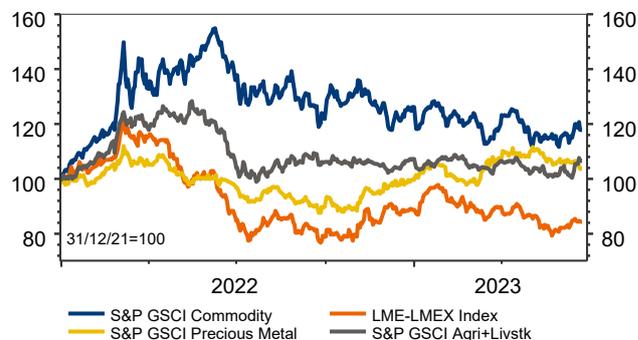
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



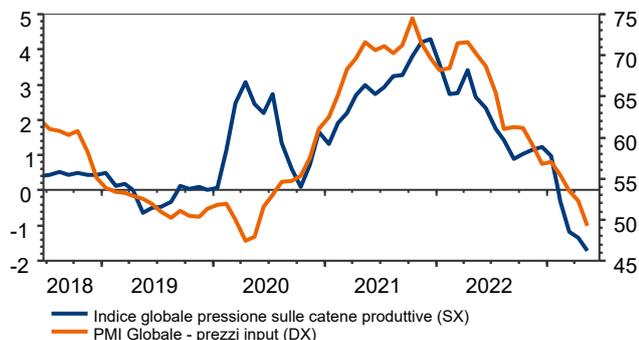
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



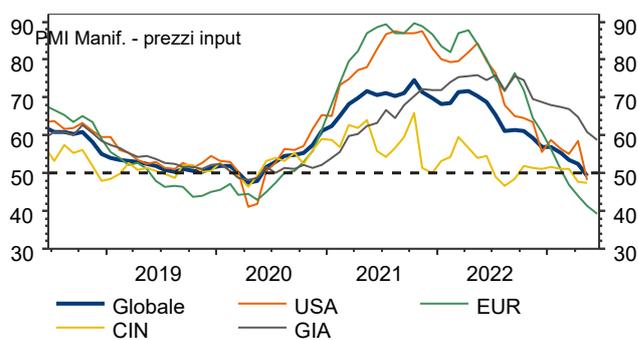
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



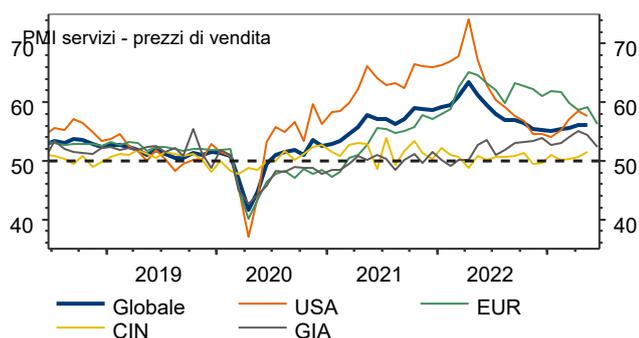
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



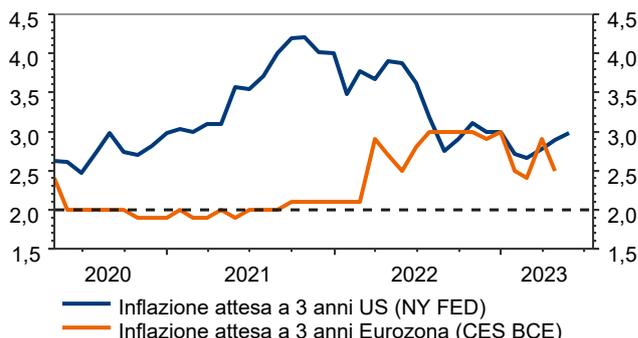
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

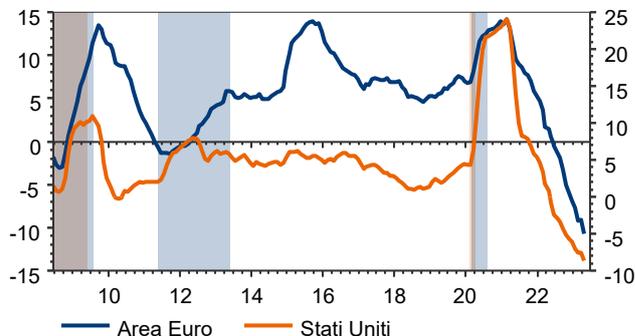
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



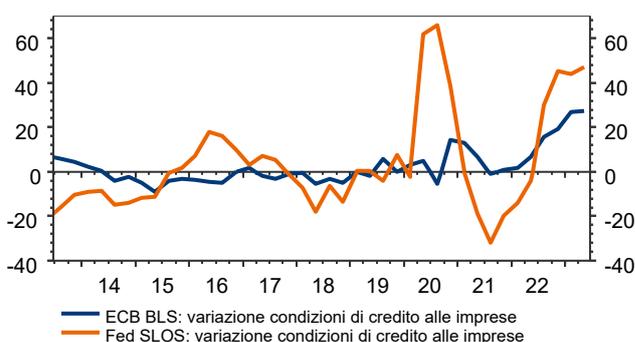
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



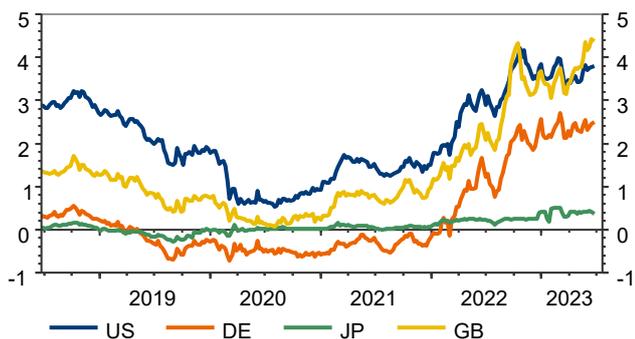
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



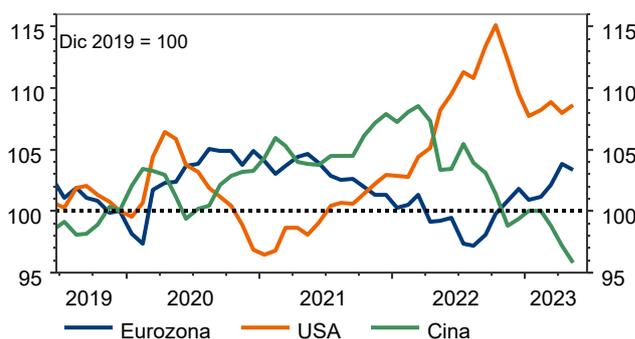
Fonte: Fed, BCE

### Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

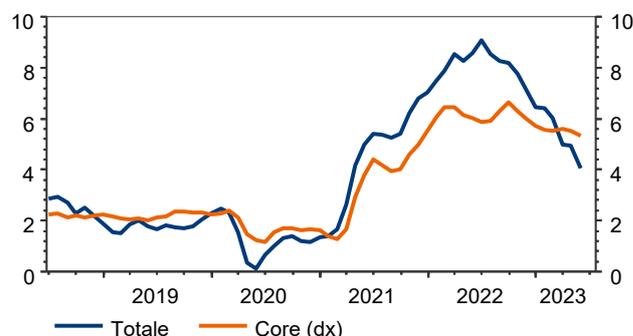
## Stati Uniti

### Indagini ISM



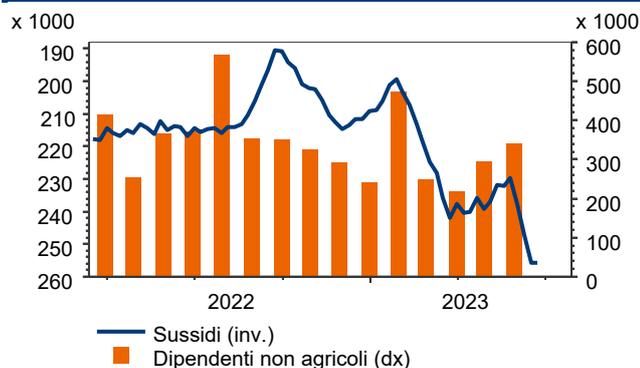
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



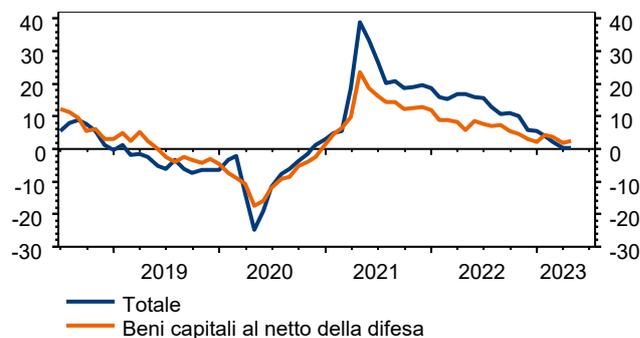
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

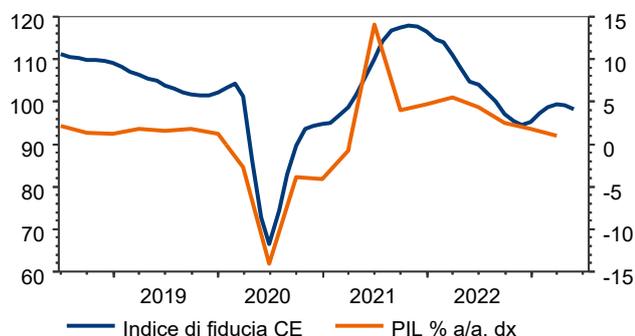
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.5	0.8	1.9	0.9	1.6	2.2	1.5	0.6	0.3	0.4
- trim./trim. annualizzato				3.2	2.6	1.3	1.6	0.4	-0.8	0.1	2.1
Consumi privati	2.7	2.0	0.7	2.3	1.0	3.8	1.8	0.8	-0.2	0.2	1.2
IFL - privati non residenziali	3.9	2.3	1.1	6.2	4.0	1.4	2.8	1.1	-3.8	0.5	3.7
IFL - privati residenziali	-10.6	-12.1	2.2	-27.1	-25.1	-5.4	-2.0	-1.5	-1.0	2.5	5.9
Consumi e inv. pubblici	-0.6	2.9	0.6	3.7	3.8	5.2	2.1	1.1	0.8	0.3	0.3
Esportazioni	7.1	3.3	3.6	14.6	-3.7	5.2	-1.1	2.5	2.1	3.1	6.1
Importazioni	8.1	-0.1	2.5	-7.3	-5.5	4.0	3.6	1.1	0.5	2.5	3.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.7	-0.6	0.0	-1.4	2.0	-2.6	0.5	-0.5	-0.3	-0.1	0.3
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	8.3	7.1	5.8	4.0	3.2	2.7	2.4	2.1
Produzione industriale	3.4	-0.4	-0.1	0.5	-0.6	-0.1	0.5	-1.0	-0.8	0.7	0.4
Disoccupazione (%)	3.7	3.8	4.4	3.6	3.6	3.5	3.6	3.9	4.1	4.3	4.3

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

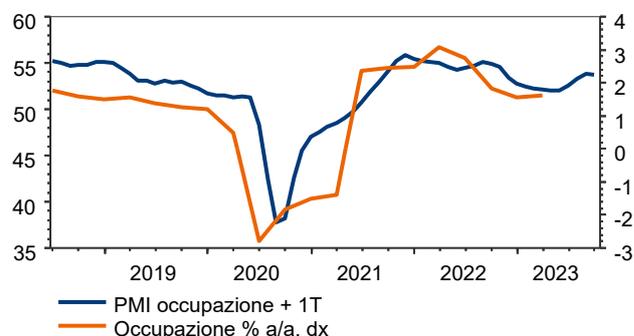
## Area euro

## PIL



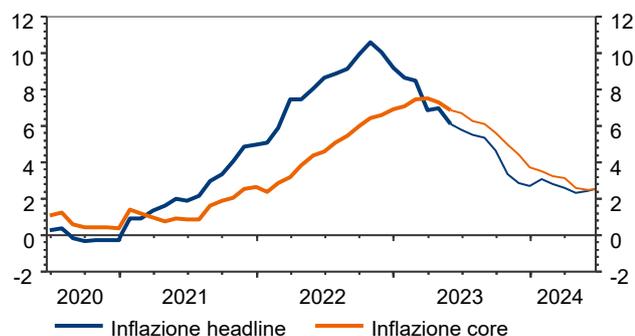
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## 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	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

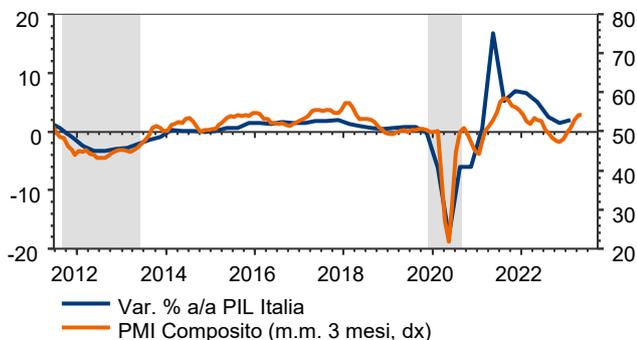
## Previsioni

	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
				T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.5	0.6	1.1	2.5	1.8	1.0	0.4
- t/t				0.4	-0.1	-0.1	0.2
Consumi privati	4.5	0.1	1.2	1.3	-1.0	-0.3	0.2
Investimenti fissi	3.8	0.3	2.4	4.0	-3.6	0.6	-0.2
Consumi pubblici	1.4	-0.7	0.5	0.0	0.8	-1.6	0.2
Esportazioni	7.3	1.3	1.6	1.2	-0.3	-0.1	0.2
Importazioni	8.4	-0.2	1.6	4.1	-2.5	-1.3	0.3
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.2	-0.3	0.2	0.0	-0.3	0.2
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.7	1.8				
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-2.7				
Debito pubblico (% PIL)	91.6	91.0	90.0				
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.6	2.7	9.3	10.0	8.0	6.3
Produzione industriale (a/a)	2.3	-1.0	2.1	3.4	2.2	0.5	-1.8
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.6	6.5
Euribor 3 mesi	0.34	3.49	3.90	0.48	1.77	2.63	3.35

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

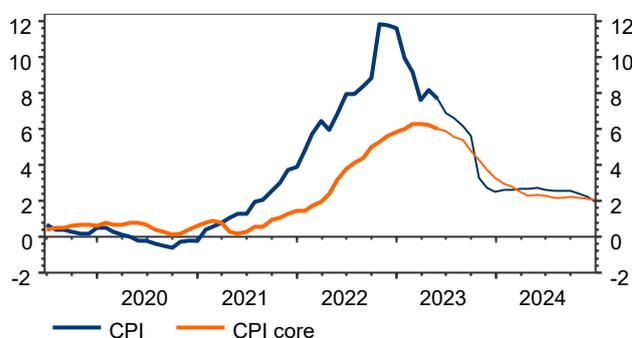
## Italia

### 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			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.8	1.2	1.3	2.5	1.5	1.9	1.0	0.8	1.1	0.9	1.2
- t/t				0.4	-0.1	0.6	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4
Consumi privati	4.6	1.1	1.2	2.2	-1.7	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
Investimenti fissi	9.7	2.5	2.0	0.0	1.5	0.8	0.0	0.4	0.4	0.6	0.6
Consumi pubblici	0.0	1.4	0.4	-0.2	0.5	1.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1
Esportazioni	10.2	0.6	2.3	-0.2	2.1	-1.4	-0.4	0.6	0.8	0.7	0.6
Importazioni	12.5	0.2	2.9	2.2	-2.4	-1.0	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.4	0.2	-0.1	-0.9	0.0	0.5	0.1	-0.1	0.1	0.0
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	8.9	12.5	9.5	8.0	6.5	3.0	2.7	2.7
Produzione industriale (a/a)	0.4	-2.0	1.1	0.3	-2.1	-1.3	-4.0	-2.5	-0.3	0.2	1.8
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	8.1	8.0	8.0	7.9	7.9	7.9	8.2	8.1	8.0	8.0
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.23	4.87	3.50	4.13	4.13	4.14	4.23	4.40	4.53	4.83

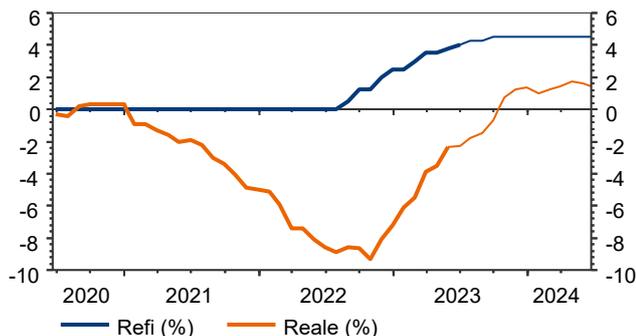
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	22/6	giu	set	dic	mar
Refi	1.25	2.50	3.50	<b>4.00</b>	4.00	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	0.68	1.88	2.92	<b>3.45</b>	3.30	3.87	4.02	4.01
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	<b>3.61</b>	3.51	4.00	4.08	4.03

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

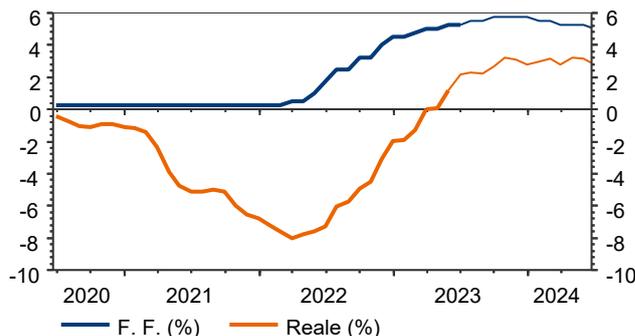


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	22/6	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>5.24</b>	5.23	5.70	5.75	5.32

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

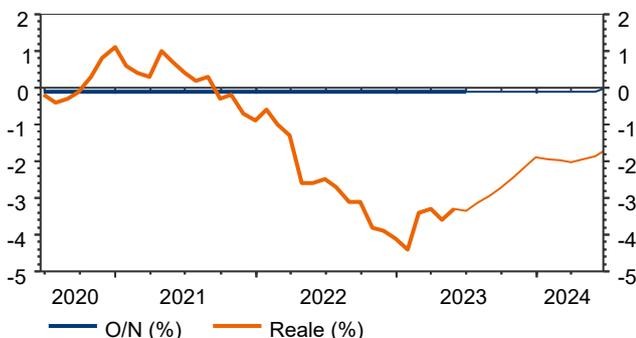


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	22/6	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

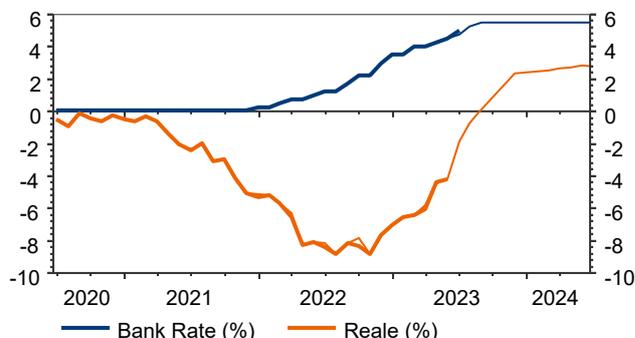


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	22/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	2.25	3.50	4.25	<b>5.00</b>	4.75	5.50	5.50	5.50
Libor GBP 3m	3.34	3.87	4.42	<b>5.11</b>	5.00	5.70	5.70	5.60

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	23/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.20	1.05	1.06	1.09	1.08	<b>1.0854</b>	1.09	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	111	134	133	131	139	<b>143.18</b>	138	130	125	120	118
GBP/USD	1.40	1.23	1.21	1.23	1.24	<b>1.2714</b>	1.27	1.28	1.29	1.29	1.29
EUR/CHF	1.10	1.01	0.99	1.00	0.97	<b>0.9764</b>	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	132	142	141	143	149	<b>155.45</b>	150	144	140	136	135
EUR/GBP	0.85	0.86	0.88	0.89	0.87	<b>0.8537</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](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

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

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Aniello Dell'Anno

Giovanna Mossetti

Andrea Volpi

Simone Zava

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

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

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

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

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