

Weekly Economic Monitor

Il punto

Stati Uniti: in arrivo la fine dei rialzi, e (forse) una mini-recessione. L'economia degli Stati Uniti, nonostante 500pb di rialzi dei tassi, rimane in espansione. La domanda nei servizi continua a trainare sia l'attività che l'occupazione, per recuperare i livelli pre-pandemici. La previsione è di indebolimento ciclico, con una recessione mite a fine anno e una crescita moderata nel 2024. L'inflazione core si è stabilizzata da inizio 2023, ma il trend verso il basso dovrebbe riprendere in estate. I tassi sono quasi al picco, previsto in estate. La politica monetaria dovrebbe concludere la fase dei rialzi entro pochi mesi, condizionata alla flessione attesa per inflazione e dinamica salariale.

I market mover della settimana

In **area euro** la settimana entrante vedrà la pubblicazione dei primi dati di produzione industriale di maggio, attesi mostrare una modesta crescita in Germania e Francia. Sempre a maggio, le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono viste poco variare per il secondo mese consecutivo. Il calo delle materie prime dovrebbe spingere la tendenza annua del PPI dell'area euro in territorio negativo per la prima volta da fine 2020. In Italia, le prime stime dei PMI di giugno dovrebbero risultare coerenti con un rallentamento del PIL nei mesi centrali dell'anno, dopo la sorpresa positiva del 1° trimestre.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana è densa di dati ed eventi cruciali. Sul fronte dei dati, il mercato del lavoro di giugno dovrebbe mostrare un significativo rallentamento della dinamica occupazionale, in linea con le indicazioni recenti dei nuovi sussidi e con l'indebolimento delle posizioni aperte, delle dimissioni e con il rialzo dei licenziamenti. Il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere stabile a 3,7% e i salari orari sono previsti ancora in rialzo di 0,3% m/m. Gli indici ISM di giugno dovrebbero confermare la recessione nel manifatturiero e il proseguimento dell'espansione nei servizi. Il deficit della bilancia commerciale di maggio è previsto in ampliamento a -89 mld da -74,6 mld di aprile. Sul fronte degli eventi, i verbali della riunione del FOMC di giugno saranno importanti per valutare la compattezza del consenso a favore di altri due rialzi emerso con l'aggiornamento del grafico a punti. I verbali dovrebbero anche delineare in maggiore dettaglio le condizioni per il proseguimento del sentiero dei tassi verso l'alto.

Sembra impossibile, ma dopo tanti anni questa è l'ultima volta che Giovanna Mossetti scrive per Weekly Economic Monitor.

Da parte di tutti i colleghi, grazie e auguri per la nuova vita senza scadenze editoriali.

30 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

Stati Uniti: in arrivo la fine dei rialzi, e (forse) una mini-recessione. L'economia degli Stati Uniti, nonostante 500pb di rialzi dei tassi, rimane in espansione. La domanda nei servizi continua a trainare sia l'attività che l'occupazione, per recuperare i livelli pre-pandemici. La previsione è di indebolimento ciclico, con una recessione mite a fine anno e una crescita moderata nel 2024. L'inflazione core si è stabilizzata da inizio 2023, ma il trend verso il basso dovrebbe riprendere in estate. I tassi sono quasi al picco, previsto in estate. La fine dei rialzi dovrebbe arrivare entro pochi mesi, ma rimane condizionata alla flessione attesa per inflazione e dinamica salariale.

La caratteristica principale dello scenario del 2023 per gli Stati Uniti è la **recessione che non arriva mai, nonostante i rialzi dei tassi di 500pb**, l'indebolimento del manifatturiero e la crisi bancaria. La sorprendente resilienza dell'economia americana in questo ciclo anomalo è da attribuire alla forza del settore dei servizi, spinto dalla domanda compressa durante la pandemia. La previsione è di **crescita di 1,5% nel 2023**, con un rallentamento progressivo nella seconda metà dell'anno e una recessione mite e breve fra fine 2023 e inizio 2024. L'entrata debole dovrebbe determinare una **variazione annua nel 2024 di 0,8%**, con un successivo ritorno a una crescita poco sopra il potenziale nel 2025, a 2,3%. I numeri della crescita annua del 2023-24 sono influenzati dalla scansione temporale del rallentamento atteso: la minore crescita prevista per il 2024 rispetto al 2023 è in gran parte influenzata dalla concentrazione della debolezza a inizio 2024.

L'elemento cruciale per lo scenario è l'andamento dei prezzi, che determinerà il sentiero della politica monetaria. Il trend verso il basso dell'**inflazione core** dovrebbe riprendere nella seconda metà del 2023, con una media annua del CPI core pari a 4,6% e la variazione tendenziale a 3,7% a/a a fine anno. Nel 2024, la media annua dovrebbe scendere a 2,5%, con il tendenziale a 2,2% a/a a dicembre 2024, in concomitanza con un ridimensionamento della domanda di lavoro e quindi della dinamica salariale. In questo quadro, **la Fed ha segnalato l'intenzione di alzare i tassi ancora due volte, fino a 5,75%, con una svolta verso il basso a inizio 2024.**

Crescita in rallentamento, con una minore spinta dai servizi. L'espansione rimane sostenuta dal settore dei servizi, che ha recuperato i livelli di attività e occupazione più lentamente rispetto all'industria. Questo ciclo è diverso dai precedenti sotto molti aspetti, sia per il persistente disallineamento della quota dei servizi sui consumi totali, sia per la presenza di risparmio in eccesso rispetto alla media storica. I servizi superano del 5% i consumi di fine 2019, mentre i beni superano del 15% il livello pre-pandemico. La quota dei servizi sui consumi totali è pari a 62%, da una media intorno a 64% fino al 2019 e devono ancora recuperare. I **consumi** hanno il supporto di una parte del **risparmio in eccesso** accumulato durante la pandemia e stimato attualmente dalla San Francisco Fed a circa 500 mld di dollari, da un picco di circa 2100 mld ad agosto 2021. Anche la ricchezza immobiliare in percentuale del reddito disponibile è molto al di sopra della media tipica delle fasi di restrizione monetaria. Il risparmio rimane relativamente elevato pur dopo uno straordinario boom di consumi, ma in via di esaurimento. La **crescita dei consumi**, dipendente in misura crescente dal reddito da lavoro, dovrebbe rallentare da un 2% previsto per il 2023 a 0,7% per il 2024, per poi riaccelerare nel corso dell'anno e attestarsi a 1,9% nel 2025.

Il **mercato del lavoro è al centro dello scenario**. La dinamica occupazionale, da un lato sostiene i consumi, e dall'altro, in un contesto di forza lavoro scarsa, spinge i salari, e quindi i prezzi. I segnali recenti sono stati misti. Il **tasso di disoccupazione** è salito di 3 decimi a maggio, a 3,7%, ma l'**occupazione** è tomata ad accelerare. A maggio, la variazione a 3 mesi era di 283 mila posti, con un aumento dell'indice di **diffusione** della crescita occupazionale a 60,2 da 57 di marzo. L'occupazione nei servizi colpiti dalla pandemia (ospitalità, ricreazione, istruzione) è sotto i livelli di inizio 2020 di -550 mila (5% a/a), mentre per costruzioni, manifatturiero e commercio al dettaglio i posti (1,3% a/a) sono di 550 mila sopra quelli di inizio 2020. La domanda insoddisfatta di lavoro nei servizi continua a spingere i salari (4,3% a/a) e alimenta una spirale salari/prezzi. Gli indicatori della domanda di lavoro (posizioni aperte, dimissioni) stanno rallentando e puntano a un trend in calo dei salari nella seconda metà dell'anno. L'attesa riduzione della domanda di lavoro nei

La domanda di servizi compressa durante la pandemia continua a porre il rallentamento

Inflazione core di nuovo in calo dall'estate, tassi ancora in rialzo a luglio e, forse, a settembre, con la svolta attesa nel 2024

La crescita è trainata dai servizi: dall'estate in poi, i consumi dovrebbero rallentare anche in questo comparto

Mercato del lavoro: osservato speciale

prossimi trimestri dovrebbe ridimensionare la crescita degli occupati non-agricoli, spingendo il **tasso di disoccupazione poco oltre il 4% nella prima metà del 2024.**

Gli **investimenti fissi non-residenziali** sono previsti in rallentamento, con una **crescita di 2,3% nel 2023 e di 1,1% nel 2024**, sulla scia degli effetti dei rialzi dei tassi e della restrizione del credito. Ordini e consegne di beni capitali si stanno indebolendo, con il settore manifatturiero pressoché stagnante. La resilienza degli investimenti a inizio 2023 è concentrata nelle costruzioni commerciali, che dovrebbero entrare in fase di correzione nella seconda metà dell'anno.

Investimenti non-residenziali in rallentamento, ma sostenuti dalla domanda pubblica

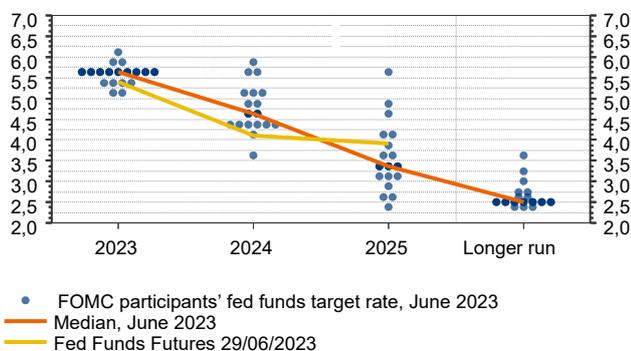
Il trend in calo dell'**inflazione core** si è interrotto a fine 2022. Le variazioni mensili oscillano intorno a 0,3-0,4pp per il deflatore e per il CPI, mostrando una persistenza maggiore del previsto. Nella fase iniziale della ripresa, le pressioni verso l'alto derivavano dai beni core, successivamente la spinta si è concentrata nel settore abitazione e ora il testimone è passato ai servizi core ex-abitazione. Questa sequenza ha accompagnato la **stabilizzazione dell'inflazione core, ma ha interrotto il trend in calo. L'abitazione di residenza**, come atteso, ha iniziato a rallentare (Fig. 9) e sta svoltando. Le maggiori preoccupazioni della Fed sono concentrate nei **servizi ex-abitazione**, i cui prezzi sono determinati principalmente dai salari e la cui dinamica sta ancora accelerando. Un elemento incoraggiante è il calo del **Multivariate Core Trend (MCT)**. Il MCT stima il trend del deflatore come la somma di un trend comune e di trend settoriali. Negli ultimi mesi il MCT ha ripreso a scendere, calando a 3,4% ad aprile da 3,6% di marzo, pur in presenza di una stabilizzazione del deflatore core. Il MCT era intorno a 4,75% fra ottobre e gennaio, da livelli superiori a 5% nei primi 9 mesi del 2022. Infine, per le **aspettative di inflazione**, il calo che si è visto nelle indagini nella seconda metà del 2022 si è interrotto, con rischi per lo scenario di medio termine. **L'inflazione core dovrebbe scendere da 4,6% nel 2023 (3,7% a/a a dicembre) a 2,5% nel 2024 (2,2% a/a a fine anno).**

Inflazione core: il trend in calo dovrebbe accelerare significativamente nella seconda metà dell'anno e proseguire nel 2024-25

La **Fed**, con le nuove proiezioni (Tab.1), ha segnalato l'aspettativa di un **rialzo dei fed funds a luglio, a 5,5%**, seguito da un probabile intervento successivo, **a 5,75%, e una svolta nel 2024.** Il sentiero dei tassi è ora davvero dipendente dall'evoluzione dei dati, in particolare dall'inflazione dei servizi core ex-abitazione. Dall'estate, questo comparto dovrebbe contribuire a una ripresa del trend verso il basso dell'inflazione core. Al momento, prevediamo **un rialzo a luglio**, con probabilità praticamente pari a 100%, e un **successivo intervento a 5,75%**, con probabilità fra il 50% e il 60%, ipotizzando che il Comitato giudichi il progresso su inflazione e mercato del lavoro ancora troppo graduale. Questo secondo rialzo però potrebbe non materializzarsi. Con l'atteso rallentamento della crescita, anche la domanda di lavoro dovrebbe ridursi, aprendo la strada a un rialzo della disoccupazione e alla **svolta dei tassi prevista per inizio 2024.** La discesa dei fed funds dovrebbe essere più rapida di quanto preveda la Fed, con **tassi a 4,5% a fine 2024.**

I tassi sono vicini al picco, ma la Fed si mantiene hawkish, ribadendo l'impegno a piegare definitivamente l'inflazione

La Fed mantiene un bias hawkish, e il mercato comincia a credere che è reale



Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

Tab. 1 - Proiezioni del FOMC: le revisioni all'inflazione giustificano un punto di arrivo più alto per i fed funds

Variabile	Mediana			
	2023	2024	2025	Più lungo termine
PIL reale (a/a)	1.0	1.1	1.8	1.8
Proiezione marzo	0.4	1.2	1.9	1.8
Tasso disoccupazione	4.1	4.5	4.5	4.0
Proiezione marzo	4.5	4.6	4.6	4.0
Deflatore consumi (a/a)	3.2	2.5	2.1	2.0
Proiezione marzo	3.3	2.5	2.1	2.0
Deflatore core (a/a)	3.9	2.6	2.2	
Proiezione marzo	3.6	2.6	2.1	
Per memoria: proiezione sentiero appropriato dei tassi				
Tasso federal funds	5.6	4.6	3.4	2.5
Proiezione marzo	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

In **area euro** la settimana entrante vedrà la pubblicazione dei primi dati di produzione industriale di maggio, attesi mostrare una modesta crescita in Germania e Francia. Sempre a maggio, le vendite al dettaglio nell'Eurozona sono viste poco variare per il secondo mese consecutivo. Il calo delle materie prime dovrebbe spingere la tendenza annua del PPI dell'area euro in territorio negativo per la prima volta da fine 2020. In Italia, le prime stime dei PMI di giugno dovrebbero risultare coerenti con un rallentamento del PIL nei mesi centrali dell'anno, dopo la sorpresa positiva del 1° trimestre.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana è densa di dati ed eventi cruciali. Sul fronte dei dati, il mercato del lavoro di giugno dovrebbe mostrare un significativo rallentamento della dinamica occupazionale, in linea con le indicazioni recenti dei nuovi sussidi e con l'indebolimento delle posizioni aperte, delle dimissioni e con il rialzo dei licenziamenti. Il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere stabile a 3,7% e i salari orari sono previsti ancora in rialzo di 0,3% m/m. Gli indici ISM di giugno dovrebbero confermare la recessione nel manifatturiero e il proseguimento dell'espansione nei servizi. Il deficit della bilancia commerciale di maggio è previsto in ampliamento a -89 mld da -74,6 mld di aprile. Sul fronte degli eventi, i verbali della riunione del FOMC di giugno saranno importanti per valutare la compattezza del consenso a favore di altri due rialzi emerso con l'aggiornamento del grafico a punti. I verbali dovrebbero anche delineare in maggiore dettaglio le condizioni per il proseguimento del sentiero dei tassi verso l'alto.

Lunedì 3 luglio

Area euro

- **Area euro.** La stima finale degli indici **PMI manifatturieri** di giugno dovrebbe confermare il contesto recessivo per il settore in tutte le principali economie dell'Eurozona. In **Italia** la prima stima è attesa registrare un calo a 45,2 da 45,9. Le indicazioni sui prezzi dovrebbero confermare la tendenza di attenuamento delle pressioni inflattive per i beni industriali, mentre le valutazioni su produzione e ordinativi resteranno coerenti con un'attività ancora debole tra il 2° e il 3° trimestre.

Stati Uniti

- L'**ISM manifatturiero** a giugno è previsto a 47,2 da 46,9 di maggio, con indicazioni recessive in linea con le altre indagini del settore. L'ISM è rimasto ininterrottamente sotto la soglia di 50 da novembre 2022, e la componente ordini segnala contrazione da settembre. L'indagine a giugno dovrebbe confermare ulteriore contrazione degli ordini e dei prezzi pagati, con segnali di persistente debolezza sia per la domanda sia per l'inflazione.
- La **spesa in costruzioni** a giugno dovrebbe aumentare di 0,4% m/m, dopo 1,2% m/m di maggio. Le costruzioni industriali e commerciali dovrebbero esercitare una crescente pressione verso il basso nei prossimi trimestri, in seguito al prosciugamento del credito nel settore e all'eccesso di offerta soprattutto nel segmento degli uffici.

Martedì 4 luglio

Stati Uniti

- **Mercati chiusi** per la festività di Independence Day.

Mercoledì 5 luglio

Area euro

- **Francia.** La **produzione industriale** potrebbe avanzare solo modestamente a maggio, intorno a 0,4% m/m, dopo che il rimbalzo di 0,8% m/m registrato nel mese precedente era in gran parte spiegato dall'effetto della fine degli scioperi. La conclusione delle agitazioni nelle raffinerie dovrebbe supportare l'attività anche a maggio; inoltre, l'indagine mensile della

Banque de France ha registrato un recupero della produzione di mezzi di trasporto a fronte di un calo per l'output nei settori più energivori. L'industria potrebbe risultare sostanzialmente stagnante nel 2° trimestre, e le indicazioni su scorte e ordinativi dalle survey segnalano un ulteriore indebolimento nei prossimi mesi.

- **Area euro.** Il calo del **PMI servizi** a giugno è risultato diffuso alle principali economie ma è stato guidato dalla Francia, dove l'indice è crollato inaspettatamente al di sotto della soglia d'invarianza. Le indagini INSEE e della Banque de France evidenziano un quadro meno negativo: in tal senso, non escludiamo una revisione al rialzo del PMI servizi francese. La prima stima del PMI servizi in **Italia** dovrebbe anch'essa mostrare un rallentamento rimanendo però su livelli ancora espansivi, stimiamo a 53,3 da 54, portando l'indicatore composito a 50,8 da 52 di maggio.
- **Area euro.** Il **PPI** è visto in calo anche a maggio, stimiamo di -1,9% m/m. Sarebbe la quinta flessione mensile consecutiva in scia, ancora una volta, al calo dei prezzi dell'energia e dei beni intermedi mentre dovrebbe rimanere positiva la crescita dei prezzi dei beni strumentali e di consumo. La variazione annua è attesa a -1,5% da 1% di aprile, in territorio negativo per la prima volta da fine 2020.

Stati Uniti

- I **verbali della riunione del FOMC** di giugno dovrebbero confermare il messaggio emerso durante la conferenza stampa di Powell e nei discorsi delle ultime settimane. Fra le informazioni rilevanti dei verbali, ci saranno le previsioni dello staff, che fino a maggio includevano una recessione entro fine anno. L'aggiornamento di giugno potrebbe segnalare una minore probabilità di inversione ciclica. Inoltre, sarà anche importante vedere quali sono i rischi evidenziati, in particolare riguardo al settore dell'edilizia commerciale e alla stabilità delle banche medio-piccole. Per quanto riguarda le opinioni dei partecipanti, è già emerso dai discorsi e dalle audizioni di Powell che le opinioni sul sentiero dei tassi sono distribuite in modo non del tutto omogeneo. Tuttavia, i verbali dovrebbero evidenziare la supremazia numerica del gruppo favorevole a due rialzi, condizionati all'evoluzione dello scenario in linea con le previsioni. Il Comitato dovrebbe però concordare sul fatto che deviazioni dallo scenario atteso (per esempio, un rallentamento dell'inflazione core un po' più rapido) potrebbe modificare il sentiero dei tassi implicito nel grafico a punti di giugno.

Giovedì 6 luglio

Area euro

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** a maggio dovrebbero mostrare un rimbalzo dopo l'ampio calo dei due mesi precedenti (-11,3% tra marzo e aprile). Ci aspettiamo un aumento dell'1,5% m/m, che lascerebbe in ogni caso gli ordinativi in rotta per una contrazione di oltre -5% t/t nel trimestre primaverile.
- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** potrebbero risultare pressoché ferme per il secondo mese a maggio (nostra stima: 0,1% m/m dopo la stagnazione del mese precedente). Il trend per i consumi di beni resta improntato a debolezza, nonostante il rallentamento delle pressioni inflazionistiche e il recupero in corso per la fiducia delle famiglie.

Stati Uniti

- Gli **occupati non-agricoli privati** rilevati a giugno dalla stima ADP sono previsti dal consenso in rialzo di 180 mila, dopo 278 mila di maggio.
- Il **deficit della bilancia commerciale** di maggio dovrebbe essere in aumento a -89 mld, dopo il -74,6 mld di aprile. La bilancia preliminare dei beni ha mostrato un calo di -5,5% m/m delle esportazioni, diffuso a tutti i settori, e un incremento di 1,8% m/m per le importazioni, concentrato nel segmento auto e nei beni di consumo.
- L'**ISM dei servizi** a giugno dovrebbe essere poco variato a 50,5, da 50,3 di maggio, le altre indagini di giugno hanno segnalato il proseguimento dell'espansione dell'attività,

dell'occupazione e dei prezzi nei servizi, se pure a ritmi meno solidi. L'indebolimento atteso del mercato del lavoro e l'esaurimento del risparmio in eccesso dovrebbero contribuire a ridurre la crescita della domanda di servizi, generando una quasi stagnazione della domanda aggregata nella parte finale dell'anno.

Venerdì 7 luglio

Area euro

- **Germania.** La **produzione industriale** è vista in aumento marginale a maggio, di 0,1% m/m dopo lo 0,3% del mese precedente. La produzione manifatturiera dovrebbe crescere allo stesso ritmo. Se confermato, il dato lascerebbe la produzione in rotta per una contrazione di -0,5% t/t nel trimestre primaverile, dopo la crescita vista nei mesi invernali. Le indagini di fiducia presso le imprese suggeriscono che il trend di debolezza dell'output non è destinato a invertirsi nel breve termine.

Stati Uniti

- Gli **occupati non-agricoli** a giugno sono attesi in aumento di 190 mila, dopo 393 mila di maggio. Nell'ultimo mese le richieste di nuovi sussidi di disoccupazione si sono stabilizzati intorno a 260 mila, contro un livello di 225 mila nella settimana di rilevazione dell'employment report di maggio, che ha registrato un aumento di occupati non-agricoli di 393 mila. Sussidi intorno a 260 mila sono storicamente associati con una crescita di occupati inferiore a 200 mila. Un indebolimento della domanda di lavoro è coerente con tutte le altre informazioni satellite: indagini delle imprese (in particolare quella delle piccole imprese), posizioni aperte, dimissioni e licenziamenti. È probabile che la forza della dinamica occupazionale rimanga sovrastimata, come appare dal recente aggiornamento delle Early Benchmark Revisions per fine 2022 e inizio 2023, stimate dalla Philadelphia Fed sulla base del Quarterly Census of Employment and Wages. Il **tasso di disoccupazione** dovrebbe essere invariato a 3,7%, come a maggio. La partecipazione per tutte le coorti al di fuori di quelle oltre i 54 anni ha ormai superato i livelli pre-pandemici e potrebbe esserci ancora un modesto contributo positivo dagli individui più anziani nei prossimi trimestri. I **salari orari** sono previsti in aumento di 0,3% m/m, come a maggio, con un ulteriore marginale rallentamento della variazione annua, da 4,3% a/a, a 4,2% a/a, sui minimi da giugno 2021.

Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

Calendario dei dati macroeconomici (3 – 7 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	3/7	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifat.	**	T2	20	22		
		01:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T2	1	3		
		02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		giu	prel 49.8			
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	giu	50.9	50.2		
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	giu	45.9	45.4	45.2	
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		giu	prel 45.5	45.5	45.5	
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	giu	prel 41.0	41.0	41.0	
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	giu	prel 43.6	43.6	43.6	
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	giu	46.2	46.2		
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		giu	46.3			
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		mag	1.2	%	0.5	0.4
	16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	giu	46.9		47.2	47.2	
Mar	4/7	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		mag	18.4	Mld €		
		10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T1	5.6	%		
Mer	5/7	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	giu	57.1			
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	mag	0.8	%	-0.2	0.4
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		mag	-0.9	%		
		09:45	ITA	PMI servizi	*	giu	54.0		53.1	53.3
		09:50	FRA	PMI servizi finale		giu	prel 48.0		48.0	48.6
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	giu	prel 54.1		54.1	54.1
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	giu	prel 52.4		52.4	52.5
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	giu	prel 50.3		50.3	50.4
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	giu	53.7		53.7	
		11:00	EUR	PPI a/a		mag	1.0	%		-1.5
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		mag	0.4	%		
16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	mag	prel 0.6	%				
16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	mag	prel 1.8	%				
Gio	6/7	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	mag	-0.4	%	1.5	1.5
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		mag	0.0	%	0.2	0.1
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		giu	278	x1000	180	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	239	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.742	Mln		
		14:30	USA	Bilancia commerciale		mag	-74.6	Mld \$	-69.8	-89.0
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		giu	53.0			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		giu	54.1			
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	giu	50.3		50.5	50.5
Ven	7/7	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	mag	-4.4	%	-2.4	
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	mag	0.3	%	0.1	0.1
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		mag	3.2	%		
		14:30	USA	Salari orari m/m		giu	0.3	%	0.3	0.3
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	giu	3.7	%	3.7	3.7
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	giu	339	x1000	200	190

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 (3 – 9 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mer	5/7	13:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
		22:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
Gio	6/7	14:45	USA	Discorso di Logan (Fed)
Ven	7/7	10:30	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
		16:30	GB	Discorso di Mann (BoE)
		18:45	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
Dom	9/7	09:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		09:30	GB	* Discorso di Bailey (BoE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	mag	1.2 (1.1)	%	-1.0	1.7
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	mag	-0.6 (-0.3)	%	-0.1	0.6
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	apr	-1.1	%	-2.6	-1.7
Indice dei prezzi delle case m/m	apr	0.5 (0.6)	%		0.7
Vendite di nuove case (mln ann.)	mag	0.680 (0.683)	Mln	0.675	0.763
Fiducia consumatori (CB)	giu	102.5 (102.3)		104.0	109.7
Bilancia commerciale prelim	mag	-97.10	Mld \$		-91.13
Richieste di sussidio	settim	265 (264)	x1000	265	239
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.761 (1.759)	Mln	1.765	1.742
PIL t/t ann. finale	T1	1.3	%	1.4	2.0
Deflatore consumi core t/t finale	T1	5.0	%	5.0	4.9
PIL, deflatore t/t ann. finale	T1	4.1	%	4.2	4.1
Deflatore consumi (core) a/a	mag	4.7	%	4.7	
Deflatore consumi a/a	mag	4.4	%		
Spesa per consumi (nominale) m/m	mag	0.8	%	0.2	
Redditi delle famiglie m/m	mag	0.4	%	0.3	
Deflatore consumi (core) m/m	mag	0.4	%	0.3	
PMI (Chicago)	giu	40.4		44.0	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	giu	63.9		63.9	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Gli **ordini di beni durevoli** di maggio hanno sorpreso verso l'alto, con un balzo di 1,7% m/m, dopo 1,2% m/m, spinto da un altro ampio incremento nell'aeronautica civile (+33% m/m) che ha più che compensato la correzione per gli aerei militari. I trasporti, nel complesso, hanno segnato un aumento di 3,9% m/m, grazie anche al comparto auto (+2,2% m/m). Al netto dei trasporti, gli ordini sono in rialzo di 0,6% m/m. Gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei sono in crescita di 0,7% m/m, dopo 0,6% m/m di aprile. I dati suggeriscono un miglioramento della dinamica dei macchinari, dopo il calo registrato fra fine 2022 e inizio 2023.

La stima finale del **PIL del 1° trimestre** ha registrato una revisione verso l'alto maggiore delle attese, con una variazione di 2% t/t ann., da 1,3% t/t ann. precedente, principalmente grazie sia a consumi di servizi più solidi sia a un maggior contributo del canale estero. I consumi sono cresciuti di 4,2% t/t ann., dopo 1% t/t ann. precedente, con contributi ampi da tutti i comparti. Gli investimenti fissi non-residenziali, invece, hanno segnato una variazione di 0,6% t/t ann., frenati dal secondo calo consecutivo dei macchinari. La domanda domestica privata finale è in accelerazione a 3,5% t/t ann. da 0,7% t/t ann. di fine 2022. Le scorte contribuiscono negativamente alla crescita per -2,1pp, dopo 1,5pp nel 4° trimestre. Il canale estero spinge la crescita per il 4° trimestre consecutivo, con un contributo di 0,6pp. Il reddito, il reddito disponibile e il risparmio sono stati rivisti verso l'alto, mentre il deflatore core ha registrato una limatura verso il basso di un decimo, a 4,9%. I dati, per quanto ormai "vecchi", indicano che l'economia ha ancora un notevole abbrivio, grazie ai consumi solidi, sostenuti non solo dal reddito, ma anche dal risparmio. Nel 2° trimestre, la crescita dovrebbe rallentare modestamente, con una rotazione dei contributi (più scorte e meno canale estero) e, soprattutto, un significativo indebolimento dei consumi. I dati continuano a indicare che, almeno fino alla prima metà del 2023, gli effetti della politica monetaria restrittiva sono ancora contenuti.

Le richieste di **nuovi sussidi di disoccupazione** al 24 giugno sono calati a 239 mila, dai livelli intorno a 260 mila delle due settimane precedenti, mantenendosi su un sentiero solo modestamente verso l'alto in atto da febbraio. L'andamento dei sussidi indica che dovrebbe esserci un rallentamento della dinamica occupazionale, per ora graduale.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a giugno è aumentata significativamente, salendo a 109,7 da 102,5 di maggio, con incrementi sia per le condizioni correnti (a 155,3 da 148,9) sia per le aspettative (a 79,3 da 71,5). La fiducia è sui massimi da gennaio 2022, la valutazione del mercato del lavoro è migliorata rispetto a maggio e le

aspettative di inflazione sono scese sui minimi da dicembre 2020. Le previsioni di recessione sono diminuite, ma i piani di acquisto di auto e case e i programmi di vacanze sono in rallentamento. I dati danno indicazioni miste, con il miglioramento delle aspettative e del mercato del lavoro in contrasto con le previsioni di minori spese voluttuarie.

Le **vendite di case nuove** a maggio hanno fornito una sorpresa positiva, con un incremento a 763 mila (12,2% m/m, 20% a/a), da 680 mila di aprile. Gran parte dell'incremento mensile è stato generato dalle vendite di unità non ancora iniziate (+95 mila), mentre per le unità completate si registra una correzione di 21 mila. Il prezzo mediano è in rialzo di 1,1% m/m, dopo 6 correzioni consecutive, ma in calo di -7,6% a/a: questo in parte può spiegare il rimbalzo delle vendite. Le scorte di case invendute sono equivalenti a 6,7 mesi di vendite, da 7,6 di aprile, con indicazioni di scarsità di offerta. Il balzo delle vendite segue una sorpresa anche più ampia vista con i nuovi cantieri di maggio e appare fuori linea rispetto all'andamento circa piatto dei nuovi mutui per l'acquisto di case. Tuttavia, i dati di attività stanno segnalando che la correzione del mercato immobiliare residenziale potrebbe essere terminata, nonostante il mantenimento di tassi di interesse relativamente elevati.

I **prezzi delle case** rilevati ad aprile dall'indice Corelogic S&P Case-Shiller, l'indicatore di prezzo più affidabile per il mercato immobiliare residenziale, mostrano un incremento mensile (non stagionalizzato) di 1,3% m/m e una **correzione di -0,2% a/a**, la prima contrazione annua da aprile 2012. Gli aumenti mensili del 2023 sono inferiori a quelli dell'anno precedente, ma più rapidi rispetto a quelli degli 8 anni precedenti, eccetto il 2017. Il trend in calo dei prezzi delle case potrebbe essere già vicino alla fine.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Vendite al dettaglio a/a	mag	5.1 (5.0)	%	5.4	5.7
Fiducia delle famiglie	giu	36.0			36.2
Job to applicant ratio	mag	1.32		1.32	1.31
Tasso di disoccupazione	mag	2.6	%	2.6	2.6
Produzione industriale m/m prelim	mag	0.7	%	-1.0	-1.6

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

La **produzione industriale** (prelim.) di maggio ha sorpreso verso il basso, con un calo di -1,6% m/m, concentrato nel settore auto, nei macchinari elettrici e nell'informatica e comunicazioni. Le previsioni delle imprese, raccolte dal METI, mostrano un rimbalzo atteso a giugno di 5,6% m/m, seguito da un calo di -0,6% m/m atteso per luglio.

Il **tasso di disoccupazione** a maggio è rimasto stabile a 2,6%, in presenza di correzioni degli occupati, dei disoccupati e della forza lavoro. Il *jobs-to-applicant ratio* è sceso a 1,31 da 1,33 di aprile, sul minimo da luglio 2022. Il Tankan, in uscita la prossima settimana, dovrebbe mostrare un moderato ulteriore miglioramento sia per il manifatturiero sia per il non-manifatturiero, con indicazioni di espansione della spesa per investimenti, ma con possibili segnali di minore eccesso di domanda di lavoro.

Area euro

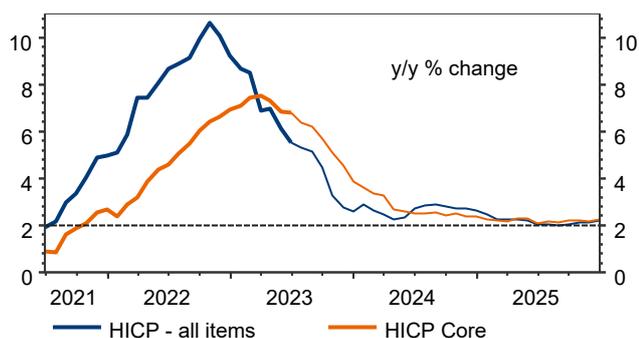
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	M3 dest. a/a	mag	1.9	%	1.5	1.4	
EUR	Fiducia consumatori finale	giu	-16.1		-16.1	-16.1	
EUR	Fiducia servizi	giu	7.1	{7.0}	5.5	5.7	
EUR	Fiducia industria	giu	-5.3	{-5.2}	-5.5	-7.2	
EUR	Indice di fiducia economica	giu	96.4	{96.5}	96.0	95.3	
EUR	CPI a/a stima flash	giu	6.1		5.6	5.5	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	giu	6.9		6.7	6.8	
EUR	Tasso di disoccupazione	mag	6.5	%	6.5	6.5	
FRA	Fiducia consumatori	giu	83			85	
FRA	Spese per consumi m/m	mag	-0.8	{-1.0}	%	0.5	0.5
FRA	IPCA a/a prelim	giu	6.0		%	5.4	5.3
GER	IFO	giu	91.5	{91.7}		90.7	88.5
GER	IFO (sit. corrente)	giu	94.8			93.5	93.7
GER	IFO (attese)	giu	88.3	{88.6}		88.0	83.6
GER	Fiducia consumatori	lug	-24.4	{-24.2}		-23.0	-25.4
GER	IPCA m/m prelim	giu	-0.2		%	0.3	0.4
GER	IPCA a/a prelim	giu	6.3		%	6.7	6.8
GER	CPI (Lander) a/a prelim	giu	6.1		%	6.3	6.4
GER	CPI (Lander) m/m prelim	giu	-0.1		%	0.2	0.3
GER	Prezzi import a/a	mag	-7.0		%	-9.1	-9.1
GER	Vendite al dettaglio a/a	mag	-4.3		%	-4.3	-3.6
GER	Vendite al dettaglio m/m	mag	0.8		%	0.0	0.4
GER	Tasso di disoccupazione	giu	5.6		%	5.6	5.7
GER	Variazione n° disoccupati	giu	9	x1000		13	28
ITA	Fiducia consumatori	giu	105.1			105.5	108.6
ITA	Indice di fiducia delle imprese	giu	101.2	{101.4}		101.0	100.3
ITA	PPI a/a	mag	-1.5		%		-4.3
ITA	PPI m/m	mag	-4.8		%		-2.3
ITA	IPCA m/m prelim	giu	0.3		%	0.1	0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	giu	7.6		%	6.8	6.4
ITA	IPCA a/a prelim	giu	8.0		%	6.8	6.7
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	giu	0.3		%	0.1	0.0
ITA	Fatturato industriale a/a	apr	4.2	{4.3}	%		-1.8
ITA	Fatturato industriale m/m	apr	-0.4	{-0.3}	%		-1.8
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	mag	7.8		%	7.9	7.6
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	mag	1.22	Mld €			4.47
SPA	IPCA a/a prelim	giu	2.9		%	1.5	1.6

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

Area euro. L'inflazione rallenta più del previsto a giugno, a 5,5% (+0,3% m/m) da 6,1% di maggio. Tuttavia, si attenuano solo moderatamente le pressioni sull'inflazione core BCE (al netto di energia e alimentari freschi), calata per la terza volta di fila ma solo di un solo decimo, al 6,8% (+0,4% m/m). Dopo due flessioni consecutive, ritorna a salire, invece, l'indice al netto di alimentari ed energia, a 5,4% (+0,3% m/m) da 5,3% di maggio. Quasi tutte le principali componenti sono in rallentamento con l'eccezione dei servizi, saliti al 5,4% da 5% di maggio per via di effetti base sfavorevoli sui servizi di trasporto tedeschi, e attesi spostarsi su un trend decrescente solo a fine estate. L'energia è calata a -5,6% da -1,8%, e continuerà a fornire un contributo negativo all'inflazione complessiva nei prossimi mesi, toccando un punto di minimo a ottobre (intorno a -13% a/a). Cala anche il contributo degli alimentari, che pure mantengono una dinamica a due cifre e ben più elevata dell'indice generale (11,7% da 12,5% di maggio): la flessione riguarda sia gli alimentari lavorati (a 12,5% da 13,4%) che, in minor misura, quelli freschi (a 9% da 9,6% precedente), i quali risentono maggiormente dell'effetto ritardato delle condizioni climatiche avverse passate. L'inflazione dei beni industriali non energetici, scesa nuovamente in giugno a 5,5% da 5,8%, è attesa continuare a calare nei prossimi mesi sulla scia della normalizzazione dei fattori di offerta e di un indebolimento della domanda, sino a raggiungere il 2,5% a fine anno.

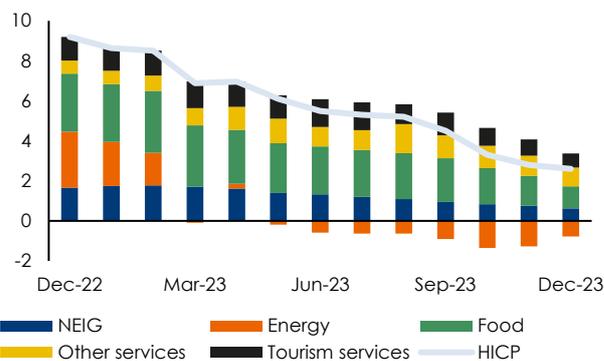
Nelle nostre stime, **l'inflazione generale potrebbe attestarsi al 2,6% a fine anno**, e scendere temporaneamente al 2,2% ad aprile 2024; successivamente, effetti base sfavorevoli sull'energia potrebbero riportare l'inflazione al 2,6% a fine 2024. La discesa sarà anche più lenta per **l'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia)**, che è **stimato al 3,9% a fine 2023** e al 2,4% a dicembre 2024. I rischi sullo scenario sono verso l'alto e concentrati sulla componente "di fondo".

Inflazione headline vs. inflazione core



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

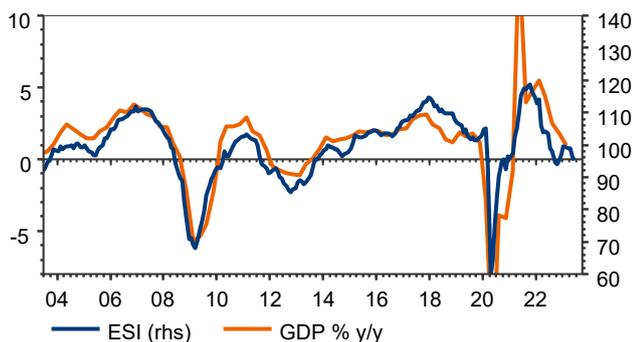
Contributi all'inflazione delle principali componenti



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

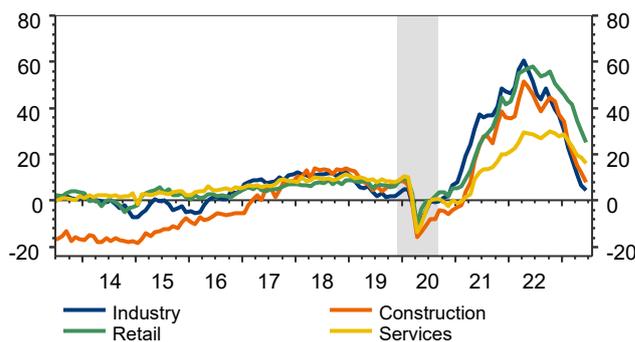
Area euro. L'indice composito **ESI** di fiducia economica è calato per il secondo mese a giugno, a 95,3 da un precedente 96,4 (ai minimi dallo scorso novembre). La flessione è diffusa a tutti i macro-settori: industria (-7,2 da -5,3, un minimo dal settembre 2020); servizi (5,7 da 7,1, il livello più basso da novembre); costruzioni (-2 da -0,3, minimo da febbraio 2021) e commercio al dettaglio (-6 da -5,3, minimo dallo scorso settembre). Le intenzioni di assunzione delle imprese restano espansive, mentre le indicazioni sui prezzi confermano l'attenuamento delle pressioni inflattive, che però rimangono storicamente elevate nei servizi e nel commercio al dettaglio. Nel complesso, le indagini di fiducia di giugno nell'Eurozona hanno mostrato una netta intensificazione dei rischi al ribasso sul ciclo economico attestandosi su livelli coerenti con una sostanziale stagnazione del PIL nel 2° semestre dell'anno.

La tendenza dell'ESI continua a segnalare un rallentamento della crescita tendenziale del PIL nei prossimi trimestri



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

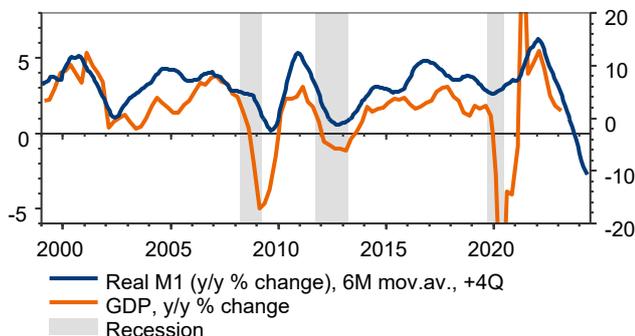
Rallenta la crescita dei prezzi, che però, specie nei servizi e nel commercio, resta superiore alla media storica



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

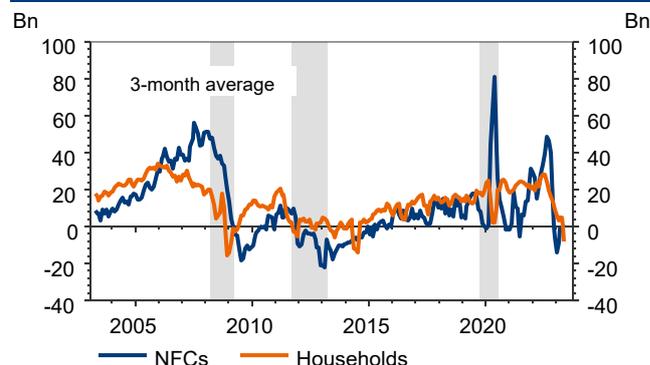
Area euro. La crescita dell'aggregato monetario **M3** ha rallentato all'1,4% a/a a maggio da un precedente 1,9%, ed è probabile che la tendenza si accentui nei prossimi mesi. I dati sul credito mostrano che la tendenza di decelerazione continua, sia per le imprese (4% da 4,6% a/a) che per le famiglie (2,1% da 2,5% a/a), confermando che la restrizione monetaria si sta trasferendo all'economia reale in misura coerente con un rallentamento del ciclo nel 2° semestre.

I dati sugli aggregati monetari anticipano un rallentamento del ciclo nei prossimi trimestri



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Si nota una decisa frenata dei flussi di credito a famiglie e imprese

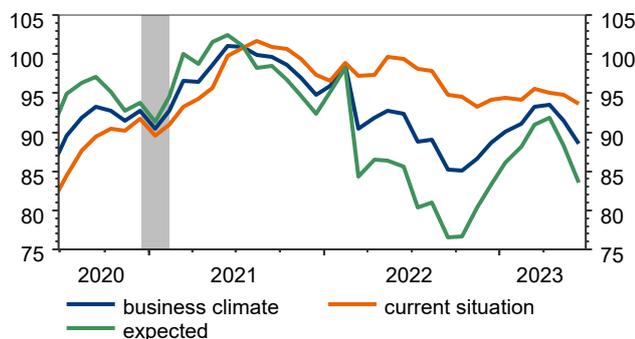


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Area euro. Come da attese, a maggio il **tasso di disoccupazione** è rimasto invariato al 6,5%. Le persone in cerca di occupazione sono calate per il sesto mese di fila (-57 mila unità dopo le -39 mila del mese precedente). Tra le principali economie, il tasso dei senza lavoro è diminuito in Italia (a 7,6% da 7,8%), è rimasto invariato in Germania e Francia (rispettivamente al 2,9% e al 7%) ed è lievemente aumentato in Spagna (a 12,7% da 12,6%). Il rallentamento del ciclo potrebbe iniziare a pesare sulla domanda di lavoro nei prossimi mesi, ma al momento continuiamo a ritenere che l'incremento della disoccupazione nella seconda metà dell'anno possa risultare nel complesso modesto.

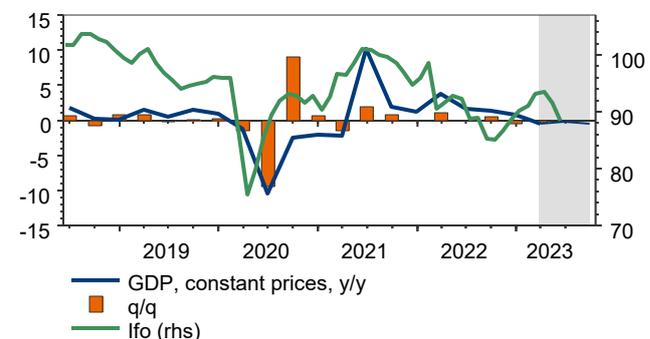
Germania. L'indice **Ifo** è calato ben più del previsto a giugno, a 88,5 da 91,5 (rivisto da 91,7) di maggio, tornando sui valori di dicembre 2022. La flessione è stata guidata dal deterioramento delle attese, in flessione a 83,6 da 88,3 (rivisto da 88,6) di maggio, mentre l'indice sulla situazione corrente ha registrato un calo meno ampio, a 93,7 da 94,8 precedente. Il peggioramento del morale è diffuso a tutti i macro-settori ma è più marcato nella manifattura e nei servizi. Questi ultimi restano in territorio espansivo ma mostrano una vistosa decelerazione dell'attività. L'Ifo segnala il rischio che il PIL possa tornare a calare nel 3° trimestre dell'anno. Più in generale, la tornata di indagini congiunturali di giugno nell'Eurozona mostra un netto aumento dei rischi al ribasso sul ciclo nel 2° semestre 2023.

Ifo in deciso calo per via di un peggioramento sia delle attese che, in minor misura, dell'indice sulla situazione corrente



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IFO Institute

L'economia tedesca crescerà su ritmi piuttosto fiacchi nei prossimi trimestri

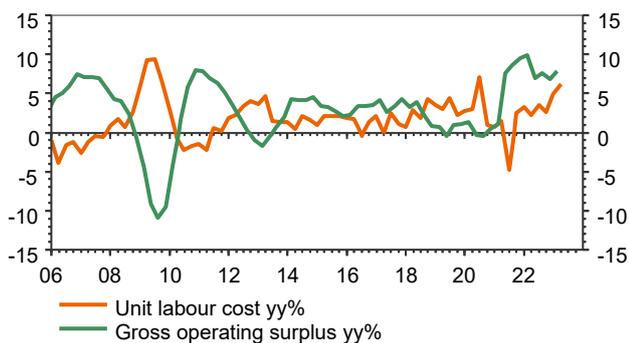


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis, IFO Institute

Germania. L'**inflazione** è cresciuta più del previsto a giugno, al 6,4% a/a (+0,3% m/m) dal 6,1% di maggio su base nazionale e al 6,7% a/a (+0,4% m/m) dal 6,3% precedente sull'indice armonizzato, per via di effetti base sfavorevoli sui servizi (a 5,3% da 4,5% precedente sul CPI) e, in

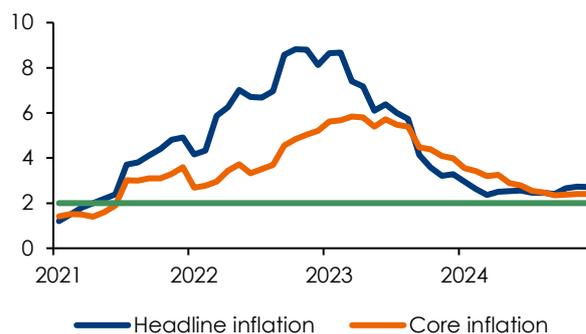
minor misura, della crescita dell'energia (a 3% da 2,6% precedente). Si registra, invece, la terza flessione consecutiva per gli alimentari (a 13,7% da 14,9% precedente). L'indice al netto di energia e alimentari è risalito al 5,8% dal 5,4% di maggio. Nel nostro scenario centrale, l'inflazione headline dovrebbe riprendere a calare nei prossimi mesi, sino a toccare un minimo al 2,4% nella primavera 2024; successivamente, si potrebbe vedere una modesta risalita sino al 2,7% alla fine del prossimo anno. Il mix tra margini di profitto ancora elevati e salari in crescita potrebbe rallentare la discesa dell'inflazione di fondo, attesa, nel nostro scenario centrale, intorno al 4% a fine 2023 e al 2,5% a fine 2024.

Il mix di profitti ancora elevati e costo del lavoro in crescita rallenterà il calo dell'inflazione core



Fonte: Destatis, Bundesbank ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Inflazione headline vs inflazione core



Fonte: Destatis e previsioni Intesa Sanpaolo

Germania. Il **tasso di disoccupazione** è aumentato di un decimo a giugno, al 5,7%, a dispetto di attese per una stabilità. L'aumento dei disoccupati è stato di 28 mila unità, ben al di sopra del consenso (13 mila unità) e del dato di maggio. Il rallentamento del ciclo economico inizia ad avere i primi effetti sulla dinamica del mercato del lavoro, che potrebbero intensificarsi nei prossimi mesi.

Germania. I **prezzi all'import** hanno registrato la nona flessione di fila a maggio (-1,4% m/m), passando, su base annua, da -7% a -9,1%, un nuovo minimo da settembre 2009. Come nei mesi precedenti la flessione tendenziale è imputabile principalmente all'energia, in calo di -37,6% a/a (-6,4% m/m).

Germania. Le **vendite al dettaglio** hanno registrato il secondo aumento mensile consecutivo a maggio (0,4% m/m), pur rimanendo in ampio calo rispetto a un anno prima (-3,6% a/a).

Germania. L'**indice GfK di fiducia dei consumatori** (dato preliminare di luglio) ha registrato un'inattesa battuta d'arresto dopo 8 mesi di rialzi consecutivi, calando a -25,4 da -24,4 (rivisto da -24,2) precedente.

Francia. La **fiducia dei consumatori** è salita di due punti a 85 a giugno, grazie a un miglioramento delle opinioni sulla situazione economica corrente e attesa, a fronte però di un ulteriore deterioramento delle intenzioni di spesa. Restano positive le valutazioni sul mercato del lavoro, mentre prosegue la tendenza di calo dell'inflazione sia corrente che attesa. Al momento il morale dei nuclei familiari resta ben al di sotto della media di lungo periodo, su livelli coerenti con una dinamica dei consumi privati ancora debole; nei prossimi mesi, tuttavia, l'attenuamento delle pressioni inflattive potrebbe favorire un graduale recupero.

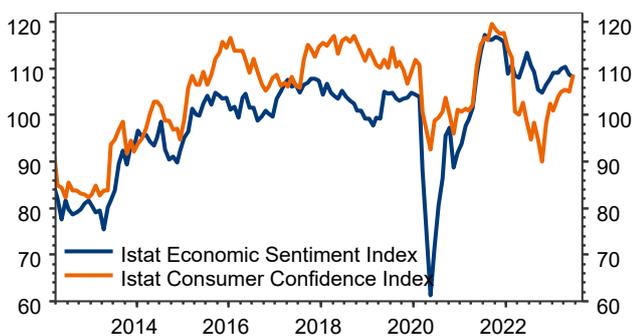
Francia. A giugno, l'**inflazione** è scesa più del previsto al 4,5% (+0,2% m/m) dal 5,1% sul CPI e al 5,3% (+0,2% m/m) dal 6% sull'IPCA. Il rallentamento è dovuto quasi esclusivamente a energia (a -3% da 2% precedente) e alimentari (13,6% da 14,3% di maggio); questi ultimi sono scesi per via del calo degli alimentari lavorati (a 14% da 14,9%) che ha più che compensato l'accelerazione di quelli freschi (a 11,1% da 10,7%). Sono cresciuti i prezzi dei beni industriali (a 4,3% da 4,1%), per

effetto dell'inizio ritardato dei saldi estivi, mentre sono scesi solo marginalmente i servizi (a 2,9% da 3% di maggio). In prospettiva, l'inflazione francese dovrebbe seguire una dinamica altalenante nei prossimi mesi, per attestarsi al 4,3% (sul CPI) a fine anno.

Francia. Dopo tre mesi di cali consecutivi, i **consumi di beni** a maggio hanno registrato un rimbalzo di +0,5%, dopo il calo di -0,8% ad aprile (rivisto al rialzo da -1%). La crescita è spiegata dall'energia (+2,2% m/m) e, in minor misura, dagli alimentari (+0,3% m/m, dopo tre flessioni consecutive). In sintesi, le vendite hanno mostrato solo un rimbalzo parziale, nonché inferiore alle attese, a giugno. Tuttavia, l'attenuamento delle pressioni inflattive potrebbe favorire un graduale recupero nella seconda parte dell'anno.

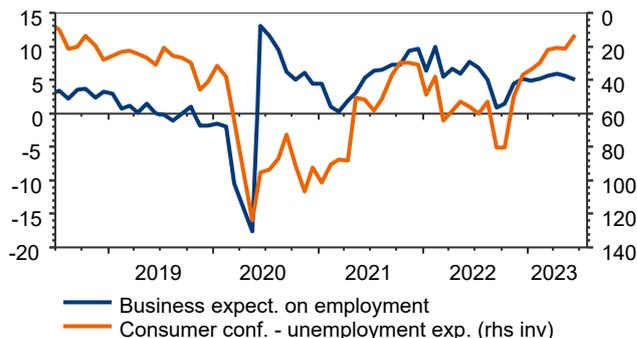
Italia. L'indice di **fiducia delle imprese manifatturiere** è diminuito per il terzo mese consecutivo a giugno, a 100,3 da 101,2 di maggio (un minimo da gennaio 2021). La flessione è dovuta al calo delle valutazioni attuali su ordini e produzione, ed è guidata dal peggioramento di morale dei produttori di beni intermedi; in calo per il nono mese consecutivo le attese sui prezzi di vendita. Anche l'indice composito di fiducia delle imprese **IESI** è diminuito per il secondo mese a giugno, a 108,3 da 108,6 di maggio, con correzioni diffuse a tutti i macro-settori a eccezione delle costruzioni, dove il morale è tornato a crescere a sorpresa dopo la flessione di maggio, raggiungendo il terzo livello più alto mai registrato. Il **morale dei consumatori** è rimbalzato assai più del previsto a giugno, a 108,6 da 105,1 di maggio, toccando un massimo da febbraio dello scorso anno; la ripresa è diffusa a tutte le componenti principali dell'indagine, ma è trainata dal clima economico nazionale e dalle aspettative per il futuro. Le possibilità future di risparmio risultano assai meno negative rispetto al mese scorso, e calano, ai minimi da quasi 5 anni, le attese sulla disoccupazione. L'inflazione sia percepita che attesa dalle famiglie è tornata a scendere dopo il rimbalzo di maggio. I livelli correnti delle indagini restano compatibili con la nostra stima di un PIL italiano in crescita di 0,1/0,2% t/t nei restanti trimestri del 2023, dopo il sorprendente rimbalzo di 0,6% t/t visto a inizio anno.

Fiducia dei consumatori in sensibile ripresa, morale delle imprese in moderato calo a giugno



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

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

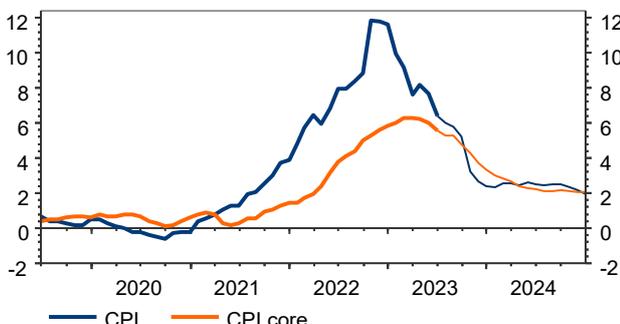


Nota: serie di dati Istat sulla fiducia interpolate a causa della mancanza della lettura di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Italia. L'**inflazione** è scesa più delle attese a giugno, a 6,4% a/a da 7,6% sull'indice nazionale e a 6,7% da 8% sull'armonizzato. Nel mese i prezzi sono risultati stagnanti sul CPI e sono cresciuti di un decimo sull'IPCA. Il rallentamento tendenziale è imputabile prevalentemente alla componente energetica ma si registrano segnali di frenata anche per servizi e beni industriali, con l'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi che scende a 5,6% da 6% a/a (sul NIC). Nelle nostre stime, l'inflazione potrebbe attestarsi al 2,4% (sul CPI) a fine anno, e tornare al 2% solo a dicembre 2024. La traiettoria discendente dell'indice core dovrebbe essere ancora più graduale, grazie alla tenuta dei prezzi di alimentari e servizi: l'indice al netto di alimentari freschi ed energia è

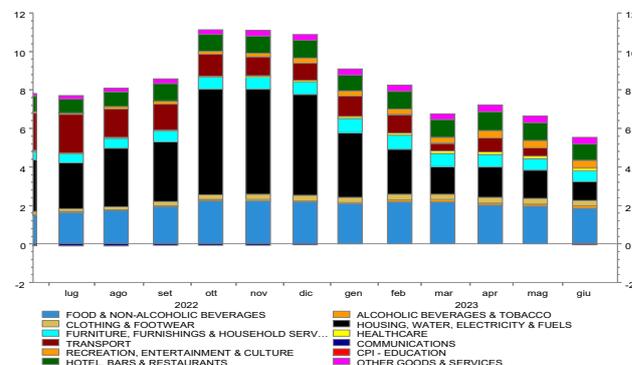
stimato al 3,4% a fine 2023 e al 2% a dicembre 2024. Al momento, i rischi sono al ribasso sull'energia e al rialzo sulle componenti meno volatili.

L'inflazione italiana è attesa in ulteriore calo nei prossimi mesi



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

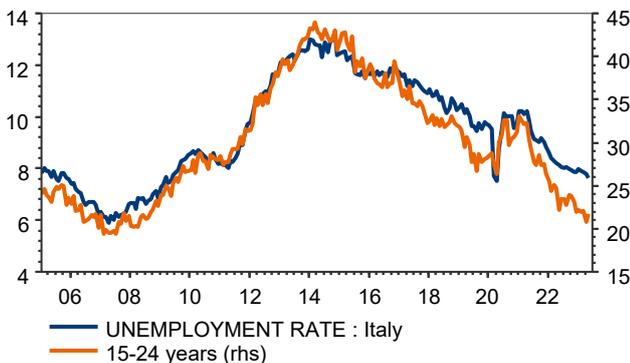
In ridimensionamento l'apporto dell'energia, in questa fase sono soprattutto gli alimentari a spingere l'inflazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

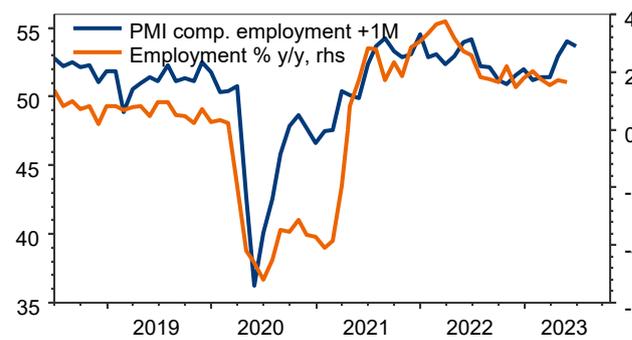
Italia. Il tasso di disoccupazione ha sorpreso al ribasso a maggio, calando al 7,6% dal 7,8% del mese precedente. Se escludiamo il mese di aprile 2020 (in pieno lockdown), si tratta di un minimo dal 2009. Il calo dei disoccupati è interamente dovuto a una crescita degli occupati (+21 mila unità, +0,1%), a fronte di inattivi circa stabili dopo la flessione dei mesi precedenti. La crescita degli occupati è trainata dagli uomini, in particolare dai 25-34enni e dagli over 50, e dai lavoratori autonomi. Il mercato del lavoro italiano resta robusto: le intenzioni di assunzione rimangono espansive sia nei servizi che nella manifattura, dove tuttavia emergono i primi segnali di rallentamento. Il tasso di disoccupazione potrebbe risalire nella seconda parte dell'anno, ma l'incremento dovrebbe risultare complessivamente modesto.

Il tasso di disoccupazione giovanile è ai minimi dal 2008



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le intenzioni di assunzione delle imprese restano espansive e coerenti con un prosieguo del trend di crescita degli occupati



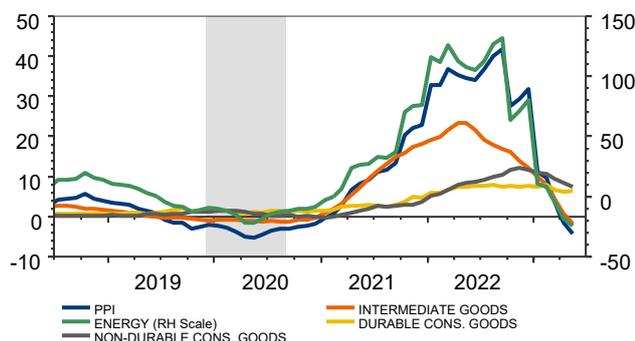
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Italia. Il PPI è calato di -2,3% m/m (-4,3% a/a) a maggio: come nei mesi precedenti, è la flessione di energia (-7,7% m/m) e beni intermedi (-0,7% m/m) a guidare il ribasso, mentre negli altri comparti si registra una stagnazione per i beni durevoli e un modesto incremento (+0,1% m/m) per i beni strumentali. Su base tendenziale i settori che mostrano le pressioni inflattive più severe sono l'alimentare (+7,4%), il tessile (+6,7%) e gomma, plastica e lavorazione di minerali non metalliferi (+6,2%).

Italia. Il fatturato nell'industria è calato di -1,8% sia su base congiunturale che tendenziale ad aprile (su base annua, si tratta di un minimo da novembre 2020). La flessione congiunturale è

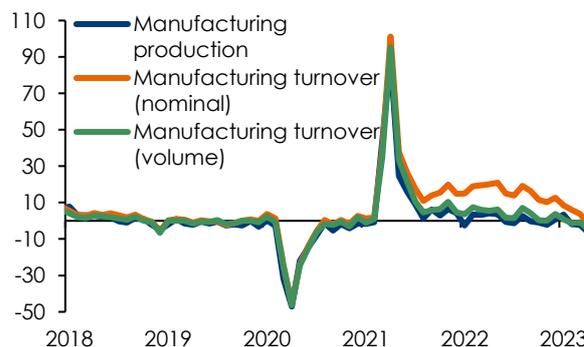
dovuta soprattutto al mercato interno (-2,5% m/m), e solo in misura minore alle vendite all'estero (-0,5% m/m). Il calo del fatturato riguarda tutti i principali raggruppamenti di industrie a eccezione dell'energia (+1,9% m/m), ed è più marcato tra i produttori di beni strumentali (-2,2% m/m) e intermedi (-2,2% m/m). In termini tendenziali i settori più penalizzati sono ancora gli energivori come la chimica (-19,3%), l'industria del legno, carta e stampa (-14%) e la metallurgia (-14,9%), appesantiti soprattutto dalla domanda interna. Sono invece i mezzi di trasporto (14,2%), la raffinazione (7,3%) e gli alimentari (6,1%) a mostrare i maggiori progressi rispetto a un anno prima. I dati espressi in volume e relativi al solo settore manifatturiero mostrano una contrazione di -2,4% m/m (-4,9% a/a).

Sono l'energia e i beni intermedi a guidare il calo dei prezzi alla produzione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Torna in territorio negativo la crescita tendenziale del fatturato industriale (ai minimi da fine 2020)

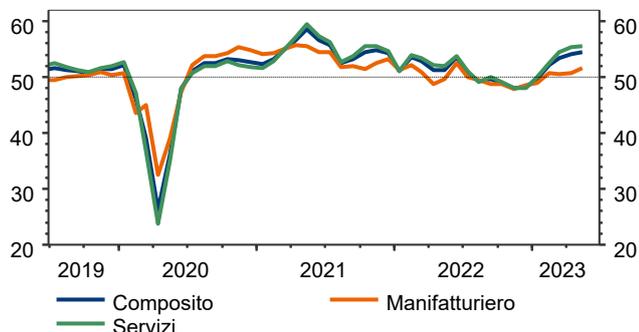


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Spagna. La crescita dei **prezzi al consumo** a giugno è calata meno del previsto, all'1,9% a/a (+0,6% m/m) dal 3,2% di maggio su base nazionale e all'1,6% a/a (+0,6% m/m) dal 2,9% precedente sull'indice armonizzato. La flessione tendenziale è dovuta principalmente al calo del prezzo di carburanti, elettricità e prodotti alimentari; l'indice al netto di alimentari ed energia è calato di soli due decimi a 5,9% a/a, per effetto di pressioni ancora severe nel settore dei servizi.

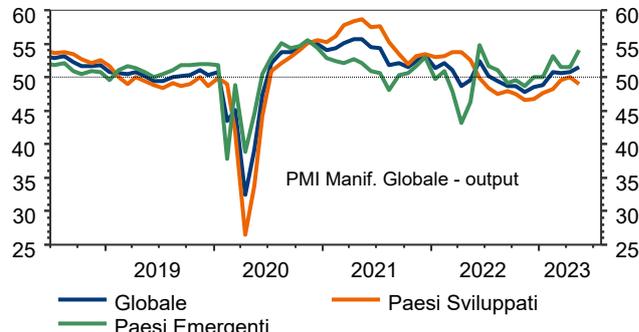
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



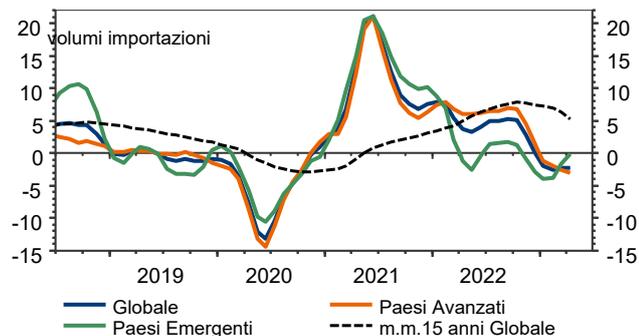
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



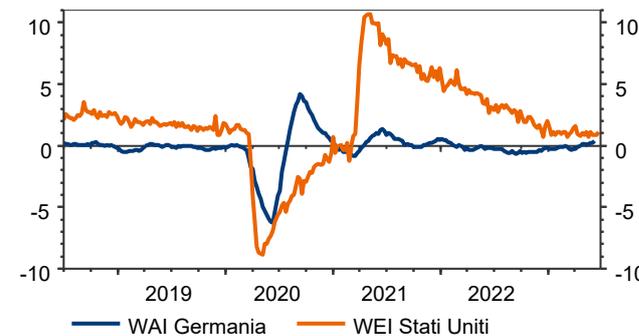
Fonte: S&P Global

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



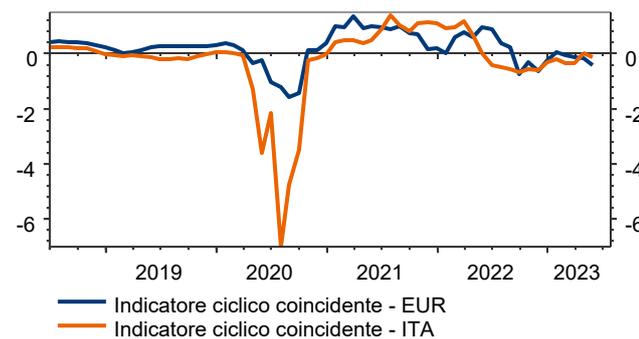
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



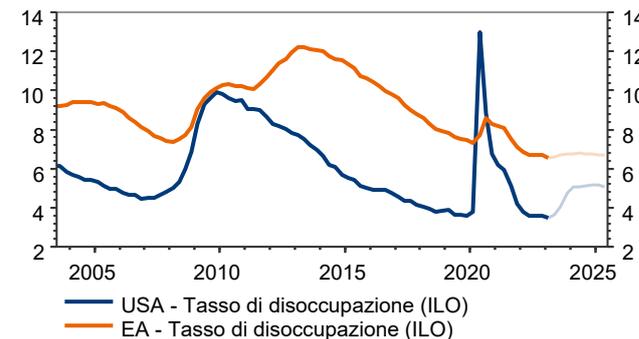
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

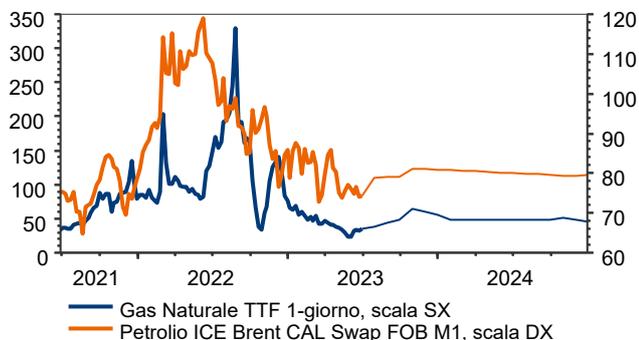
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

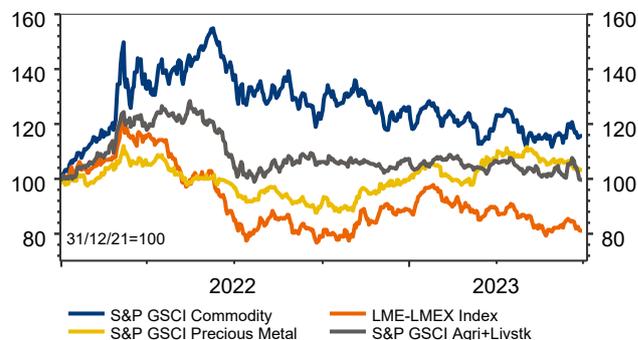
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



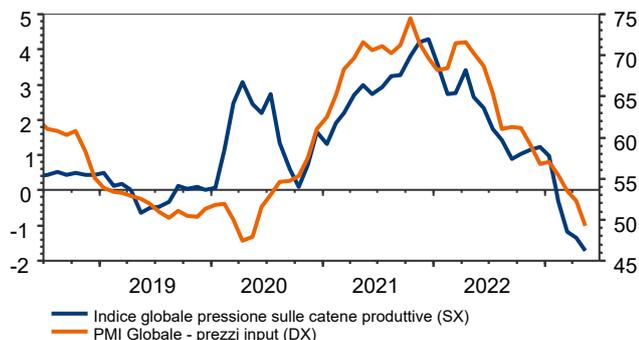
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



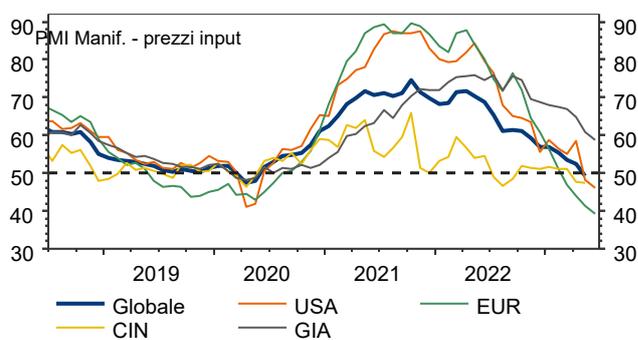
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



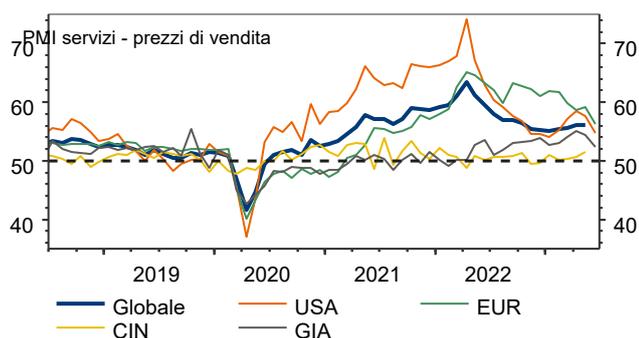
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



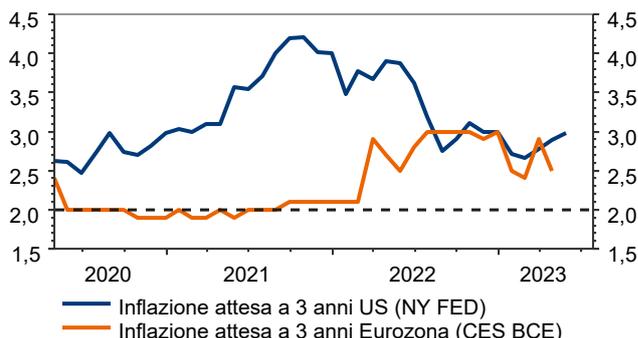
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

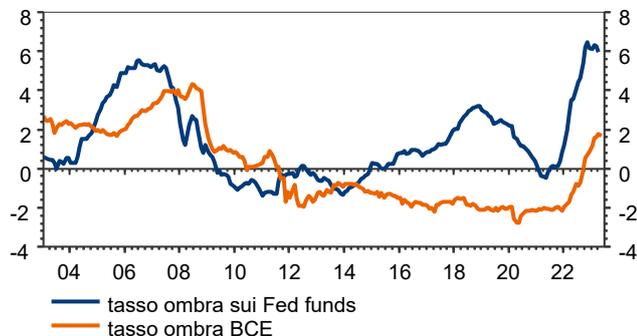
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

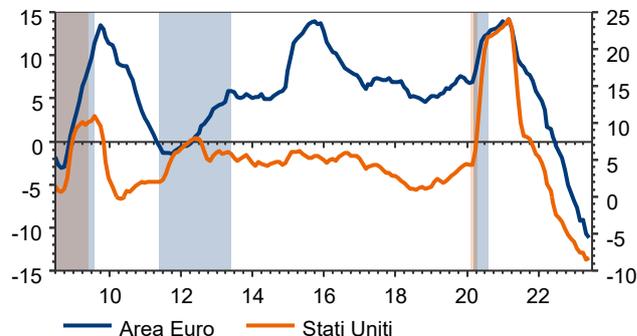
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



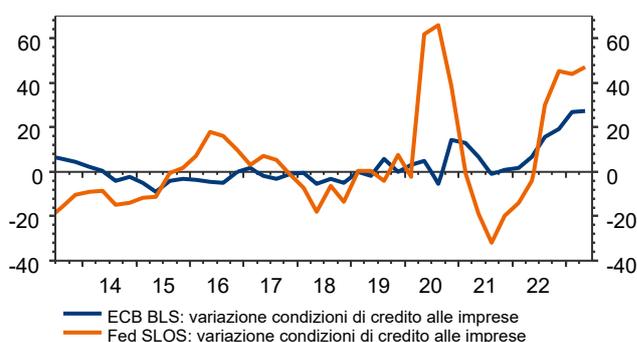
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



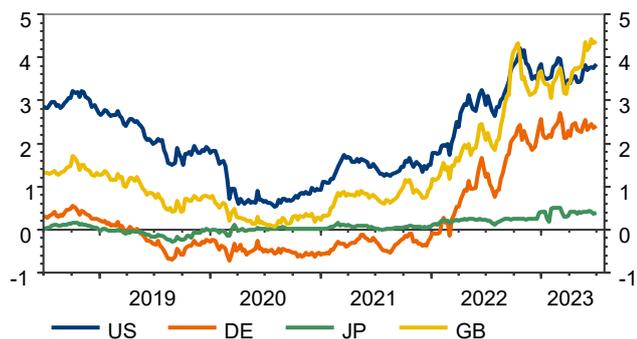
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



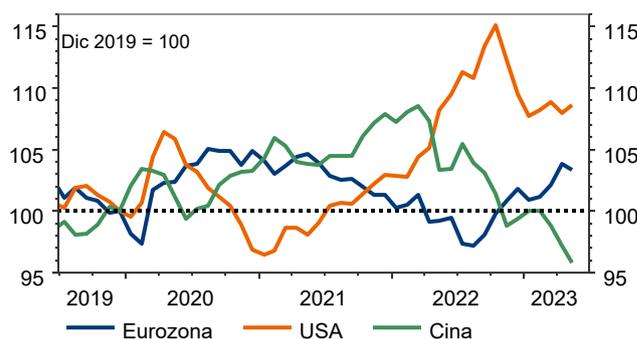
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

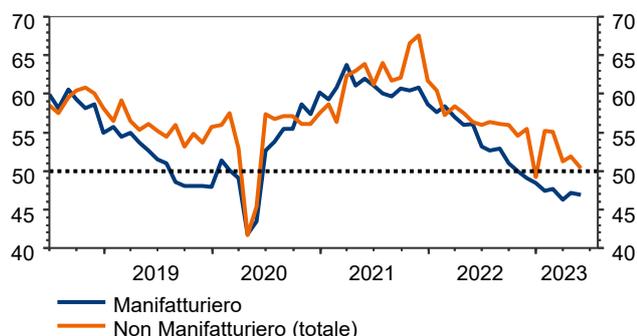
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

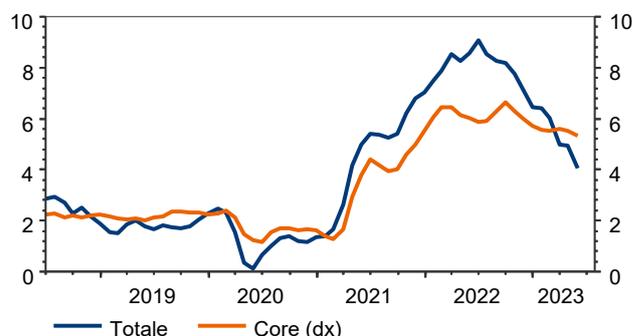
Stati Uniti

Indagini ISM



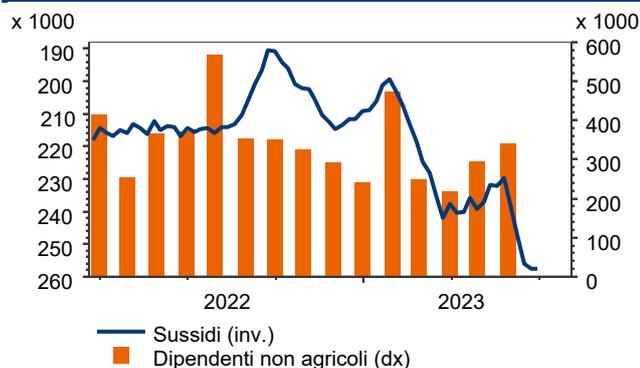
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



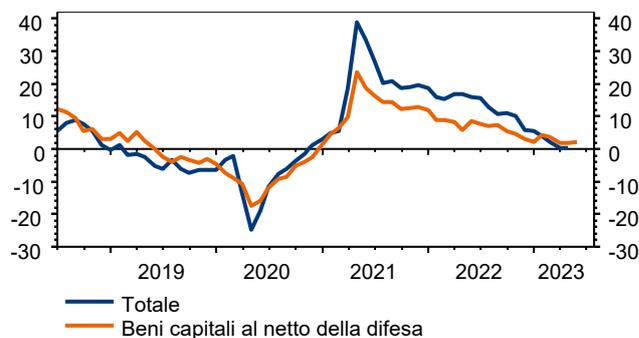
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

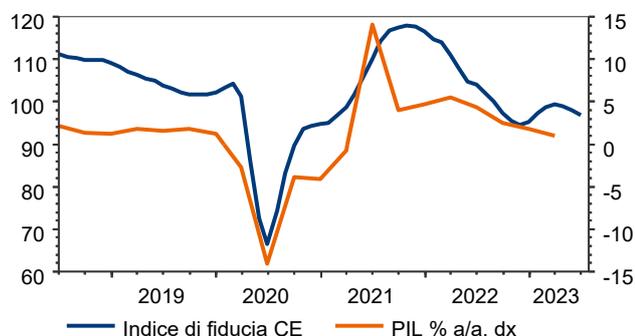
Previsioni

	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2024	2024	2024	2024	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.5	0.8	1.9	0.9	1.8	2.3	1.5	0.6	0.2	0.4
- trim./trim. annualizzato				3.2	2.6	2.0	1.3	0.2	-0.8	0.4	2.1
Consumi privati	2.7	2.0	0.7	2.3	1.0	4.2	1.5	0.8	-0.2	0.2	1.2
IFL - privati non residenziali	3.9	2.0	1.1	6.2	4.0	0.6	2.5	1.1	-3.8	0.5	3.7
IFL - privati residenziali	-10.6	-11.6	2.2	-27.1	-25.1	-4.0	-1.0	-1.3	-1.2	2.5	5.9
Consumi e inv. pubblici	-0.6	2.9	0.6	3.7	3.8	5.0	2.1	1.1	0.8	0.3	0.3
Esportazioni	7.1	3.8	3.5	14.6	-3.7	7.8	-1.1	1.2	2.1	3.1	6.1
Importazioni	8.1	-0.6	2.5	-7.3	-5.5	2.0	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	0.3	-0.6	-0.3	0.2	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

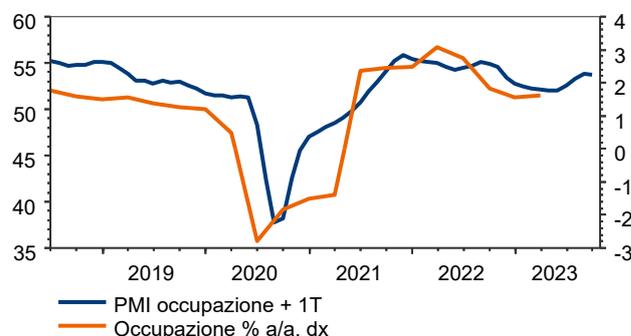
Area euro

PIL



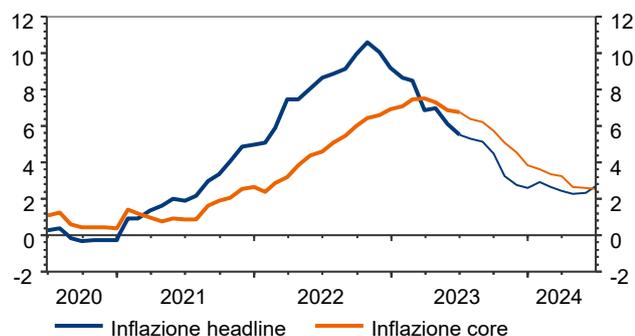
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni inflazione

%	2022	2023	2024
gennaio	5.1	8.6	2.9
febbraio	5.9	8.5	2.7
marzo	7.4	6.9	2.5
aprile	7.4	7.0	2.2
maggio	8.1	6.1	2.3
giugno	8.6	5.5	2.7
luglio	8.9	5.3	2.9
agosto	9.1	5.2	2.9
settembre	9.9	4.5	2.8
ottobre	10.6	3.3	2.7
novembre	10.1	2.8	2.7
dicembre	9.2	2.6	2.6

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

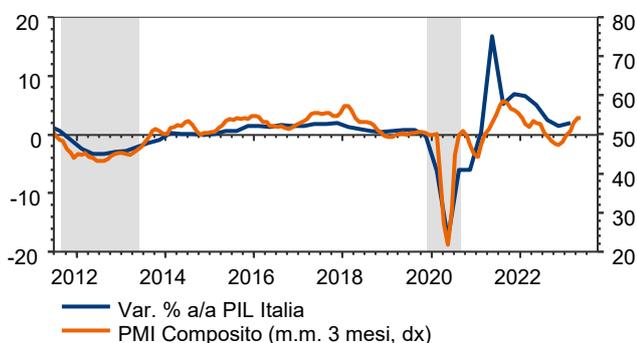
Previsioni

	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	0.3
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	5.5	2.7	9.3	10.0	8.0	6.2
Produzione industriale (a/a)	2.3	-1.0	2.1	3.4	2.2	0.5	-1.8
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.8	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

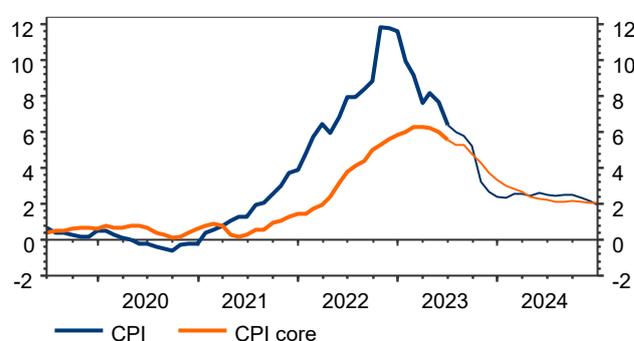
Italia

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	121.3	119.3	118.4	118.4	8.6	8.2	7.8	7.9
mag-23	121.7	119.7	118.5	118.6	8.0	7.6	7.1	7.2
giu-23	121.8	119.7	118.5	118.6	6.7	6.4	5.9	6.0
lug-23	120.0	119.8	118.6	118.7	6.4	6.0	5.6	5.7
ago-23	120.8	120.5	119.3	119.4	6.2	5.8	5.4	5.5
set-23	122.1	120.2	119.0	119.1	5.6	5.2	4.8	4.9
ott-23	124.2	121.9	120.6	120.7	3.5	3.2	3.0	3.0
nov-23	124.2	121.8	120.5	120.6	2.8	2.7	2.4	2.3
dic-23	124.2	121.9	120.6	120.7	2.5	2.4	2.1	2.1

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-24	122.2	121.9	120.5	120.6	2.4	2.4	1.9	1.9
feb-24	122.5	122.3	121.0	121.0	2.6	2.5	2.2	2.1
mar-24	123.4	121.8	120.5	120.5	2.6	2.5	2.1	2.1
apr-24	124.3	122.2	120.8	120.8	2.5	2.5	2.0	2.0
mag-24	124.9	122.8	121.2	121.2	2.6	2.6	2.3	2.2
giu-24	124.9	122.7	121.1	121.1	2.6	2.5	2.2	2.1
lug-24	123.0	122.8	121.1	121.1	2.5	2.5	2.1	2.0
ago-24	123.9	123.5	121.9	121.9	2.6	2.5	2.2	2.1
set-24	125.2	123.2	121.6	121.6	2.5	2.5	2.2	2.1
ott-24	127.1	124.7	122.9	122.9	2.4	2.3	1.9	1.8
nov-24	127.0	124.5	122.7	122.7	2.2	2.2	1.8	1.7
dic-24	126.7	124.2	122.5	122.5	2.0	2.0	1.6	1.5

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	6.5	2.5	8.9	12.5	9.5	7.8	6.0	2.9	2.5	2.6
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	7.9	7.8	8.0	7.9	7.9	7.7	7.9	8.0	7.9	7.8
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

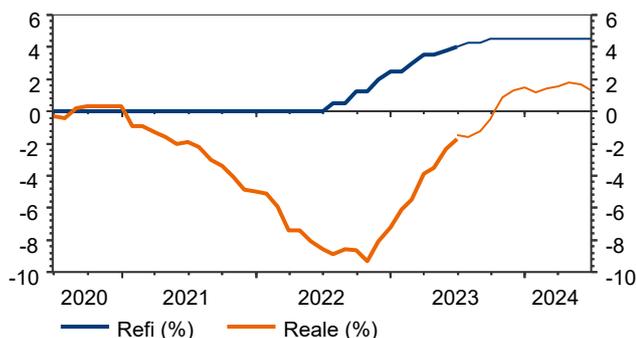
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	set	dic	mar	29/6	giu	set	dic	mar
Refi	1.25	2.50	3.50	4.00	4.00	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	0.68	1.88	2.92	3.40	3.30	3.87	4.02	4.01
Euribor 3m	1.17	2.13	3.04	3.58	3.51	4.00	4.08	4.03

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

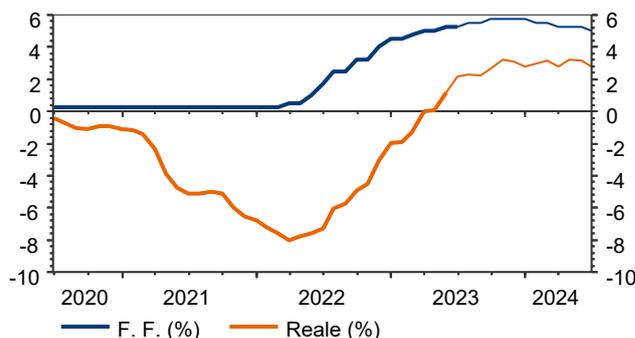


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	set	dic	mar	29/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	3.25	4.50	5.00	5.25	5.25	5.75	5.75	5.25
OIS 3m	3.66	4.61	4.93	5.27	5.23	5.70	5.75	5.32

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

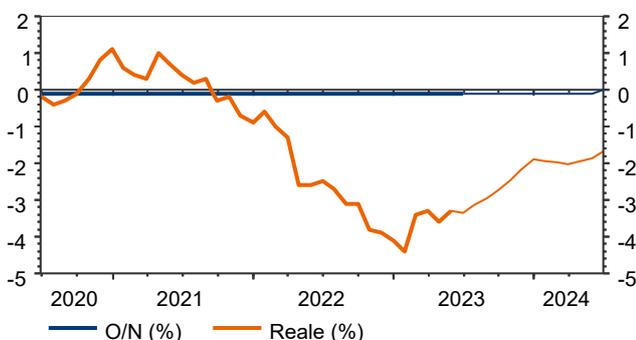


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	set	dic	mar	29/6	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

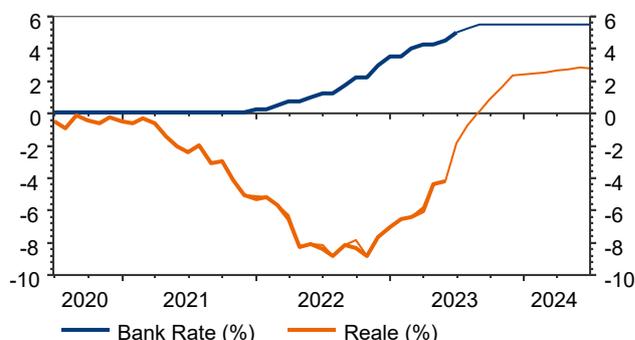


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	set	dic	mar	29/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	2.25	3.50	4.25	5.00	4.75	5.50	5.50	5.50
Libor GBP 3m	3.34	3.87	4.42	5.38	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	30/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.19	1.04	1.07	1.09	1.07	1.0850	1.09	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	111	136	132	133	140	144.69	138	130	125	120	118
GBP/USD	1.38	1.21	1.20	1.24	1.24	1.2642	1.27	1.28	1.29	1.29	1.29
EUR/CHF	1.10	1.00	0.98	1.00	0.97	0.9770	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	131	142	141	144	150	157.01	150	144	140	136	135
EUR/GBP	0.86	0.86	0.89	0.88	0.86	0.8582	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 separatezza 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