

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La tardiva reazione della politica monetaria allo shock inflattivo del 2021-22 ha compromesso la credibilità delle banche centrali, che per riconquistarla manterranno le politiche monetarie più restrittive più a lungo per ridurre il rischio di mancare i target anche nei prossimi due anni. Ciò implica rischi al ribasso per le proiezioni di crescita reale e maggiori rischi di recessione nel 2024.

### I market mover della settimana

La settimana entrante in **area euro** vedrà la pubblicazione della prima indagine di luglio, la ZEW tedesca, che potrebbe evidenziare una stabilizzazione della situazione corrente a fronte di un ulteriore progresso per le aspettative. I dati di produzione industriale di maggio sono attesi registrare un rimbalzo in Italia, dopo quattro mesi di calo, e un modesto incremento per l'Eurozona. Non ci aspettiamo revisioni dalle stime finali d'inflazione di giugno in Germania e Francia.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sul CPI core di giugno, che dovrebbe registrare una variazione di 0,3% m/m e di 5% a/a, minimo da novembre 2021. Il rallentamento del CPI core dovrebbe essere dovuto in parte ai servizi, specialmente l'abitazione, e in parte ai beni, in particolare le auto usate. In generale, i trend sottostanti delle variazioni dei prezzi core hanno imboccato sentieri verso il basso che dovrebbero permettere alla Fed di interrompere entro l'estate i rialzi dei tassi. Fra gli altri dati, la prima indagine di fiducia dei consumatori di luglio non dovrebbe riportare sostanziali miglioramenti rispetto al progresso registrato a giugno, rimanendo su livelli ancora relativamente bassi.

7 luglio 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

### Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**

Economista

**Paolo Mameli**

Economista - Italia

**Aniello Dell'Anno**

Economista - Area euro

**Andrea Volpi**

Economista - Area euro

**Simone Zava**

Economista - Area euro

### International Research Network

**Silvia Guizzo**

Economista – Asia Ex Giappone



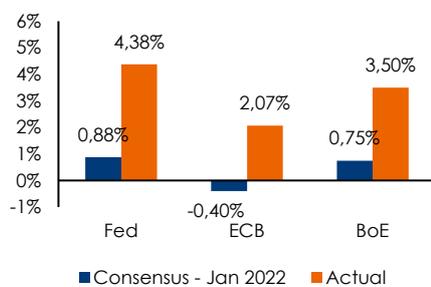
## Il punto

La tardiva reazione della politica monetaria allo shock inflattivo del 2021-22 ha compromesso la credibilità delle banche centrali, che per riconquistarla manterranno le politiche monetarie più restrittive più a lungo per ridurre il rischio di mancare i target anche nei prossimi due anni. Ciò implica rischi al ribasso per le proiezioni di crescita reale e maggiori rischi di recessione nel 2024.

Da oltre un anno, mercati e analisti stanno sistematicamente sottostimando il rialzo dei tassi ufficiali delle banche centrali, scommettendo che di fronte ai primi segnali di rallentamento della crescita queste avrebbero optato per la stabilizzazione del ciclo reale a discapito dell'obiettivo di inflazione. L'idea che la funzione obiettivo delle banche centrali possa subordinare il controllo dell'inflazione alla riduzione del rischio di recessione, sottovaluta le ripercussioni sul comportamento dei banchieri centrali derivanti dalla eccezionale fase di instabilità dei prezzi iniziata nel 2021. Al terzo anno di inflazione ben sopra gli obiettivi, di fronte alla prospettiva di mancarli ancora per almeno un anno, se non due, e con aspettative ormai stabilmente sopra il 2%, i banchieri centrali hanno assegnato la massima priorità alla riconquista della credibilità perduta. La stabilità dei prezzi potrebbe passare in secondo piano soltanto di fronte a gravi episodi di turbolenza finanziaria. Un episodio di instabilità ha avuto luogo in marzo con la crisi di alcune medie banche statunitensi e di Credit Suisse, portando a un rallentamento della fase di restrizione; tuttavia, tali crisi si sono dimostrate episodi specifici ed isolati, che non hanno causato alcuna ripercussione di natura sistemica, né sono state foriere di problemi diffusi. Perciò, venendo meno il rischio di una restrizione delle condizioni finanziarie non proporzionata alla stretta monetaria in corso, la politica monetaria si è ripresa il suo spazio di manovra, che può dispiegare per aumentare la probabilità di riportare l'inflazione nella norma. Nei mesi scorsi, la modestia delle aspettative di rialzo dei tassi ufficiali è stata in parte convalidata dalla stessa comunicazione delle banche centrali, che sono apparse dubbiose dell'affidabilità dei propri modelli di previsione, ritengono la politica monetaria già restrittiva e iniziano a vedere la prospettiva di un calo dell'inflazione di fondo. Almeno nelle dichiarazioni, sperano di riuscire a ripristinare la stabilità dei prezzi senza causare né una profonda recessione, né crisi finanziarie. Ma sarà così?

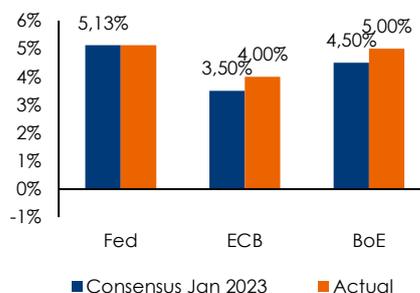
**I mercati (e molti analisti) sottovalutano il desiderio dei banchieri centrali di riconquistare la credibilità perduta nel 2021-22**

### Le previsioni hanno largamente sottostimato il rialzo dei tassi nel 2022...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Consensus Economics, banche centrali e Refinitiv

### ...e anche nel primo semestre 2023 il rialzo è stato superiore al previsto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Consensus Economics, banche centrali e Refinitiv

Lo scenario previsionale che presentiamo in questo rapporto sposa un'interpretazione relativamente favorevole delle prospettive, non lontana dallo scenario di consenso. Nei principali paesi avanzati, la crescita rimane modesta anche nel 2024, ma non c'è una vera recessione. Ciò nonostante, l'inflazione cala verso livelli più o meno coerenti con le definizioni di stabilità dei prezzi grazie agli effetti diretti e indiretti del calo dei prezzi energetici, all'esaurimento dei processi di aggiustamento dei prezzi relativi nei servizi, e a una riduzione dei margini di profitto che consente di ammortizzare l'aumento del costo del lavoro dovuto alla ricorso salariale. Un rischio insito in questo scenario è che la previsione centrale di inflazione al 2025 è appena in linea con l'obiettivo: ciò significa che la probabilità di non centrarlo è implicitamente molto alta. Conseguentemente, le banche centrali potrebbero trovarsi nella situazione di fallire nel loro mandato primario per altri due anni per effetto anche solo di piccole deviazioni dallo scenario centrale. Il controllo del rischio, dunque, potrebbe essere un buon motivo per mantenere una

**Il rischio che l'inflazione ecceda l'obiettivo anche nei prossimi due anni è tale che potrebbe portare a una politica monetaria più restrittiva di quella oggi scontata nei prezzi...**

politica monetaria restrittiva fino a quando non vi sia evidenza di un importante rallentamento dell'economia, di una crisi finanziaria incipiente, o di un calo più profondo dell'inflazione rispetto a quanto oggi previsto per motivi diversi dal ciclo economico reale. Poiché non siamo in tali condizioni, è opportuno mantenersi flessibili di fronte alla possibilità che i tassi ufficiali salgano più di quanto oggi scontato dai mercati.

Una conseguenza è che la dinamica della crescita reale potrebbe essere in futuro più debole di quanto previsto. Le previsioni di consenso stanno iniziando a incorporare la possibilità che la politica monetaria possa frenare maggiormente l'attività economica: in parallelo alla rincorsa delle aspettative sui tassi, stiamo assistendo da alcuni mesi a diffuse limitature delle proiezioni di crescita 2024 per i paesi avanzati, che sono viste sotto l'1% negli Stati Uniti, nell'Eurozona e nel Regno Unito. Le curve dei tassi mantengono un'inclinazione fortemente negativa, coerente con l'idea che l'andamento dei dati indurrà le banche centrali a cambiare direzione nel 2024. D'altronde, anche gli scenari che evitano maggiori rialzi dei tassi passano quasi tutti per un andamento dell'economia più debole:

- La mano delle banche centrali potrebbe essere fermata da un inatteso peggioramento dei dati nel corso dei mesi estivi. Per ora, i dati non puntano ancora con decisione in tale direzione, anche se si stanno indebolendo. Le indagini PMI globali mostrano un miglioramento della congiuntura nel settore manifatturiero (Fig. A), dopo una fase di debolezza che negli ultimi tre trimestri ha portato alla contrazione dei volumi del commercio internazionale (Fig. B) e a un netto calo dei costi dei noli marittimi. Le aspettative delle imprese di servizi sull'andamento della domanda dei prossimi mesi sono positive. Tuttavia, i dati europei sull'industria sono in peggioramento e anche i PMI dei servizi iniziano a essere meno brillanti.
- Una seconda possibilità, impossibile da escludere malgrado la maggiore resilienza dei bilanci di famiglie, imprese e banche, è che si verifichino turbolenze finanziarie sufficientemente gravi e diffuse da avere ripercussioni persistenti sulle condizioni del credito. Tuttavia, anche questo scenario avrebbe come conseguenza un marcato rallentamento dell'attività economica.
- Una terza possibilità è che la stretta monetaria sia accompagnata da una stretta fiscale, che alleggerirebbe il compito delle banche centrali. Tuttavia, le previsioni del FMI prospettano una restrizione della politica fiscale nel 2024 quasi nulla per il complesso dei paesi avanzati (v. Fig. D); nell'Eurozona, il contributo della politica fiscale potrebbe essere più significativo: si attende un restringimento pari a 0,8% del PIL del saldo primario strutturale.
- L'unico scenario che riconcilia moderazione della stretta monetaria e rafforzamento della ripresa è quello di una discesa dell'inflazione più rapida delle attese. Ciò potrebbe accadere se la riduzione dei margini di profitto (per aumento dell'offerta, o peggioramento delle attese di domanda) più che compensasse l'aumento del costo del lavoro, portando a una più rapida stabilizzazione dei prezzi nei servizi e nell'industria alimentare dopo l'aggressivo aumento degli ultimi due anni, e a pressioni disinflazionistiche sui beni (elemento, quest'ultimo, di cui ci sono già molti segnali grazie al rallentamento della domanda). Tale combinazione virtuosa sembra presente nello scenario previsionale BCE, che associa una crescita del PIL superiore al consenso a un rapido calo dell'inflazione core.

Probabilmente, la riconquista della credibilità perduta si manifesterà più nella forma di maggiore persistenza della politica monetaria restrittiva che di maggiore intensità della restrizione. Riteniamo che quest'ultima sia ormai vicina al completamento: gli effetti sulla domanda della stretta già attuata non si sono ancora manifestati in pieno; anche a "bocce ferme", è possibile che la domanda interna rallenti ancora. Nello scenario che riteniamo più probabile, i tassi ufficiali vengono alzati ancora di mezzo punto sia nell'area dell'euro, sia negli Stati Uniti; poi restano a quel livello per diversi mesi, fino a quando la frenata della domanda non inizia a incidere sul tasso di disoccupazione. A quel punto inizia una correzione della politica monetaria, per renderla sì meno restrittiva, ma non accomodante. Per quanto detto sopra, tuttavia, riteniamo che i rischi per la crescita siano prevalentemente al ribasso, e che non si debba escludere la possibilità che le politiche di disinflazione transifino nel 2024 per una fase di recessione.

**...e quindi a una crescita più bassa nel 2024**

**La maggiore severità della politica monetaria si manifesterà in maggiore persistenza della restrizione**

## I market mover della settimana

La settimana entrante in **area euro** vedrà la pubblicazione della prima indagine di luglio, la ZEW tedesca, che potrebbe evidenziare una stabilizzazione della situazione corrente a fronte di un ulteriore progresso per le aspettative. I dati di produzione industriale di maggio sono attesi registrare un rimbalzo in Italia, dopo quattro mesi di calo, e un modesto incremento per l'Eurozona. Non ci aspettiamo revisioni dalle stime finali d'inflazione di giugno in Germania e Francia.

Negli **Stati Uniti**, questa settimana il focus sarà sul CPI core di giugno, che dovrebbe registrare una variazione di 0,3% m/m e di 5% a/a, minimo da novembre 2021. Il rallentamento del CPI core dovrebbe essere dovuto in parte ai servizi, specialmente l'abitazione, e in parte ai beni, in particolare le auto usate. In generale, i trend sottostanti delle variazioni dei prezzi core hanno imboccato sentieri verso il basso che dovrebbero permettere alla Fed di interrompere entro l'estate i rialzi dei tassi. Fra gli altri dati, la prima indagine di fiducia dei consumatori di luglio non dovrebbe riportare sostanziali miglioramenti rispetto al progresso registrato a giugno, rimanendo su livelli ancora relativamente bassi.

### Lunedì 10 luglio

#### Area euro

■ **Germania.** La **stima finale** dei **prezzi al consumo** di giugno dovrebbe confermare l'aumento di +0,3% m/m sulla misura nazionale e di +0,4% su quella armonizzata. La tendenza annua dovrebbe essere confermata in crescita al 6,4% dal 6,1% a/a di maggio sul CPI e al 6,7% dal 6,3% a/a sull'IPCA, per via di effetti base sfavorevoli sulla componente servizi. 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. L'inflazione al netto di alimentari ed energia dovrebbe confermare la salita al 5,8% dal 5,4% di maggio e chiudere l'anno intorno al 4%.

■ **Germania.** L'indice **ZEW** sulle attese dovrebbe salire per il secondo mese a luglio, a -5 da -8,5 precedente. I timori di effetti negativi sull'economia tedesca dovuti al rialzo dei tassi della BCE dovrebbero essere smussati da aspettative di rallentamento dell'inflazione. Ci aspettiamo una stabilizzazione dell'indice sulla situazione corrente, a -57, dopo la marcata correzione del mese scorso.

### Martedì 11 luglio

#### Area euro

■ **Italia.** La **produzione industriale** potrebbe mostrare un rimbalzo a maggio, stimiamo di 1,2% m/m dopo il -1,9% di aprile, che era stato verosimilmente in parte condizionato da fattori di calendario. Tuttavia, il recupero sarebbe solo parziale, dopo la flessione cumulata di -3,3% nel primo quadrimestre. Le indagini a maggio e giugno hanno continuato ad evidenziare un deterioramento dell'attività, spinto dall'indebolimento della domanda al venir meno del supporto fornito dalla normalizzazione dei fattori di offerta. L'industria dovrebbe aver frenato in misura significativa il PIL nel trimestre primaverile, e potrebbe continuare a dare un contributo negativo all'attività economica anche nei prossimi 3-6 mesi.

### Mercoledì 12 luglio

#### Stati Uniti

■ Il **CPI** a giugno è previsto in rialzo di 0,4% m/m (3,1% a/a), dopo 0,1% m/m (4% a/a) di maggio. L'**indice core** dovrebbe aumentare di 0,3% m/m, come a maggio, con l'inflazione in rallentamento a 5% a/a da 5,3% a/a, sui minimi da novembre 2021. La variazione dell'indice core dovrebbe confermare il trend in calo dell'abitazione, con una variazione attesa di 0,5% m/m, e rischi verso il basso, in linea con i segnali dei prezzi delle case e dei nuovi contratti di

affitto. Per quanto riguarda gli altri servizi core, l'assicurazione auto dovrebbe mostrare ancora ampi rialzi, che si protrarranno per gran parte dell'anno. Invece, nella sanità i premi assicurativi saranno ancora in calo. Le tariffe aeree e i prezzi per la ricreazione dovrebbero confermare il rallentamento recente. Per quanto riguarda i beni core, alla luce degli indici di prezzo delle indagini e del PPI, si dovrebbe vedere un rallentamento dopo la variazione di 0,6% m/m di aprile e maggio, anche grazie a una correzione nel comparto delle auto usate segnalata dall'indice Manheim, in calo di -3,2% m/m nelle prime due settimane del mese nel mercato all'ingrosso. Il trend complessivo dell'inflazione core su base mensile in estate dovrebbe dare conferme di una riduzione delle pressioni da eccesso di domanda e supportare l'avvicinarsi del picco dei tassi. L'andamento dell'Underlying Inflation Gauge e del Multivariate Core Trend costruiti dalla NY Fed mostra convincenti trend verso il basso, che preludono a una successiva moderazione del CPI e del deflatore.

## Giovedì 13 luglio

### Area euro

- **Area euro.** Nonostante il calo dell'indice tedesco, i progressi registrati in Francia e Spagna nonché le attese di rimbalzo per l'output italiano sono compatibili con una crescita della **produzione industriale** a maggio. Tuttavia, è possibile che il volatile dato irlandese (+21,5% m/m ad aprile), in calendario per lunedì, spinga al ribasso tutto l'aggregato. Stimiamo quindi un aumento solo modesto di 0,2% m/m (-1,4% a/a) che, nonostante il rialzo registrato nel mese precedente, lascerebbe l'industria in rotta per una contrazione nel 2° trimestre.
- **Francia.** La **seconda lettura** dovrebbe confermare che a giugno i **prezzi al consumo** sono saliti di +0,2% m/m sia sull'indice armonizzato che su quello nazionale. L'inflazione dovrebbe essere confermata in rallentamento al 4,5% dal 5,3% sul CPI e al 5,3% dal 6% sull'IPCA. In prospettiva, l'inflazione francese dovrebbe seguire una dinamica altalenante nei prossimi mesi, per attestarsi al 4,3% (sul CPI) a fine anno.
- La **BCE** pubblica il **resoconto della riunione di politica monetaria del 15 giugno**. Nelle dichiarazioni post-meeting, il sostegno a un nuovo rialzo dei tassi a luglio è apparso molto solido, così come l'esistenza di un gruppo di governatori più riluttanti ad appoggiare altri rialzi dei tassi. Il nodo è ora costituito dalla riunione di settembre: la BCE e i governatori delle BCN hanno per lo più evitato di sbilanciarsi ed è da escludere che i verbali evidenzino un quadro più sbilanciato. L'aspetto più interessante potrebbe perciò essere costituito dalle opinioni dei membri sull'andamento dell'economia reale, dell'inflazione e dei rischi.

## Venerdì 14 luglio

### Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a luglio (prel.) dovrebbe aumentare a 65,2, da 64,4 di giugno, sulla scia di minori preoccupazioni per il sentiero dell'economia e una crisi del limite sul debito ormai alle spalle. Non ci aspettiamo sostanziali variazioni delle aspettative di inflazione dopo il calo registrato a giugno al 3,3% sull'orizzonte a 1 anno (minimo da marzo 2021) e al 3% su quello a 5 anni.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (10 – 14 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	10/7	03:30	CN	CPI a/a	*	giu	0.2	%	0.2	
		03:30	CN	PPI a/a	*	giu	-4.6	%	-5.0	
		03:30	CN	CPI m/m		giu	-0.2	%	0.0	
Mar	11/7	00:00	CN	M2 a/a	*	giu	11.6	%	11.2	
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	giu	1560.0	Mld ¥ CN	3000.0	
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	giu	1360.0	Mld ¥ CN	2337.0	
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	giu	prel 0.4	%	0.4	0.4
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	giu	prel 0.3	%		0.3
		08:00	GER	CPI a/a finale		giu	prel 6.4	%	6.4	6.4
		08:00	GER	IPCA a/a finale		giu	prel 6.8	%	6.8	6.8
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		mag	3.8	%	3.8	
		08:00	GB	Retribuzioni medie		mag	6.5	%		
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	mag	-1.9	%	0.7	1.2
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		lug	-56.5		-59.4	-57.0
11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	lug	-8.5		-10.0	-5.0		
Mer	12/7	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		mag	5.5	%	1.0	
		09:00	SPA	IPCA a/a finale		giu	prel 1.6	%	1.6	
		14:30	USA	CPI m/m	*	giu	0.1	%	0.3	0.4
		14:30	USA	CPI a/a		giu	4.0	%		3.1
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	giu	0.4	%	0.3	0.3
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		giu	5.3	%		5.0
Gio	13/7	05:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	giu	65.8	Mld \$		
		05:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	giu	-7.5	%		
		05:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	giu	-4.5	%		
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	mag	-0.3	%		
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		mag	-15.0	Mld £		
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		mag	-5.0	Mld £		
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	giu	-0.1	%		
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	giu	prel 0.2	%		0.2
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		giu	prel 5.3	%	5.3	5.3
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	mag	1.0	%	0.5	0.2
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	248	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.720	Mln		
		14:30	USA	PPI m/m		giu	-0.3	%	0.2	
14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	giu	0.2	%	0.2			
Ven	14/7	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		mag	prel -1.6	%		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		mag	0.3	Mld €		
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		mag	-0.9	Mld €		
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		giu	-0.6	%	-0.3	
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		lug	64.4		64.8	65.2

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 (10 – 14 luglio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>	
Lun	10/7	16:00	USA	Discorso di Barr (Fed)
		17:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
		17:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
		18:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		21:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
Mar	11/7	10:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Mer	12/7	14:30	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		15:00	EUR	Discorso di Vujčić (BCE)
		15:45	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		15:45	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		19:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	13/7	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di giugno
		--	EUR	* Riunione Eurogruppo
Ven	14/7	15:00	ITA	Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale
		--	IRL	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Irlanda
		--	#N/D	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano della Slovacchia
		--	SPA	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Spagna
		--	UE	* Riunione Ecofin

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

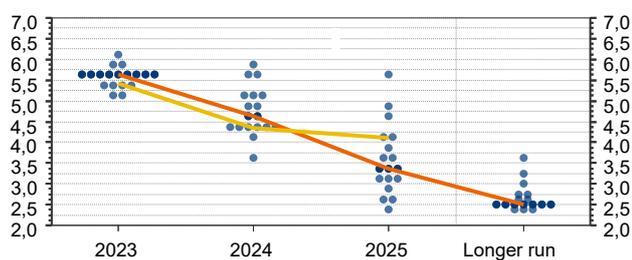
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	giu	46.3		46.3
Spesa in costruzioni	mag	0.4 (-1.2)	%	0.6
Indice ISM manifatturiero	giu	46.9	47.0	46.0
Ordinativi industriali m/m	mag	0.3 (-0.4)	%	0.8
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	mag	1.7	%	1.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	mag	0.6	%	0.7
Nuovi occupati: stima ADP	giu	267 (-278)	x1000	228
Richieste di sussidio	settim	236 (-239)	x1000	245
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.733 (-1.742)	Mln	1.745
Bilancia commerciale	mag	-74.4 (-74.6)	Mld \$	-69.0
Markit PMI Composito finale	giu	53.0		53.2
Markit PMI Servizi finale	giu	54.1		54.4
Indice ISM non manifatturiero composito	giu	50.3	51.0	53.9
Tasso di disoccupazione	giu	3.7	%	3.6
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	giu	339	x1000	225
Salari orari m/m	giu	0.3	%	0.3

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

I **verbali della riunione del FOMC** di giugno hanno confermato che "quasi tutti" i partecipanti erano favorevoli a una breve pausa per meglio valutare l'impatto dei precedenti aumenti dei tassi sull'economia, mentre "alcuni" avrebbero preferito un aumento di 25pb. I partecipanti favorevoli a un rialzo a giugno hanno indicato che il mercato del lavoro è resiliente e non vi sono sufficienti evidenze che l'inflazione sia in grado di tornare all'obiettivo del 2%. Proprio la solidità del mercato del lavoro, unita alla tenuta della spesa per consumi, ha portato alla revisione delle previsioni dello staff: la probabilità che l'economia continui a crescere lentamente, evitando una recessione, è ora quasi al pari dello scenario di base di una lieve recessione. Per quanto riguarda le opinioni sul sentiero dei tassi, come dichiarato anche da Powell a Sintra la scorsa settimana, la maggioranza ritiene che siano opportuni altri due aumenti entro la fine dell'anno e che l'approccio dipenderà ancora una volta dai dati. In conclusione, il rialzo del prossimo 26 luglio appare ormai come pressoché scontato, ma quello successivo è molto più incerto, a nostro avviso, dato che l'inflazione dovrebbe tornare su un sentiero in calo e l'eccesso di domanda di lavoro dovrebbe ridursi.

### Il FOMC vede ancora due rialzi dei tassi



- FOMC participants' fed funds target rate, June 2023
- Median, June 2023
- Fed Funds Futures 06/07/2023

Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv Eikon

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

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

La **stima ADP degli occupati non agricoli privati** di giugno ha sorpreso al rialzo, con una variazione di 497 mila unità dopo le 267 mila di maggio (riviste al ribasso da 278 mila). L'occupazione è spinta da servizi per ricreazione e ospitalità (232 mila), trasporto e commercio (90 mila) e istruzione e

sanità (74 mila). Anche le costruzioni e il comparto estrattivo hanno creato nuovi posti, mentre il manifatturiero, la finanza e i servizi di informazione riportano contrazioni. I dati confermano la resilienza del mercato del lavoro, anche se l'ampio rialzo di giugno potrebbe essere in parte dovuto a problemi di destagionalizzazione dei dati.

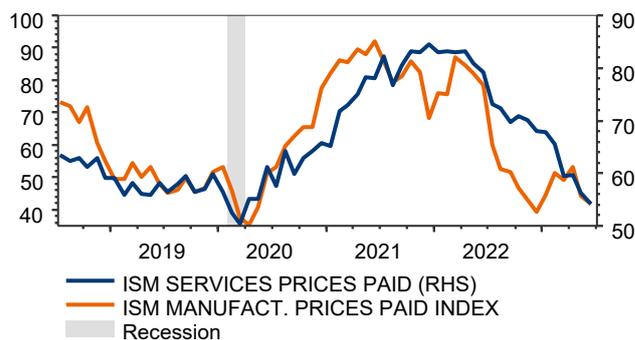
L'**ISM manifatturiero** a giugno ha sorpreso al ribasso, scendendo a 46 da 46,9 di maggio (un minimo da giugno 2009, escludendo i mesi dell'emergenza pandemica), rimanendo in territorio recessivo per l'ottavo mese consecutivo. Il peggioramento è dovuto soprattutto a una marcata flessione della produzione (46,7 da 51,1) e dell'occupazione (48,1 da 51,4), a fronte di un rimbalzo registrato dagli ordini (a 45,6) dopo l'ampia flessione di maggio (42,6). Indicazioni confortanti vengono dall'indice dei prezzi pagati, che è calato per il secondo mese consecutivo, a 41,8 da 44,2. L'indagine è in linea con i segnali recessivi giunti uniformemente dalle survey di maggio e giugno e le aspettative indicano che una ripresa del settore non è in vista nei prossimi mesi. L'indice **ISM dei servizi**, invece, è salito più di quanto anticipato dal consenso, a 53,9 dal 50,3 di maggio. I miglioramenti sono diffusi agli indici di attività (a 59,2 da 51,5), agli ordini (a 55,5 da 52,9) e all'occupazione (53,1 da 49,2), ma segnali positivi vengono anche dalla componente dei prezzi pagati, che è calata per il secondo mese consecutivo, a 54,1. I dati sono coerenti con un'espansione della domanda e dell'occupazione: per il momento, i servizi sembrano ancora in grado di compensare il rallentamento del settore manifatturiero. La media dei due indicatori risulta su un livello coerente con una stagnazione del PIL nel 2° trimestre.

#### Stati Uniti - Si amplifica il divario tra manifatturiero e servizi a giugno



Fonte: ISM, Refinitiv Eikon

#### Gli indici dei prezzi pagati continuano la loro discesa dai massimi toccati ad inizio 2022



Fonte: ISM, Refinitiv Eikon

La **spesa in costruzioni** a maggio è aumentata per il terzo mese consecutivo, di 0,9% m/m rispetto allo 0,4% di aprile (rivisto verso il basso da 1,2% precedente). La spesa privata ha segnato un rialzo di 1,1% m/m, con il calo della componente non residenziale (-0,3% m/m) più che compensato dall'incremento di quella residenziale (2,2% m/m). La spesa pubblica ha invece registrato un'espansione marginale di +0,1% m/m. Nelle nostre stime, l'edilizia residenziale pare destinata a una correzione nei prossimi mesi, dato che la spinta derivante dai progetti di appartamenti ha portato a un eccesso di offerta di unità e a segnali di calo degli affitti.

Il **deficit della bilancia commerciale** a maggio è diminuito a -69 mld di dollari, dopo i -74,4 mld di aprile (rivisto da -74,6), con una diminuzione sia delle importazioni (-2,3% m/m) che, in minor misura, delle esportazioni (-0,8% m/m). L'import ha registrato una contrazione di -2,7% m/m dei beni, affossati dai farmaceutici, mentre nei servizi la flessione è stata modesta (-0,5% m/m). La (più modesta) contrazione dell'export è dovuta ai beni (-1,5%), spinti al ribasso dal comparto alimentare. La stima GDPNow dell'Atlanta Fed vede un contributo del canale estero di -0,75% e una crescita del PIL di 1,9% t/t ann. nel 2° trimestre.

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T2	1	3	5
Tankan, grandi imprese non manifat.	T2	20	22	23
PMI manifatturiero finale	giu	49.8		49.8
Consumi delle famiglie a/a	mag	-4.4	%	-2.4

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

L'indagine **Tankan** nel 2° trimestre ha evidenziato un miglioramento della situazione sia tra le imprese manifatturiere, a +5 da +1 in marzo, sia tra quelle non manifatturiere (+23 da +22). Le aziende prevedono di aumentare gli investimenti del 13,4% nell'anno fiscale 2023, più di quanto dichiarato in precedenza. Inoltre, si attendono che l'inflazione resti sopra il 2% nei prossimi cinque anni.

**Area euro**

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	giu	43.6	43.6	43.4
EUR	PMI servizi finale	giu	52.4	52.4	52.0
EUR	PMI composito finale	giu	50.3	50.3	49.9
EUR	PPI a/a	mag	+0.9	(+1.0) %	-1.3
EUR	Vendite al dettaglio m/m	mag	0.0	%	0.2
FRA	PMI manifatturiero finale	giu	45.5	45.5	46.0
FRA	Produzione industriale m/m	mag	0.8	%	-0.2
FRA	PMI servizi finale	giu	48.0	48.0	48.0
GER	PMI manifatturiero finale	giu	41.0	41.0	40.6
GER	Bilancia commerciale destag.	mag	16.5	(+18.4) Mld €	17.3
GER	PMI servizi finale	giu	54.1	54.1	54.1
GER	Ordini all'industria m/m	mag	+0.2	(-0.4) %	1.2
GER	Produzione industriale m/m	mag	0.3	%	0.0
ITA	PMI manifatturiero	giu	45.9	45.3	43.8
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T1	5.6	%	12.1
ITA	PMI servizi	giu	54.0	53.0	52.2
ITA	Vendite al dettaglio a/a	mag	3.20	%	+3.0
SPA	Produzione industriale a/a	mag	-1.0	(-0.9) %	-0.5

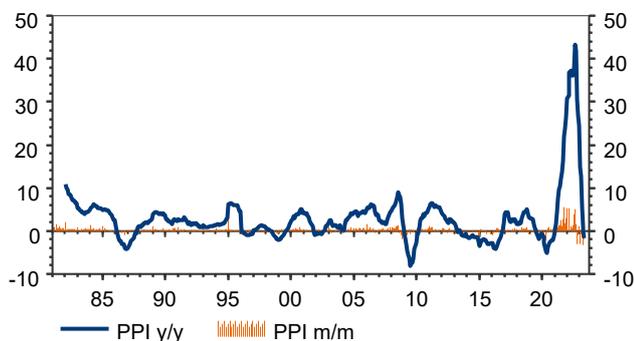
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro.** La **Consumer Expectations Survey** di maggio della BCE ha mostrato segnali incoraggianti circa le aspettative d'inflazione a 12 mesi dei consumatori, che sono calate per il secondo mese portandosi a 3,9% da 4,1% di aprile, un livello ancora storicamente elevato ma sui minimi da inizio 2022. L'inflazione percepita è scesa all'8% da un precedente 8,9%. Meno incoraggiante per la BCE che le attese a tre anni siano rimaste invariate al 2,5%. Nonostante il ridimensionamento delle pressioni inflattive però le intenzioni di spesa non mostrano ancora segnali di ripresa.

**Area euro.** Le **stime finali degli indici PMI** manifatturieri di giugno hanno registrato una revisione verso il basso nell'Eurozona (43,4 da 43,6, 44,8 il mese precedente) e in Germania (40,6 da 41), e viceversa al rialzo in Francia (46 da 45,5, in lieve recupero per il secondo mese); per Eurozona e Germania, si tratta di un minimo da maggio 2020. Non sono invece emerse revisioni dalle seconde letture dei PMI servizi. La stima finale dell'indice **PMI composito** di giugno per l'Eurozona ha visto una revisione al ribasso a 49,9 da un 50,3 preliminare (e da 52,8 di maggio). La lettura rappresenta un minimo da dicembre 2022 ed è compatibile con una stagnazione del PIL tra fine primavera e inizio estate, mentre le componenti relative agli ordini e alle aspettative non offrono prospettive di riaccelerazione nei mesi successivi.

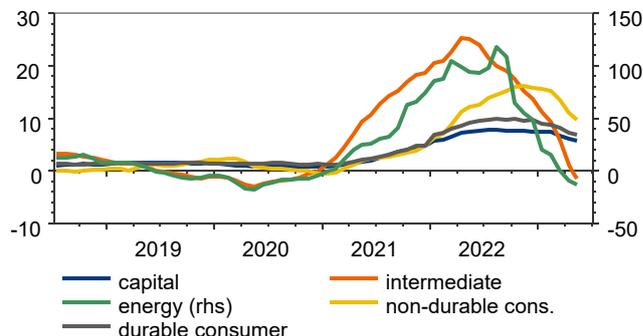
**Area euro.** Il **PPI** è calato di -1,9% m/m a maggio. La quinta flessione mensile consecutiva è diffusa a tutti i paesi membri e spiegata, come nei mesi precedenti, dai minori prezzi di energia (-5% m/m) e beni intermedi (-1% m/m), mentre tornano a correggere marginalmente (-0,1% m/m), dopo quasi tre anni di crescita ininterrotta, i beni di consumo non durevoli. La variazione annua è scesa in territorio negativo per la prima volta da dicembre 2020, a -1,5%. La tendenza ribassista proseguirà nei prossimi mesi, grazie anche ad effetti base particolarmente favorevoli.

**L'inflazione dei prezzi alla produzione torna negativa a maggio**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Sono ancora energia e beni intermedi a guidare i cali, resta sostenuta la crescita dei prezzi negli altri comparti**

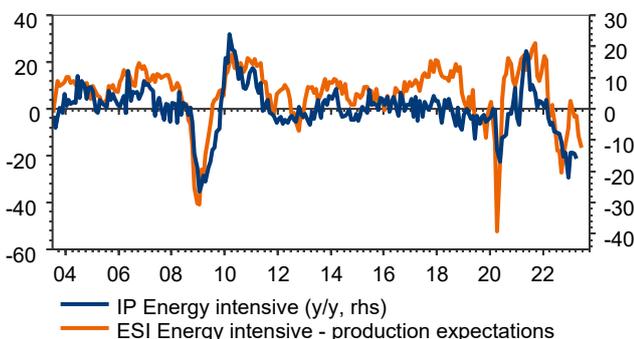


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Area euro.** Le **vendite al dettaglio** sono risultate invariate per il secondo mese a maggio e in calo del -2,9% a/a. Il dato lascia gli acquisti di beni in rotta per una contrazione anche nel 2° trimestre: è possibile che le spese per servizi offrano supporto ma nel complesso i consumi privati di contabilità nazionale dovrebbero risultare poco più che stagnanti nei mesi primaverili dopo la flessione dei due trimestri precedenti.

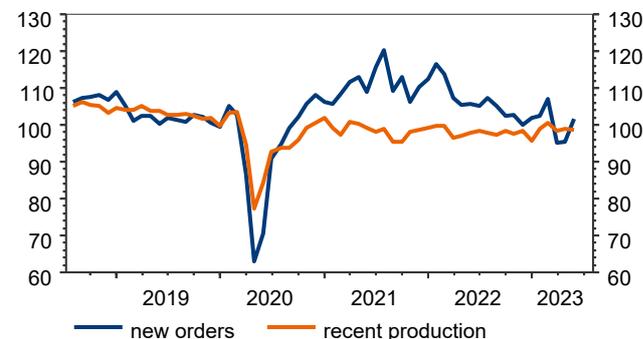
**Germania.** La **produzione industriale** ha registrato una lieve correzione, di -0,2% m/m (sotto le attese di consenso), dopo l'aumento di +0,3% m/m di aprile. Rispetto a un anno fa, l'output risulta in aumento di 0,7%. Il calo è imputabile al crollo dei prodotti farmaceutici (-13,1% m/m) e dell'energia (-7% m/m), cui si contrappone un aumento della produzione di autoveicoli (+4,9%). Il manifatturiero ha visto un aumento di +0,2% m/m, in quanto la crescita per i beni di capitali (1,3% m/m) è stata compensata solo in parte dal calo della produzione di beni di consumo (-1,2% m/m) e di beni intermedi (-0,5% m/m); il settore delle costruzioni ha subito una flessione di -0,4% m/m. I settori energivori hanno registrato una contrazione di -1,4% m/m (-12,4% a/a). La produzione è in rotta per una contrazione di -0,6% t/t nel 2° trimestre e le prospettive per il resto dell'anno rimangono negative. L'industria tedesca sarà penalizzata dalla debolezza della domanda, sia domestica che estera. I dati sui nuovi ordini, infatti, nonostante il +6,4% m/m di maggio, restano su livelli piuttosto bassi. Per tali ragioni, i rischi sul nostro scenario centrale, che prevede una crescita del PIL tedesco intorno allo 0,2% t/t sino a fine anno, sono rivolti verso il basso.

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



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

**La produzione continuerà ad essere penalizzata dalla debolezza della domanda**



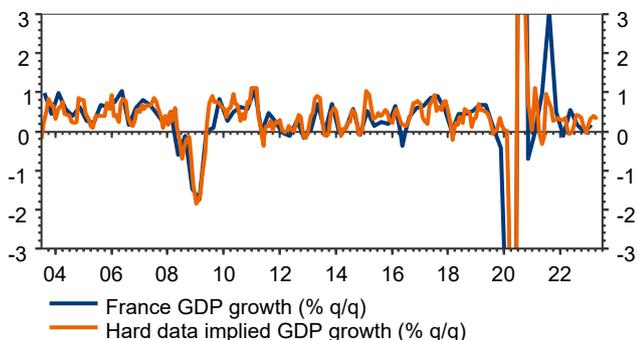
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Destatis

**Germania.** Gli **ordinativi all'industria** di maggio hanno mostrato un marcato recupero di +6,4% m/m, dopo il crollo di marzo e la crescita marginale di +0,2% m/m in aprile (rivista al rialzo da -0,4%). Tuttavia, gli ordini su base annua restano in territorio negativo (-4,3% a/a) ed in calo di -6,1% tra marzo e maggio rispetto ai tre mesi precedenti. Inoltre, la variazione mensile è influenzata da ordini su larga scala, al netto dei quali si registra una crescita di 3,2% m/m. Il rimbalzo nel mese ha riguardato sia il mercato estero (+6,4% m/m) che gli ordini domestici (+6,2%). Si registra, tuttavia, una crescita dei soli beni di investimento (+12% m/m), mentre calano sia i beni intermedi (-1,1% m/m) che quelli di consumo (-0,8% m/m). Lo spaccato settoriale è misto: alla crescita di autoveicoli (+8,6% m/m) e altri mezzi di trasporto (+137,1%), che comprende la produzione di navi, materiale rotabile ferroviario, veicoli aerei e spaziali e veicoli militari, si contrappone un crollo delle apparecchiature elettriche (-15% m/m). Il fatturato manifatturiero in termini reali è cresciuto del 2,7% su base mensile e del 4% su base annua.

**Germania.** I dati sul **commercio estero** di maggio hanno mostrato una crescita dell'import (+1,7% m/m) ed una lieve flessione per l'export (-0,1% m/m), dovuta al calo delle vendite verso i Paesi dell'UE (-1,5% m/m); di conseguenza, l'avanzo commerciale destagionalizzato è sceso più delle attese, a 14,4 miliardi da 16,5 miliardi di aprile.

**Francia.** La **produzione industriale** ha sorpreso al rialzo, crescendo di 1,2% m/m a maggio (+1,5% a/a) dopo lo 0,8% m/m del mese precedente. Il progresso sembra essere spiegato più da fattori di offerta (fine degli scioperi, calo dei prezzi dell'energia, riassorbimento dei colli di bottiglia) che da una ripresa della domanda che, al contrario, resta fiacca. L'industria dovrebbe aver contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto nel 2° trimestre ma le indagini restano deboli e anticipano una contrazione dell'output nel trimestre in corso.

#### Il dato di produzione industriale suggerisce la presenza di rischi al rialzo sul PIL nel 2° trimestre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE

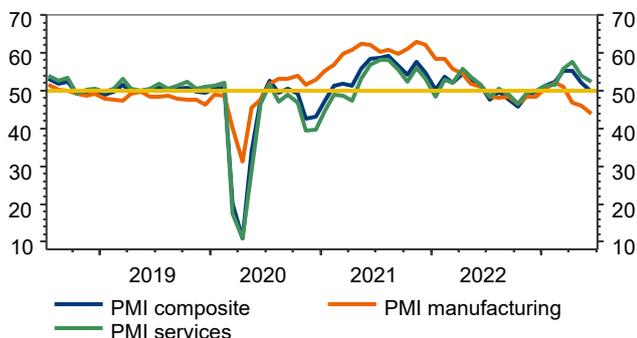
#### L'industria dovrebbe tornare a frenare la crescita dall'estate



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

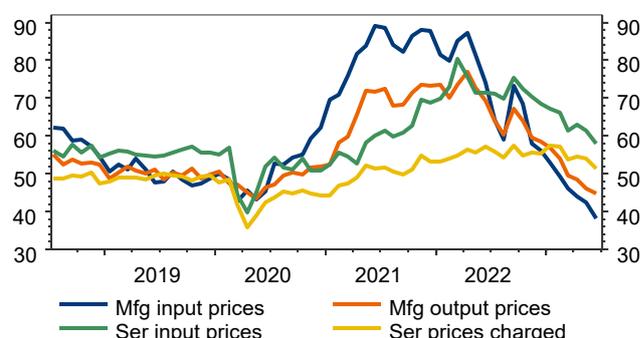
**Italia.** Il **PMI manifatturiero** è calato ben oltre le attese, a 43,8 da 45,9 a maggio: escludendo i mesi del primo lockdown, si tratta di un minimo da agosto 2012. Lo spaccato dell'indagine riporta un calo marcato sia della produzione che degli ordinativi (compresi quelli esteri), nonché degli acquisti per via delle già elevate giacenze di magazzino. Accelera al ribasso la flessione dei prezzi (pagati e ricevuti), mentre risulta solo marginalmente positiva la crescita occupazionale. Le indagini anticipano un'ulteriore frenata della manifattura europea nel trimestre estivo. Il **PMI servizi** è sceso a un minimo dallo scorso febbraio (52,2 da 54). L'attività e l'occupazione nel settore restano espansive, ma l'indice relativo alle aspettative anticipa una decelerazione nei prossimi mesi. L'ampio calo del PMI manifatturiero di lunedì, associato alla correzione dell'indicatore sui servizi, porta il **PMI composito** a 49,7 da 52 del mese precedente: era da fine 2022 che l'indice non tornava al di sotto della soglia d'invarianza. I prezzi di vendita tornano a contrarsi per la prima volta da febbraio 2021, trainati dalla manifattura a fronte di listini nei servizi che decelerano ma restano superiori alla media storica.

### PMI composito sotto 50: si conferma la contrazione manifatturiera ma anche i servizi perdono spinta



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

### Accelerano al ribasso i prezzi nell'industria, solo in modesto rallentamento nei servizi

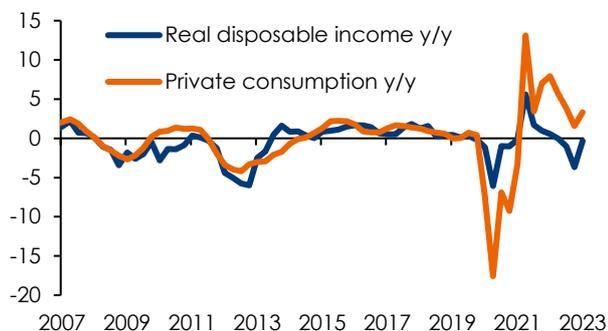


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

**Italia.** Le **vendite al dettaglio** di maggio sono cresciute dello 0,7% m/m in valore (+3% a/a) e dello 0,2% m/m in volume (-4,7% a/a) dopo essere rispettivamente avanzate di 0,2% e calate di -0,1% nel mese precedente. Gli acquisti, sia in valore che in volume, sono risultati trainati dalla componente non alimentare (in rialzo rispettivamente di 1,1% e 0,7%), mentre le vendite di alimenti sono cresciute di un modesto 0,2% in valore e calate di -0,5% al netto dell'effetto dei maggiori prezzi che spiega la divergenza tra i due dati. Dopo il rimbalzo di inizio 2023 i consumi privati di contabilità nazionale potrebbero crescere solo marginalmente, con la contrazione degli acquisti di beni che dovrebbe risultare compensata da una dinamica ancora positiva per i servizi.

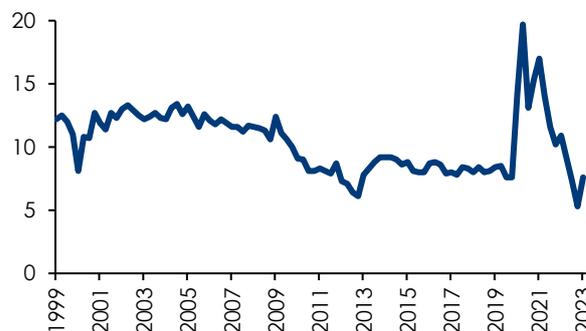
**Italia.** I conti del 1° trimestre su **reddito e risparmio delle famiglie** hanno registrato un aumento del reddito disponibile reale del 3,1% t/t dopo il crollo di -3,7% registrato a fine 2022 (il deflatore dei consumi è salito di 0,1%). Ciò, a fronte di un più modesto aumento delle spese (0,6%), si è tradotto in una risalita del tasso di risparmio dopo tre trimestri di calo, al 7,6%, dopo che a fine 2022 era stato toccato un minimo storico a 5,3%. Sia la quota di profitto che il tasso di investimento delle **società non finanziarie** sono diminuite rispetto al trimestre precedente, rispettivamente di quasi un punto percentuale al 43,7% (primo calo da inizio 2021), e di tre decimi al 24%. I dati sulle **amministrazioni pubbliche** hanno infine registrato un indebitamento netto pari a -12,1% del PIL nei primi tre mesi dell'anno: il peggioramento rispetto a -11,3% di un anno prima è spiegato dal calo delle entrate a fronte di una stabilità per le uscite.

### Parziale recupero del potere d'acquisto a inizio 2023



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

### Torna a salire il tasso di risparmio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Cina**

<b>Dato</b>	<b>Periodo</b>	<b>Precedente</b>	<b>Consenso</b>	<b>Effettivo</b>	
PMI manifatturiero - Caixin	giu	50.9	50.2	50.5	
PMI servizi - Caixin	giu	57.1		53.9	
Riserve in valuta estera	giu	3.177	1000Mld \$	3.178	3.193

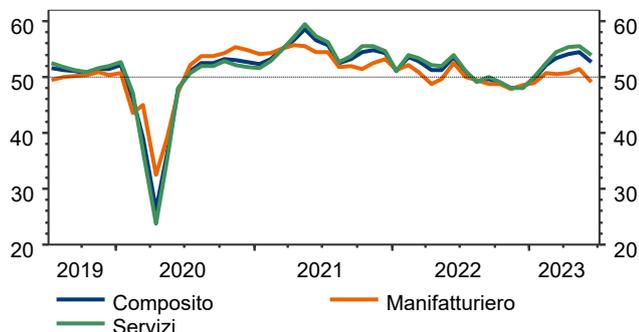
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

Il **PMI dei servizi** rilevato da **Caixin** è sceso di oltre tre punti, passando da 57,1 in maggio a 53,9 in giugno, molto più delle attese (consenso Bloomberg: 56,2) e del PMI servizi pubblicato venerdì dal NBS (sceso da 53,8 in maggio a 52,8 in giugno), segnalando un rallentamento del ritmo di espansione del settore. L'indice è stato trainato al ribasso principalmente dal calo della componente degli ordini, rimasta in territorio espansivo ma scesa di oltre quattro punti a 51,7, il livello più basso da inizio anno. Nonostante ciò, le imprese hanno espresso maggior ottimismo riguardo alle aspettative di espansione futura ed hanno moderatamente aumentato le assunzioni di personale. Le imprese hanno inoltre segnalato un aumento dei prezzi di acquisto, con un tasso di inflazione poco variato rispetto a maggio, e un rallentamento della dinamica dei prezzi di vendita.

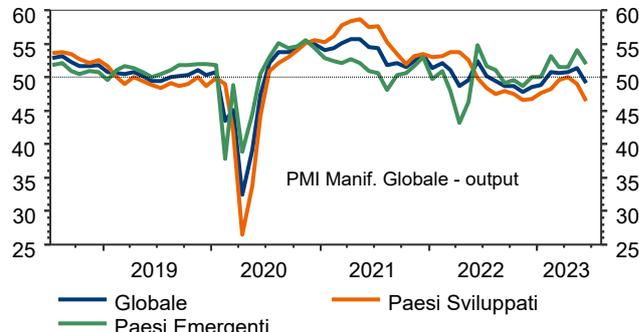
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



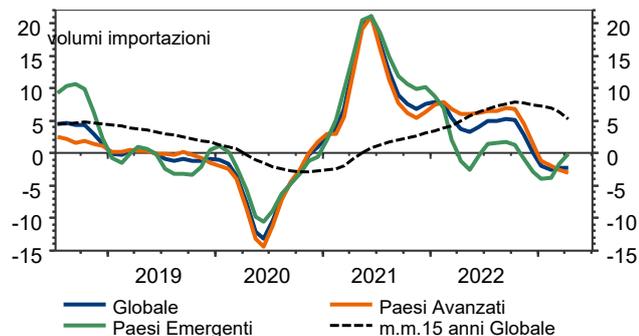
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



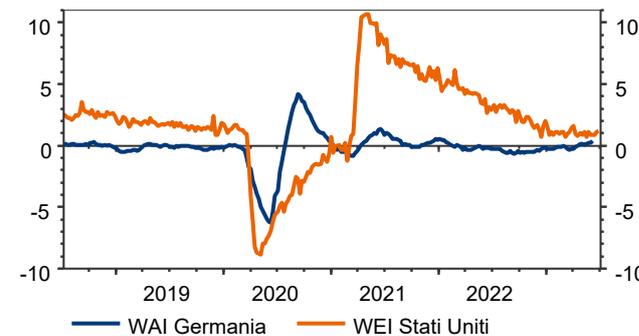
Fonte: S&P Global

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



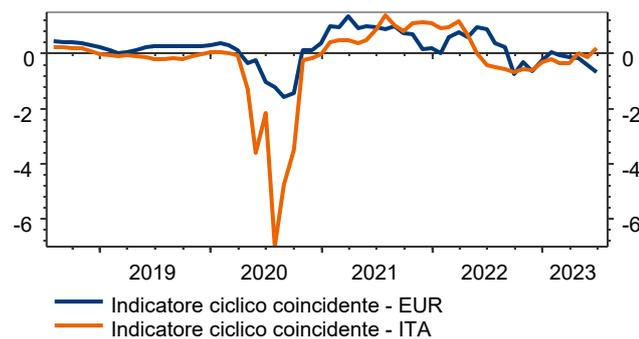
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



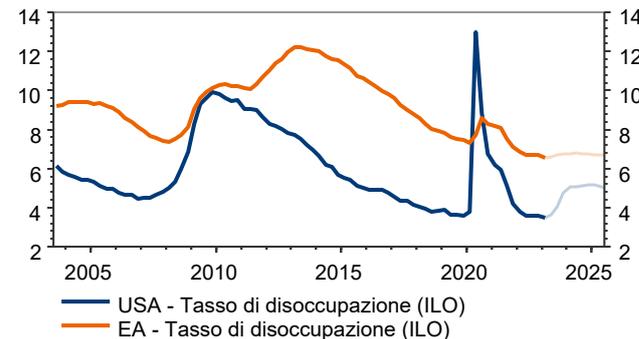
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

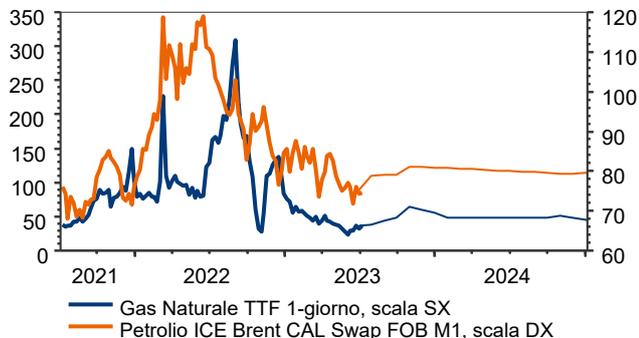
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

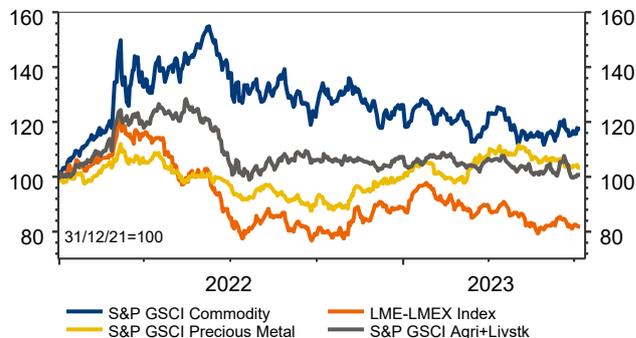
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



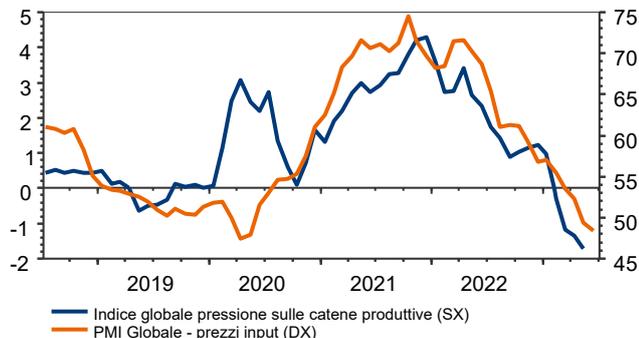
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



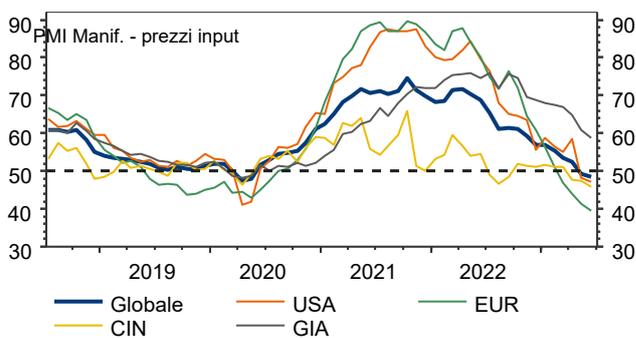
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



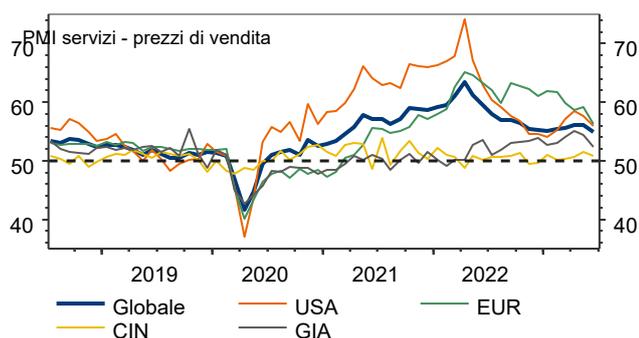
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



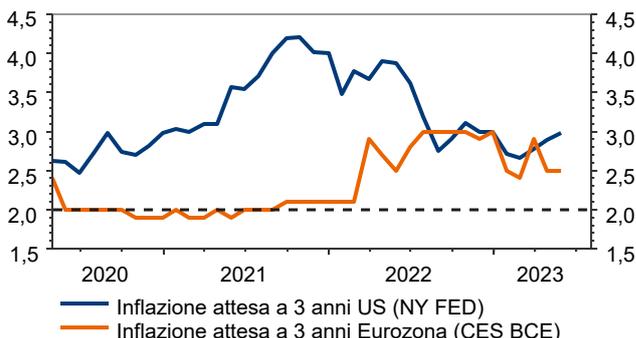
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

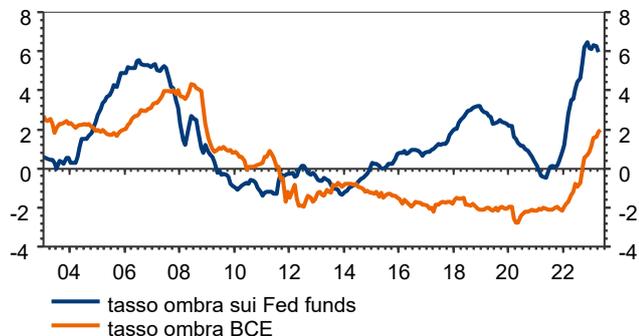
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

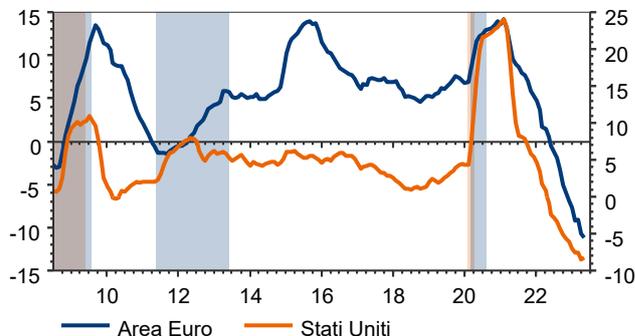
## Condizioni Finanziarie

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



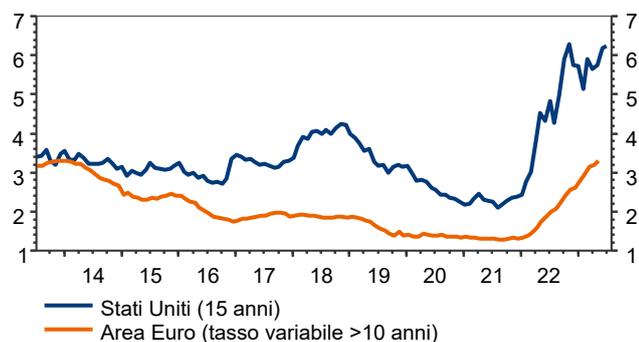
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



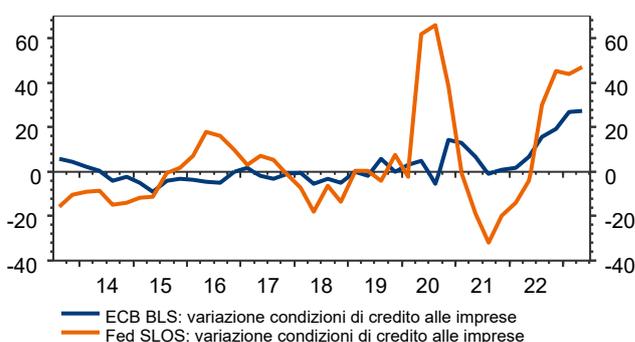
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



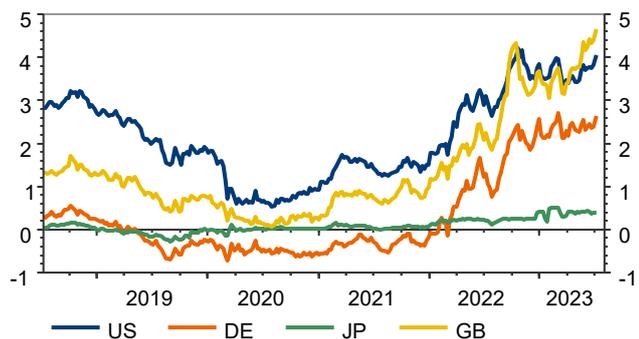
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



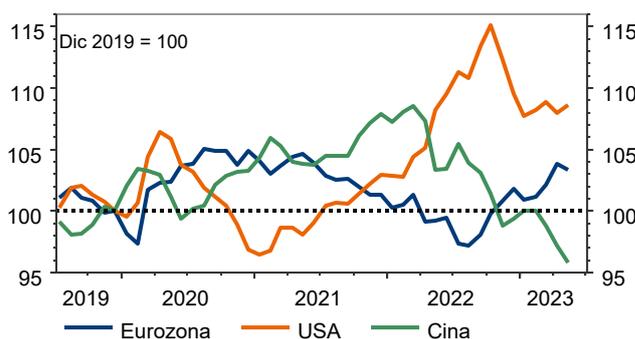
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

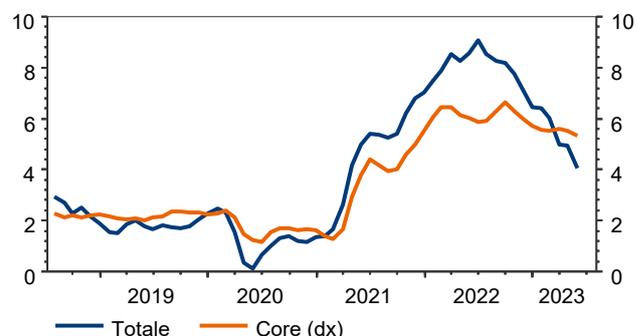
## Stati Uniti

### Indagini ISM



Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



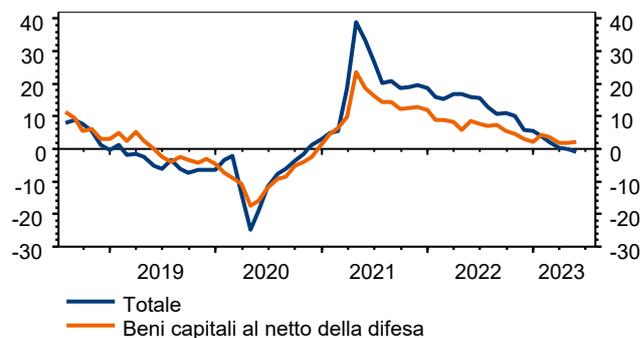
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

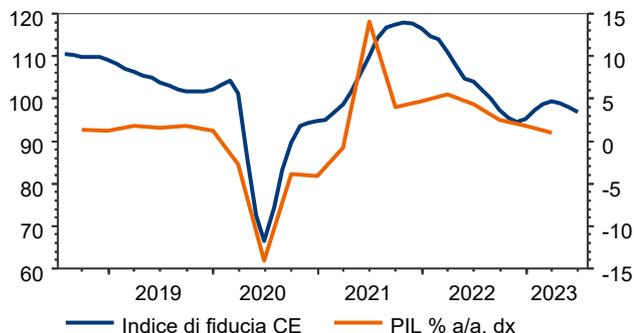
### Previsioni

	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	1.8	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

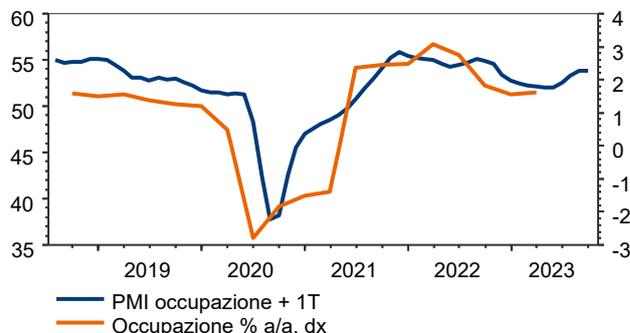
## Area euro

### PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



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

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-23	120.3	115.3	112.4	120.0	8.6	7.1	5.3	8.8
feb-23	121.2	116.3	113.3	120.9	8.5	7.4	5.6	8.6
mar-23	122.3	117.7	114.7	122.0	6.9	7.5	5.7	6.9
apr-23	123.1	118.8	115.9	122.8	7.0	7.3	5.6	7.0
mag-23	123.2	119.2	116.1	122.8	6.1	6.9	5.3	6.1
giu-23	123.5	119.6	116.5	123.0	5.5	6.8	5.4	5.4
lug-23	123.4	119.4	116.1	123.0	5.3	6.5	5.2	5.2
ago-23	123.9	119.9	116.5	123.5	5.2	6.2	5.0	5.1
set-23	124.6	120.4	117.1	124.2	4.5	5.7	4.6	4.4
ott-23	125.0	120.5	117.4	124.6	3.3	5.1	4.3	3.1
nov-23	124.3	120.3	117.3	123.9	2.8	4.6	4.2	2.6
dic-23	123.7	120.3	117.8	123.2	2.6	3.9	4.0	2.5

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia; l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-24	123.9	119.6	116.8	123.4	3.0	3.7	3.9	2.9
feb-24	124.6	120.4	117.6	124.1	2.7	3.5	3.7	2.6
mar-24	125.4	121.4	118.7	125.0	2.5	3.1	3.4	2.4
apr-24	125.9	122.3	119.4	125.4	2.3	2.9	3.1	2.2
mag-24	126.0	122.3	119.4	125.5	2.3	2.7	2.8	2.2
giu-24	126.8	122.7	119.7	126.3	2.7	2.6	2.7	2.6
lug-24	126.9	122.4	119.2	126.4	2.8	2.5	2.6	2.8
ago-24	127.5	122.9	119.6	127.0	2.9	2.5	2.6	2.8
set-24	128.1	123.3	120.0	127.6	2.8	2.4	2.5	2.7
ott-24	128.3	123.5	120.4	127.9	2.7	2.4	2.5	2.6
nov-24	127.6	123.1	120.2	127.1	2.7	2.4	2.5	2.6
dic-24	126.9	123.2	120.6	126.4	2.6	2.4	2.4	2.6

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia; l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

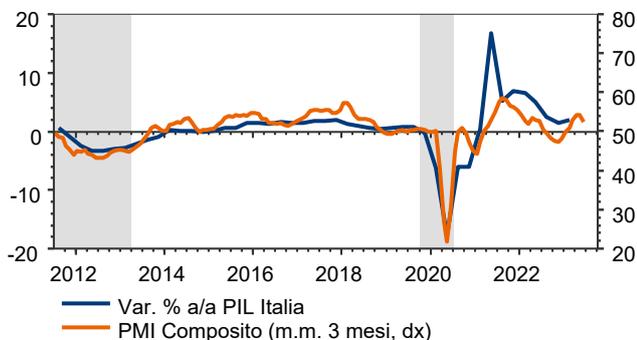
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.5	0.6	1.1	2.5	1.8	1.0	0.4	0.2	0.6	0.9	1.0
- t/t				0.4	-0.1	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
Consumi privati	4.5	0.1	1.2	1.3	-1.0	-0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi	3.8	0.3	2.4	4.0	-3.6	0.6	-0.2	0.4	0.6	0.7	0.7
Consumi pubblici	1.4	-0.7	0.5	0.0	0.8	-1.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	7.3	1.3	1.6	1.2	-0.3	-0.1	0.2	0.5	0.3	0.2	0.5
Importazioni	8.4	-0.2	1.6	4.1	-2.5	-1.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.2	-0.3	0.2	0.0	-0.3	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
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	5.0	2.9	2.8	2.4
Produzione industriale (a/a)	2.3	-1.1	0.0	3.4	2.2	0.5	-1.8	-1.8	-1.4	-1.1	0.0
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.8	6.7	6.7	6.6	6.5	6.6	6.7	6.7	6.7
Euribor 3 mesi	0.34	3.49	3.90	0.48	1.77	2.63	3.35	3.88	4.09	4.05	4.01

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

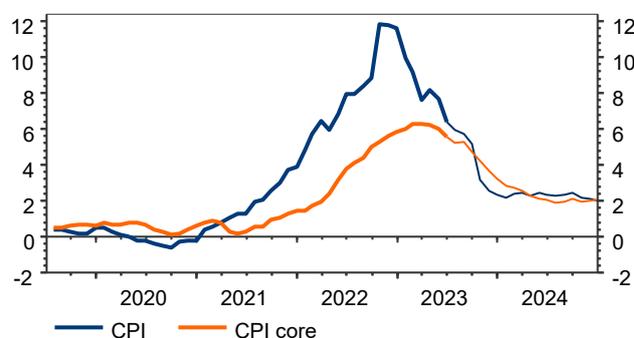
## Italia

## 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	119.9	119.7	118.5	118.6	6.3	6.0	5.5	5.6
ago-23	120.7	120.4	119.2	119.3	6.1	5.7	5.3	5.4
set-23	122.0	120.1	118.9	119.0	5.5	5.2	4.8	4.8
ott-23	124.1	121.8	120.5	120.6	3.4	3.2	2.9	2.9
nov-23	124.1	121.8	120.4	120.5	2.7	2.6	2.3	2.2
dic-23	124.1	121.8	120.5	120.6	2.5	2.3	2.0	2.0

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	122.0	121.7	120.3	120.4	2.2	2.2	1.8	1.8
feb-24	122.3	122.2	120.8	120.9	2.5	2.4	2.0	2.0
mar-24	123.3	121.7	120.4	120.4	2.5	2.4	2.0	2.0
apr-24	124.1	122.0	120.7	120.7	2.3	2.3	1.9	1.9
mag-24	124.7	122.6	121.2	121.2	2.5	2.5	2.3	2.2
giu-24	124.7	122.5	121.1	121.1	2.4	2.3	2.2	2.1
lug-24	122.7	122.5	121.0	121.0	2.3	2.3	2.1	2.0
ago-24	123.6	123.3	121.8	121.8	2.4	2.4	2.2	2.1
set-24	125.0	123.0	121.6	121.6	2.5	2.4	2.3	2.2
ott-24	126.9	124.5	122.8	122.8	2.2	2.2	1.9	1.8
nov-24	126.8	124.3	122.7	122.7	2.2	2.1	1.9	1.8
dic-24	126.6	124.2	122.6	122.6	2.0	2.0	1.7	1.7

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	6.4	2.3	8.9	12.5	9.5	7.8	6.0	2.9	2.4	2.4
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

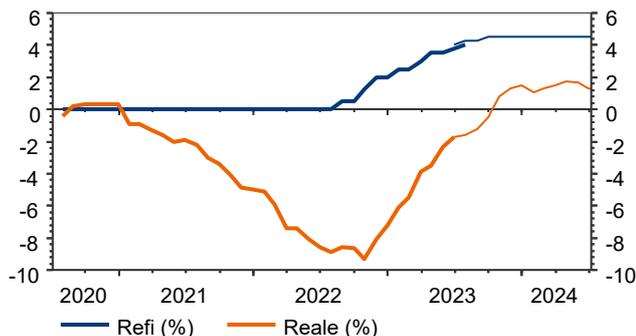
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	dic	mar	giu	6/7	set	dic	mar	giu
Refi	2.50	3.50	4.00	<b>4.00</b>	4.50	4.50	4.50	4.50
Euribor 1m	1.88	2.92	3.40	<b>3.43</b>	3.87	4.02	4.01	4.00
Euribor 3m	2.13	3.04	3.58	<b>3.64</b>	4.00	4.08	4.03	3.98

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

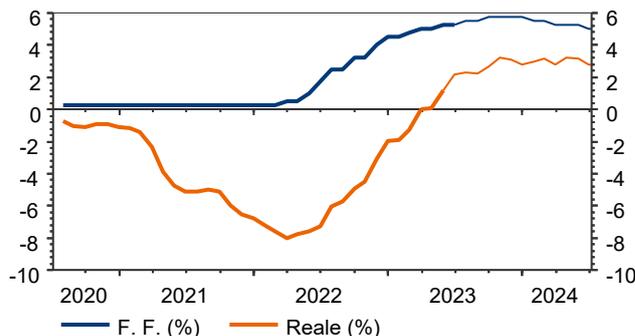


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	dic	mar	giu	6/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	4.50	5.00	5.25	<b>5.25</b>	5.75	5.75	5.25	5.00
OIS 3m	4.61	4.93	5.27	<b>5.30</b>	5.70	5.75	5.32	5.07

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

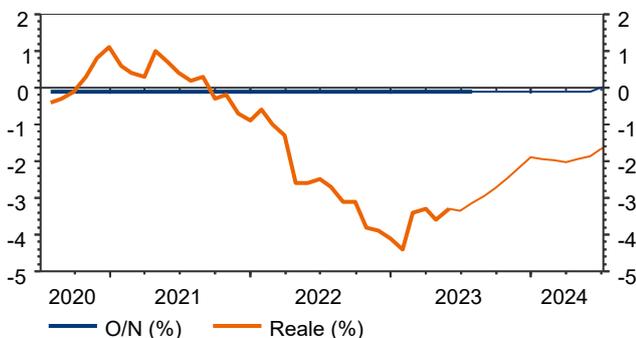


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	dic	mar	giu	6/7	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	0.01
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	-0.05	-0.05	0.06

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

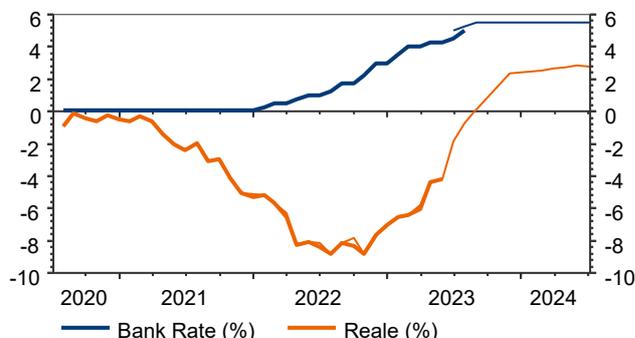


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	dic	mar	giu	6/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	3.50	4.25	5.00	<b>5.00</b>	5.50	5.50	5.50	5.50
Libor GBP 3m	3.87	4.42	5.39	<b>5.44</b>	5.70	5.70	5.60	5.50

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	7/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.02	1.05	1.09	1.07	<b>1.0887</b>	1.09	1.11	1.12	1.14	1.15
USD/JPY	111	136	132	132	140	<b>143.04</b>	138	130	125	120	118
GBP/USD	1.38	1.20	1.20	1.24	1.25	<b>1.2745</b>	1.27	1.28	1.29	1.29	1.29
EUR/CHF	1.09	0.99	0.99	0.99	0.97	<b>0.9745</b>	0.97	0.98	1.00	1.02	1.04
EUR/JPY	131	138	141	143	149	<b>155.76</b>	150	144	140	136	135
EUR/GBP	0.86	0.85	0.88	0.87	0.86	<b>0.8540</b>	0.85	0.86	0.87	0.88	0.89

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Incentivi relativi alla ricerca

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

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

### Metodologia di distribuzione

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

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

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

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

#### Macroeconomic Research

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

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

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com