

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Tutti danno per scontato un **nuovo rialzo dei tassi di 25pb** alla **riunione BCE del 27 luglio**, e non c'è motivo per pensare che l'esito sia diverso. Riteniamo però che **l'indirizzo ufficiale sulla riunione di settembre sarà molto vago**, lasciando intendere che saranno i dati estivi a determinarne l'esito.

**Fed:** quello atteso per il 26 luglio potrebbe essere l'ultimo rialzo di questo ciclo restrittivo.

### I market mover della settimana

Nell'**area euro**, oltre alla riunione di politica monetaria della BCE, il focus sarà sui dati di luglio sull'inflazione in Germania e Francia (che ci aspettiamo in calo) e sulle indagini di fiducia, che potrebbero confermare le indicazioni di decelerazione per il ciclo nel 2° semestre dell'anno. In calendario anche le prime stime di PIL relative al 2° trimestre in Francia, Spagna e Belgio.

Si prospetta una settimana ricca di eventi negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sulla riunione del FOMC, che dovrebbe attuare il preannunciato rialzo dei fed funds di 25pb, a 5,5%, con toni però più *dovish* in chiave prospettica. Il deflatore core di giugno è visto rallentare a 0,2% m/m (4,2% a/a), con indicazioni di decelerazione per il comparto dei servizi al netto dell'abitazione. La spesa personale dovrebbe essere in lieve aumento, sulla scia del recupero degli acquisti di beni, mentre il reddito personale dovrebbe continuare a crescere a un ritmo moderato grazie alla dinamica occupazionale solida. In calendario anche gli indici PMI flash di luglio, che dovrebbero confermare i segnali recessivi nel manifatturiero e di espansione nei servizi. La fiducia dei consumatori rilevata dal Conference Board a luglio è attesa in leggera flessione, dopo l'ampio balzo di giugno. Infine, la stima *advance* del PIL del 2° trimestre dovrebbe mostrare una crescita di 1,8% t/t ann., grazie a una riaccelerazione degli investimenti, a fronte di una contrazione del canale estero e di un rallentamento dei consumi privati.

21 luglio 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

### Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

**Paolo Mameli**  
Economista

**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

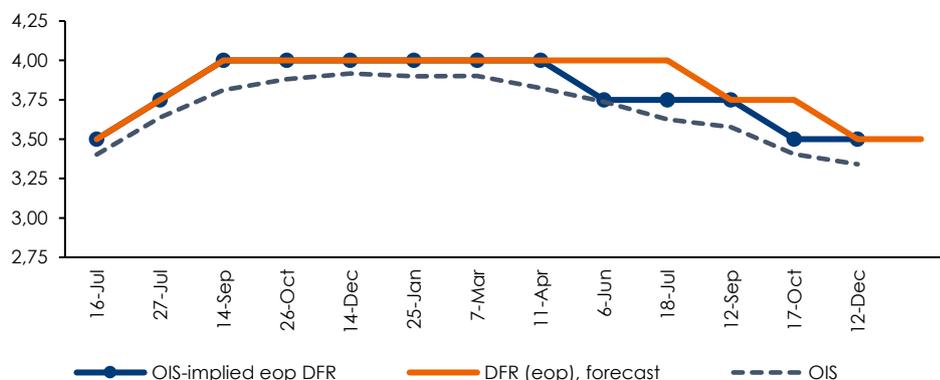


## Il punto

Tutti danno per scontato un **nuovo rialzo dei tassi di 25pb** alla **riunione BCE del 27 luglio**, e non c'è motivo per pensare che l'esito sia diverso. Riteniamo però che **l'indirizzo ufficiale sulla riunione di settembre sarà molto vago**, lasciando intendere che saranno i dati estivi a determinarne l'esito.

- Anche la riunione BCE di politica monetaria del 27 luglio si concluderà con un rialzo dei tassi ufficiali di 25pb. Il tasso sui depositi (DFR) salirà così al 3,75%, il tasso sulle operazioni principali al 4,25%. C'è sostanziale unanimità sul mercato e tra gli analisti su questo.
- Riteniamo che **l'indirizzo sull'andamento futuro dei tassi ufficiali diventerà più vago**: la BCE segnalerà che potrebbero sì essere necessari nuovi rialzi dei tassi ufficiali, ma rimarcherà che a settembre saranno disponibili nuove proiezioni macroeconomiche e che l'evoluzione dipenderà strettamente dai dati su forza della trasmissione della politica monetaria, andamento dell'inflazione sottostante e prospettive di inflazione. Questa volta, la presidente Lagarde si asterrà dall'indicare come probabile un rialzo dei tassi, né escluderà una sospensione dei rialzi. Tale indeterminazione potrebbe portare a un ribilanciamento delle probabilità implicite di rialzo nella curva OIS, che attualmente danno per probabile un secondo rialzo dopo quello di luglio.
- La nostra previsione centrale è ancora che il DFR sarà portato al 4,00% il 14 settembre. Tuttavia, bisogna essere consapevoli che un rallentamento dell'attività economica più marcato di quanto oggi atteso, o un calo dell'inflazione sottostante più rapido, potrebbero erodere il sostegno a favore di ulteriori rialzi dei tassi. Ci sembra di cogliere dai discorsi delle ultime settimane che una parte del Consiglio reputi la politica monetaria già sufficientemente restrittiva. L'esito della riunione di settembre, dunque, non è predeterminato, e dipenderà da come i dati influenzeranno il rischio che l'inflazione ecceda il 2% anche nel 2025. Al momento, la dinamica dei dati è negativa, e sta riducendo la probabilità di nuovi rialzi, che ormai riteniamo di poco superiore al 50%.
- Per ora, non ci aspettiamo modifiche ai programmi di acquisto. I reinvestimenti APP sono già stati interrotti senza turbolenze. Il tema dei reinvestimenti PEPP è già stato sollevato individualmente da alcuni governatori di BCN, ma probabilmente il Consiglio lo affronterà soltanto nelle riunioni di fine anno. Anche la scadenza TLTRO di giugno è stata gestita dal sistema senza problemi, e la BCE può continuare per ora con la riduzione dell'eccesso di riserve (ancora lontane da livelli che potrebbero creare tensioni sui tassi di interesse a brevissimo termine).

### I mercati scontano altri 2 rialzi di 25pb (ma il secondo con meno convinzione) e poi tassi invariati fino ad aprile 2024



Nota: il DFR implicito è calcolato assumendo spread invariato rispetto a ESTR e arrotondando ai 25pb più vicini.  
Fonte: Refinitiv, elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo.

**Fed:** quello atteso per il 26 luglio potrebbe essere l'ultimo rialzo di questo ciclo restrittivo.

- La nostra previsione per la riunione del FOMC del 25-26 luglio è un **rialzo dei tassi sui fed funds di 25pb, al 5,5%**, dopo la pausa di giugno.
- Nelle proiezioni di giugno, la Fed aveva segnalato l'aspettativa di un rialzo a luglio, a 5,5%, seguito da un probabile intervento successivo, a 5,75%, e una svolta nel 2024. Ma aveva sottolineato che **il sentiero dei tassi era dipendente dall'evoluzione dei dati e in particolare dall'inflazione dei servizi core ex-abitazione**.
- A tal proposito, i dati di giugno hanno segnalato un **raffreddamento delle pressioni inflazionistiche sia a monte che a valle della catena produttiva**, con variazioni sia del CPI che del PPI inferiori alle attese e in rallentamento su base tendenziale. Soprattutto, **la disinflazione riguarda anche le componenti più core e in particolare i servizi**: il CPI nei servizi core ex-energia è aumentato di 0,3% m/m, in rallentamento rispetto allo 0,4% m/m dei tre mesi precedenti, con una dinamica annua a 6,2% dal 6,6% di maggio (e dal picco di 7,3% toccato lo scorso febbraio). Il CPI al netto di energia, alimentari e abitazione è rimasto stabile nel mese, come non accadeva da gennaio del 2021, rallentando su base annua a 2,7% da 3,4% precedente (un minimo da marzo 2021; il picco era stato raggiunto a 7,6% a febbraio 2022). **La dinamica del CPI core potrebbe rallentare ulteriormente nei prossimi mesi** (stimiamo al 3,8% a/a, con rischi verso il basso, a fine 2023), per via della svolta in corso nel comparto cruciale dell'abitazione, nonché dell'indebolimento incipiente delle dinamiche occupazionali e salariali.
- Infatti, sempre a giugno, l'*employment report* ha mostrato un significativo **rallentamento nel ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro** (+209 mila occupati a giugno, un minimo da dicembre 2020), e le indagini suggeriscono che la tendenza possa continuare nei prossimi mesi, quando sarà verosimilmente accentuata da un ritmo meno intenso di assunzioni nel settore pubblico. **Pare solo questione di tempo (pochi mesi?) prima che questa tendenza possa innescare un rialzo del tasso di disoccupazione** (anzi sceso di un decimo, a 3,6%, a giugno) **e un più accentuato raffreddamento della crescita salariale** (rimasta al 4,4% a/a a giugno, in calo dal picco di 5,9% a/a toccato a marzo 2022 ma ancora su ritmi storicamente elevati).
- In sintesi, dopo i dati di giugno su prezzi e mercato del lavoro, **non ci aspettiamo più un ulteriore rialzo del tasso sui fed funds dopo quello di luglio** (cui prima assegnavamo una probabilità di poco superiore al 50%). Tale eventualità, che peraltro non è esclusa del tutto, potrebbe materializzarsi solo se i dati dei prossimi mesi evidenziassero una riaccelerazione delle pressioni sui prezzi core e/o della crescita occupazionale (non si tratta del nostro scenario centrale).
- **Manteniamo la previsione di un primo taglio all'inizio del 2024, con tassi al 4,5% alla fine dell'anno** (una discesa più rapida di quanto prevedeva la Fed a giugno), in un quadro di rallentamento della crescita del PIL, delle dinamiche occupazionali e salariali, e delle pressioni inflazionistiche core.

## I market mover della settimana

Nell'**area euro**, oltre alla riunione di politica monetaria della BCE, il focus sarà sui dati di luglio sull'inflazione in Germania e Francia (che ci aspettiamo in calo) e sulle indagini di fiducia, che potrebbero confermare le indicazioni di decelerazione per il ciclo nel 2° semestre dell'anno. In calendario anche le prime stime di PIL relative al 2° trimestre in Francia, Spagna e Belgio.

Si prospetta una settimana ricca di eventi negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sulla riunione del FOMC, che dovrebbe attuare il preannunciato rialzo dei fed funds di 25pb, a 5,5%, con toni però più *dovish* in chiave prospettica. Il deflatore core di giugno è visto rallentare a 0,2% m/m (4,2% a/a), con indicazioni di decelerazione per il comparto dei servizi al netto dell'abitazione. La spesa personale dovrebbe essere in lieve aumento, sulla scia del recupero degli acquisti di beni, mentre il reddito personale dovrebbe continuare a crescere a un ritmo moderato grazie alla dinamica occupazionale solida. In calendario anche gli indici PMI flash di luglio, che dovrebbero confermare i segnali recessivi nel manifatturiero e di espansione nei servizi. La fiducia dei consumatori rilevata dal Conference Board a luglio è attesa in leggera flessione, dopo l'ampio balzo di giugno. Infine, la stima *advance* del PIL del 2° trimestre dovrebbe mostrare una crescita di 1,8% t/t ann., grazie a una riaccelerazione degli investimenti, a fronte di una contrazione del canale estero e di un rallentamento dei consumi privati.

### Lunedì 24 luglio

#### Area euro

- **Area euro.** Le stime flash degli indici **PMI** di luglio dovrebbero confermare la recessione manifatturiera a fronte di un settore dei servizi ancora in espansione ma in progressivo rallentamento. A giugno l'indice manifatturiero aveva toccato un minimo dal 2009 (escludendo il 1° lockdown), con una ampia contrazione per le componenti di produzione, ordinativi e acquisti. Stimiamo un ulteriore calo a 43,2 da 43,4. Il PMI servizi è atteso correggere a 51,6 da 52 portando l'indicatore composito a 49,5 da 49,9 di giugno.

#### Stati Uniti

- Il **PMI manifatturiero** flash a luglio è previsto a 46, poco variato rispetto al 46,3 di giugno, in linea con i segnali recessivi diffusi a tutte le altre indagini degli ultimi mesi. Gli ordini dovrebbero rimanere sui minimi toccati a giugno, frenati da una domanda ancora fiacca e l'occupazione dovrebbe dare segni di indebolimento, rimanendo comunque in territorio espansivo. Nei **servizi**, l'indice potrebbe correggere modestamente, a 54 da 54,4, sostenuto da occupazione e attività ancora ampiamente sopra la soglia di invarianza. I prezzi pagati nel manifatturiero potrebbero scendere sotto la soglia di 50 per la prima volta da metà 2020. Nei servizi sarà importante vedere se l'indice dei prezzi di vendita continuerà la fase di rallentamento, nonostante a giugno l'aumento dei salari abbia esercitato una forte pressione sui costi.

### Martedì 25 luglio

#### Area euro

- **Germania.** Le attese di nuovi aumenti dei tassi di interesse da parte della BCE e il rallentamento del ciclo mondiale dovrebbero portare al terzo calo di fila dell'indice **IFO** in luglio, a 87,3 da 88,5 precedente. Gli indicatori sulle aspettative e sulla situazione corrente dovrebbero seguire una dinamica simile a quella registrata dalle medesime componenti dell'indagine ZEW: le attese dovrebbe calare a 82,2 da 83,6, mentre la flessione dovrebbe essere di entità più moderata per l'indicatore sulla situazione corrente, a 92,7 da 93,7. Sarà importante verificare il giudizio delle imprese manifatturiere sulla domanda estera.

#### Stati Uniti

- La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a luglio dovrebbe correggere lievemente dopo il balzo a 109,7 di giugno e scendere a 108,5, con un moderato

ritracciamento sia per le condizioni correnti sia per le aspettative. Queste ultime a giugno si sono portate a 79,3, da 71,5, per la prima volta da febbraio 2022 a ridosso della soglia di 80, associata storicamente con fasi di recessione.

## Mercoledì 26 luglio

### Area euro

- **Francia.** La **fiducia dei consumatori** potrebbe correggere di un punto a 84 a luglio, restando comunque al di sopra della media dell'ultimo anno. Nei mesi recenti le aspettative d'inflazione hanno accelerato al ribasso e le componenti più anticipatorie hanno registrato un minor pessimismo prospettico. Tuttavia, come suggerito dalle indagini IPSOS, le manifestazioni viste tra fine giugno e inizio luglio paiono coerenti con un calo del morale delle famiglie.

### Stati Uniti

- Le **vendite di case nuove** a giugno dovrebbero calare a 750 mila, dopo il rialzo a 763 mila (+12,2% m/m) di maggio. Le indicazioni del mercato immobiliare sono state diffusamente positive. La stabilizzazione dei tassi sui mutui intorno al 7%, nonché delle richieste di mutui per l'acquisto di una casa, segnala che le vendite dovrebbero mantenersi sui livelli recenti, in linea con le aspettative implicite nell'indagine di fiducia dei costruttori di case.
- La **riunione del FOMC** dovrebbe concludersi con il preannunciato rialzo di 25pb del tasso dei fed funds, a 5,5%. Il tono del comunicato dovrebbe risultare più *dovish*. Powell dovrebbe ribadire che tutte le opzioni sono sul tavolo e che le decisioni verranno prese riunione per riunione, in base sia al flusso di nuove informazioni sia alla risposta della domanda e dei prezzi alla restrizione già attuata; tuttavia, potrebbe riconoscere che i dati più recenti hanno mostrato un raffreddamento sia delle dinamiche occupazionali che delle pressioni inflazionistiche core.

## Giovedì 27 luglio

### Area euro

- **Italia.** Come a giugno, le indagini Istat potrebbero evidenziare un recupero (sia pure più moderato del mese scorso) del **morale delle famiglie**, stimiamo a 108,8 da 108,6, sulla scia del rientro in corso dei prezzi al consumo, a fronte di un'ulteriore flessione per la **fiducia delle imprese**: l'indice IESI è visto a 107,5 da 108,3, e il sentiment nel manifatturiero potrebbe toccare un nuovo minimo da inizio 2021 a 100 da 100,3 precedente.

### Stati Uniti

- La **stima advance** del **PIL** del 2° trimestre dovrebbe mostrare una crescita di 1,8% t/t ann., dopo 2% t/t ann. di inizio 2023. Si potrebbe vedere un rallentamento dei consumi privati e governativi, dopo le ampie variazioni positive registrate nel primo trimestre, a fronte di un miglioramento per gli investimenti fissi non residenziali e un contributo positivo delle scorte. Sulla crescita totale peserà la contrazione del canale estero, che dovrebbe dare un contributo negativo di circa mezzo punto, per via della flessione delle esportazioni.

## Venerdì 28 luglio

### Area euro

- **Germania.** Sulla base dei dati dai Länder, l'**inflazione** potrebbe tornare a calare a luglio dopo la risalita del mese precedente, stimiamo a 6,2% da 6,4% sulla misura nazionale e al 6,5% dal 6,8% sulla misura armonizzata. Nel mese i prezzi sono visti in aumento di 0,3% m/m sul CPI e di 0,5% m/m sull'IPCA. La dinamica dei prezzi al netto di alimentari ed energia dovrebbe calare al 5,5% a/a dal 5,7% precedente. L'inflazione tedesca dovrebbe assestarsi poco sotto il 3% a fine 2023 (sul CPI).

- **Francia.** Il ritmo di crescita del **PIL** dovrebbe stabilizzarsi a 0,2% t/t nel 2° trimestre del 2023. In termini tendenziali l'espansione è attesa decelerare a 0,5% da un precedente 0,9%. A differenza che nelle altre principali economie dell'Eurozona, industria e costruzioni dovrebbero aver contribuito positivamente alla formazione del valore aggiunto, a fronte di una sostanziale stagnazione per i servizi. Le indagini di fine trimestre hanno registrato segnali di attenuamento del morale compatibili con un rallentamento del PIL nel 2° semestre dell'anno. Prevediamo una crescita di 0,6% nel complesso del 2023.
- **Francia.** A luglio, i **prezzi al consumo** sono attesi in aumento di 0,3% m/m sull'indice nazionale e di 0,2% m/m su quello armonizzato. L'inflazione dovrebbe risultare stabile al 4,5% sull'indice nazionale e calare di un decimo, al 5,2%, sull'IPCA. L'inflazione francese dovrebbe seguire una dinamica altalenante nei prossimi mesi, per attestarsi al 4,3% (sul CPI) a fine anno.
- **Spagna.** L'economia dovrebbe aver continuato a sovraperformare la media dell'Eurozona anche nel 2° trimestre. Le indagini di fiducia hanno mostrato una buona tenuta dell'attività grazie soprattutto ai servizi, in particolare nel turismo dove i flussi internazionali hanno superato i livelli record del 2018. Stimiamo una crescita del **PIL** a 0,4% t/t, da un precedente 0,6%. Il ritmo di espansione dovrebbe perdere vigore ma rimanere positivo nei trimestri successivi, compatibilmente con una crescita in media annua superiore al 2% nel 2023.

### Stati Uniti

- La **spesa personale** a giugno è prevista in rialzo di 0,4% m/m, in aumento rispetto al mese precedente (0,1%). La spesa di beni potrebbe tornare a crescere moderatamente, alla luce dell'incremento superiore alle aspettative registrato dall'aggregato più "core" delle vendite al dettaglio (0,6% m/m). I servizi dovrebbero proseguire su un trend positivo, atteso in rallentamento nei prossimi mesi. Il **reddito personale** dovrebbe aumentare di 0,4% m/m, sulla scia di una dinamica occupazionale solida. Il **deflatore** è atteso in crescita di 0,2% m/m sia sull'indice headline sia su quello core, registrando un calo su base annua rispettivamente al 3,1% e al 4,2%, in discesa dai massimi registrati lo scorso anno. Il PPI di giugno ha mostrato un rallentamento della dinamica dei prezzi dei servizi core ex-abitazione, con sanità e servizi finanziari in moderazione, mentre il CPI ha segnalato un leggero aumento dei prezzi nel comparto ricreazione, dove le pressioni sui prezzi rimangono ancora sostenute.
- L'**Employment Cost Index** del 2° trimestre dovrebbe registrare un rallentamento, a 1% t/t da 1,2%, segnalando una riduzione del ritmo di aumento del costo del lavoro in linea con quanto visto per l'Atlanta Wage Tracker.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a luglio (finale) dovrebbe confermare il forte rialzo registrato dalla lettura preliminare, a 72,6 (massimo da settembre 2021) da 64,4 di giugno. Le aspettative di inflazione a 5-10 anni potrebbero ritracciare al 3%, dopo essere salite di un decimo a 3,1% nella lettura preliminare.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (24 – 28 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo	
Lun 24/7	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		lug	49.8			
	09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	lug	48.0	48.2	47.9	
	09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	lug	46.0	45.9	45.8	
	09:30	GER	PMI servizi prelim	*	lug	54.1	53.2	53.4	
	09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	lug	40.6	40.4	40.2	
	10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	lug	52.0	51.5	51.6	
	10:00	EUR	PMI composito prelim	**	lug	49.9	49.5	49.5	
	10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	lug	43.4	43.4	43.2	
	10:30	GB	PMI servizi prelim	*	lug	53.7	53.0		
	10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	lug	46.5	45.9		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	lug	54.4		54.0	
	15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	lug	46.3		46.0	
	15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		lug	53.2			
	Mar 25/7	10:00	GER	IFO (attese)		lug	83.6	83.0	82.2
10:00		GER	IFO (sit. corrente)		lug	93.7	93.0	92.7	
10:00		GER	IFO	**	lug	88.5	88.0	87.3	
15:00		BEL	Indice ciclico BNB		lug	-12.1			
15:00		USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		mag	-1.7	%		
15:00		USA	Indice dei prezzi delle case m/m		mag	0.7	%		
16:00		USA	Fiducia consumatori (CB)	*	lug	109.7	113.0	108.5	
Mer 26/7	08:45	FRA	Fiducia consumatori		lug	85	84	84	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	giu	0.763	Mln	0.722	0.750
Gio 27/7	08:00	GER	Fiducia consumatori		ago	-25.4	-25.0		
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	lug	100.3		100.0	
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		lug	108.6		108.8	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	228	x1000		
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.754	Mln		
	14:30	USA	PIL t/t ann. advance		T2	2.0	%	1.8	1.8
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	giu	1.8	%	1.0	
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	giu	0.7	%	-0.1	
Ven 28/7	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		giu	-91.1	Mld \$		
	07:30	FRA	PIL t/t 1a stima	**	T2	0.2	%	0.2	
	07:30	FRA	Spese per consumi m/m	**	giu	0.5	%	0.3	
	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	lug	5.3	%	5.2	
	09:00	SPA	PIL t/t prelim	**	T2	0.6	%	0.5	0.4
	09:00	SPA	IPCA a/a prelim		lug	1.6	%		
	10:00	ITA	PPI m/m		giu	-2.3	%		
	10:00	ITA	PPI a/a		giu	-4.3	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		mag	-1.8	%		
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		mag	-1.8	%		
	11:00	BEL	PIL t/t prelim		T2	0.5	%		0.3
	11:00	EUR	Fiducia servizi		lug	5.7		5.7	
	11:00	EUR	Fiducia industria		lug	-7.2		-8.0	
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	lug	95.3		95.0	95.2
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		lug	prel -15.1		-15.5	-15.1
	14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	lug	6.8	%	6.6	6.5
	14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	lug	0.4	%	0.5	0.5
	14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	lug	6.4	%	6.2	6.2
	14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	lug	0.3	%	0.3	0.3
	14:30	USA	Costo del lavoro	*	T2	1.2	%	1.1	1.0
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	giu	4.6	%		4.2
	14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	giu	3.8	%		3.1
	14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	giu	0.3	%	0.2	0.2
	14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	giu	0.1	%	0.4	0.4
	14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		giu	0.4	%	0.4	0.4
	16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		lug	prel 72.6			72.6

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 (23 – 28 luglio)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Dom 23/7	--	SPA	* Elezioni generali
Mer 26/7	20:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds +25pb a 5,25% - 5,50%)
	20:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio 27/7	14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate +25pb a 4,25%, depo rate +25pb a 3,75%)
	14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
Ven 28/7	--	OLA	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano dei Paesi Bassi

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	lug	6.60		-5.00	1.1
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	giu	0.3 <del>(0.1)</del>	%	0.3	0.2
Vendite al dettaglio m/m	giu	0.5 <del>(0.3)</del>	%	0.5	0.2
Produzione industriale m/m	giu	-0.5 <del>(-0.2)</del>	%	0.0	-0.5
Impiego capacità produttiva	giu	79.4 <del>(79.6)</del>	%	79.5	78.9
Scorte delle imprese m/m	mag	0.1 <del>(0.2)</del>	%	0.2	0.2
Indice Mercato Immobiliare NAHB	lug	55		56	56
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	mag	127.8	Mld \$		25.8
Licenze edilizie	giu	1.496	Mln	1.490	1.440
Nuovi cantieri residenziali	giu	1.559 <del>(1.631)</del>	Mln	1.480	1.434
Richieste di sussidio	settim	237	x1000	242	228
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.721 <del>(1.729)</del>	Mln	1.729	1.754
Indice Philadelphia Fed	lug	-13.7		-10.0	-13.5
Indice anticipatore m/m	giu	-0.6 <del>(-0.7)</del>	%	-0.6	-0.7
Vendite di case esistenti (mln ann.)	giu	4.30	Mln	4.20	4.16

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

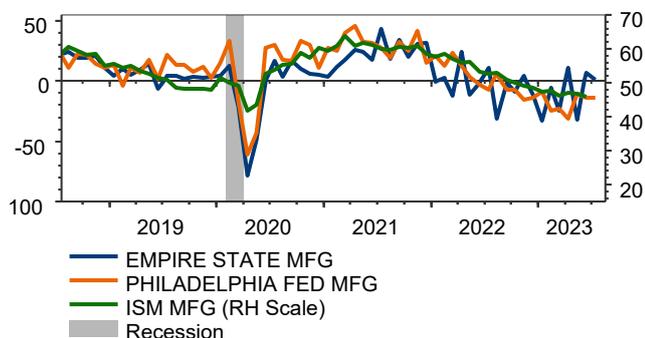
Le **vendite al dettaglio** di giugno hanno registrato un aumento di 0,2% m/m (1,5% a/a), in rallentamento dallo 0,5% di maggio (rivisto al rialzo da 0,3%). Arredamento, elettronica, abbigliamento e, in minor misura, auto hanno riportato variazioni positive, a fronte di correzioni per benzina, articoli sportivi, materiali per l'edilizia e servizi di ristorazione. Al netto delle auto, le vendite sono in rialzo solo marginale, di 0,2% m/m, ma l'aggregato più correlato ai consumi di contabilità nazionale (al netto di automobili, benzina, materiali da costruzione e servizi di ristorazione) è in aumento di ben 0,6% m/m (il doppio del mese precedente). Con le informazioni delle vendite, la stima GDPNow dell'Atlanta Fed per i consumi del 2° trimestre è stata rivista verso l'alto a 1,4% da 1,2% t/t ann. della stima precedente.

La **produzione industriale** a giugno è scesa più del previsto, di -0,5% m/m, così come a maggio (dato rivisto al ribasso da -0,2% m/m). Nel manifatturiero l'output è in calo di -0,3% m/m, con una forte contrazione per le auto (-3% m/m). La debolezza della produzione è amplificata dall'ampia correzione per le utility (-2,6% m/m, di cui -3,2% l'elettricità). Nel complesso, l'industria potrebbe aver contribuito solo marginalmente alla crescita del PIL nel 2° trimestre, e non ci aspettiamo un'inversione di tendenza nei prossimi mesi.

L'indice **Empire della NY Fed** a luglio è calato meno del previsto, a 1,1 dal 6,6 di giugno, registrando flessioni nelle consegne (13,4 da 22) e nelle scorte (-10,8 da -6), a fronte di nuovi ordini sostanzialmente stabili (3,3 da 3,1). L'occupazione è tornata in area positiva per la prima volta da gennaio e si rileva un leggero incremento delle ore lavorate, mentre i prezzi pagati e ricevuti continuano a rallentare. L'indice a 6 mesi è calato a 14,3 da 18,9 di giugno, con un peggioramento diffuso delle aspettative.

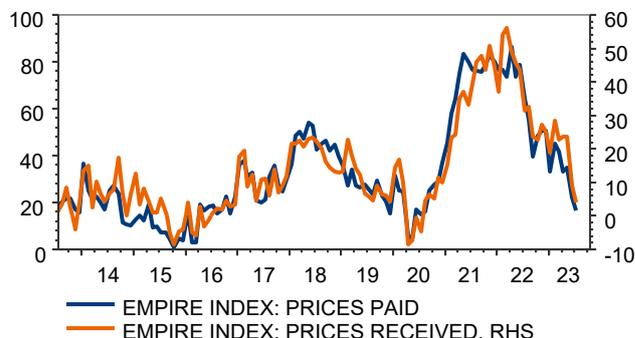
L'indice della **Philadelphia Fed** di luglio è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente, registrando un aumento di soli due decimi a -13,5. Le consegne hanno evidenziato la flessione più marcata, mostrando una netta inversione di tendenza (a -12,5 da 9,9), e gli ordini sono calati in territorio ancor più negativo (-15,9). L'indicatore sull'occupazione ha subito una flessione meno marcata ma è anch'esso in territorio recessivo (-1 da -0,4). Si rileva infine una lieve riduzione dei prezzi pagati a fronte di un consistente aumento dei prezzi ricevuti. Segnali positivi sono venuti dalle aspettative a 6 mesi, in rialzo per il secondo mese consecutivo. Nel complesso le prime indagini di luglio danno un quadro di stagnazione nel breve periodo, con aspettative di modesta riaccelerazione dell'attività a 6 mesi.

### Le indagini di fiducia danno un quadro di stagnazione per l'industria



Fonte: Fed NY, Fed Philadelphia e ISM

### Continua il rallentamento dei prezzi pagati e ricevuti dai massimi registrati ad inizio 2022



Fonte: Fed NY

I nuovi **cantieri residenziali** di giugno sono calati a 1,434 mln (-8% m/m), dopo il forte balzo registrato a maggio (15,7% m/m, rivisto al ribasso da 21,7%), con flessioni diffuse sia alla componente unifamiliare (-7% m/m) sia a quella multifamiliare (-11,6% m/m). Anche le **licenze** sono calate, in misura più limitata, a 1,440 mln (-3,7% m/m) da 1,496 mln. I dati e le indagini segnalano una probabile moderata riaccelerazione dell'attività di costruzione nella seconda metà dell'anno, in parte frenata dagli elevati tassi sui mutui.

Le **vendite di case esistenti** a giugno sono calate moderatamente, a 4,16 milioni dai 4,3 milioni di maggio (-3,3% m/m, -18,9% a/a), in linea con la persistente scarsità di unità immobiliari sul mercato. Le scorte di case invendute restano relativamente basse, pari a 3,1 mesi di vendite, su valori pari a circa la metà dei livelli pre-pandemici.

Le nuove **richieste di sussidi di disoccupazione** al 15 luglio sono calate a 228 mila unità (-9 mila unità rispetto alla settimana precedente). I sussidi esistenti all'8 luglio sono saliti a 1,754 milioni di unità (+33 mila), mantenendosi al di sotto dei massimi registrati ad aprile.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Bilancia commerciale	giu	-1381.9	(-1372.5)	Mld ¥ JP	-46.7	43
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	giu	3.2		%	3.3	3.3
CPI (naz.) a/a	giu	3.2		%		3.3

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	CPI a/a finale	giu	5.5	%	5.5	5.5
EUR	CPI m/m finale	giu	0.0	%	0.3	0.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	giu	6.8	%	6.8	6.8
EUR	Fiducia consumatori flash	lug	-16.1		-16.0	-15.1
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	lug	100	(101)	100	100
GER	PPI a/a	giu	1.0	%	0.0	0.1
GER	PPI m/m	giu	-1.4	%	-0.4	-0.3

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro.** L'indice di **fiducia dei consumatori** è salito di un punto a luglio, a -15,1, il livello più alto dallo scoppio del conflitto in Ucraina, sia pure ancora inferiore alla media di lungo periodo. Il miglioramento dell'indice rispetto al 1° trimestre è compatibile con un modesto rimbalzo dei consumi privati tra la primavera e l'estate, ma nei prossimi mesi, nonostante il calo dell'inflazione

e la tenuta del mercato del lavoro, il rialzo dei tassi dovrebbe contribuire a comprimere le spese dei nuclei famigliari.

**La fiducia dei consumatori negli ultimi mesi ha beneficiato del calo dell'inflazione**



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, Eurostat

**Il recupero del morale suggerisce che i consumi privati potrebbero tornare a crescere già dal 2° trimestre**

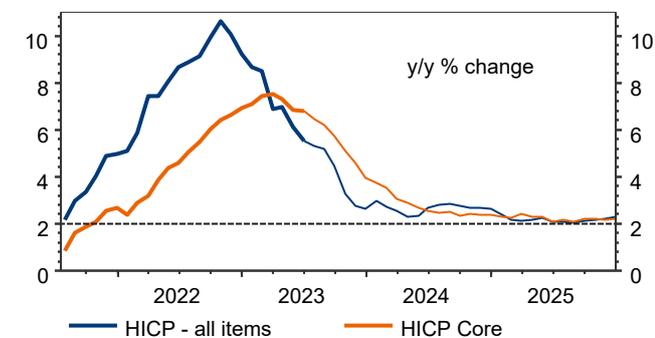


Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, Eurostat

**Area euro.** La stima del **PIL** relativa al 1° trimestre è stata rivista al rialzo di un decimo, a zero da un precedente -0,1% t/t. La revisione beneficia di un apporto più positivo delle esportazioni nette (+0,7pp) che ha bilanciato il contributo negativo di domanda interna (-0,4pp) e scorte (-0,3pp).

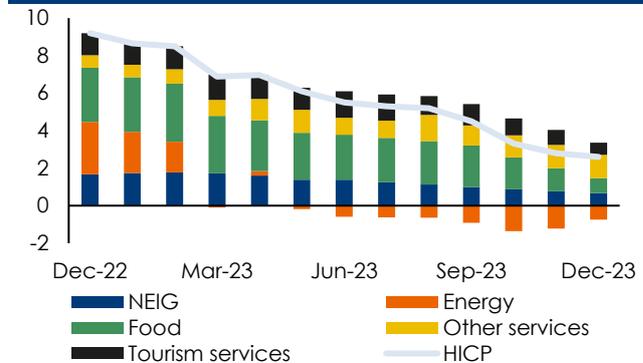
**Area euro.** La **stima finale** ha confermato il marcato calo dell'**inflazione** in giugno, a 5,5% (+0,3% m/m) da 6,1% di maggio. Si sono attenuate solo moderatamente le pressioni sull'inflazione core BCE (al netto di energia e alimentari freschi), calata per la terza volta di fila ma di un solo decimo, al 6,8% (+0,4% m/m). L'indice al netto di alimentari ed energia è risalito a 5,4% (+0,3% m/m), dopo due cali consecutivi, per via di effetti base sfavorevoli sui servizi di trasporto in Germania. L'energia ha registrato una flessione a -5,6% da -1,8%, e continuerà a fornire un apporto negativo all'inflazione complessiva nei prossimi mesi. In rallentamento il contributo degli alimentari, che pure mantengono una dinamica a due cifre e ben più elevata dell'indice generale (11,6% da 12,5% di maggio). 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 dell'indebolimento della domanda. Nelle nostre stime, **l'inflazione generale potrebbe attestarsi al 2,6% a fine anno**, e scendere temporaneamente al 2,3% 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

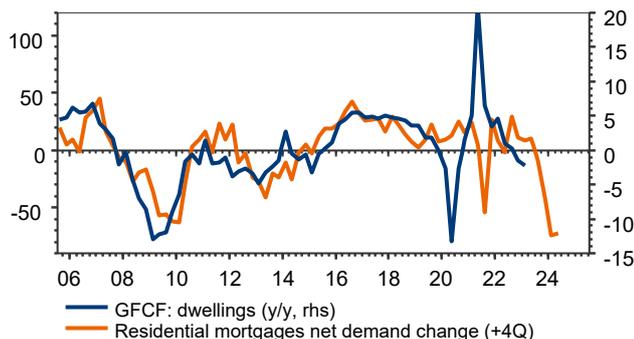
**Contributi all'inflazione delle principali componenti**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

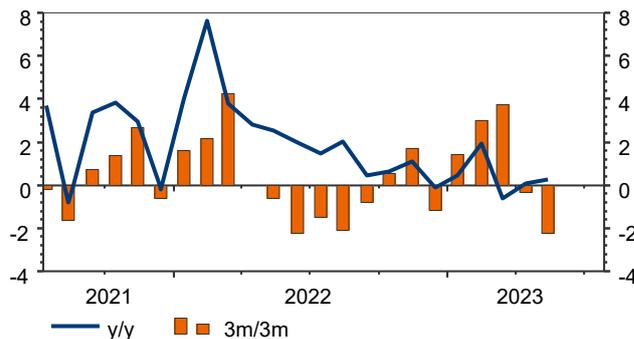
**Area euro.** La **produzione nelle costruzioni** è tornata a crescere a maggio, di 0,2% m/m dopo due mesi di calo. Il rimbalzo è solo parziale dopo la flessione cumulata di -2,4% registrata tra marzo e aprile, e lascia l'output in rotta per una contrazione intorno a -1% t/t nel 2° trimestre. Le indagini mostrano inoltre segnali di indebolimento della fiducia compatibili con un ulteriore rallentamento nel 2° semestre. Anche i dati sulla domanda di mutui e sui permessi di costruzione sono coerenti con una frenata del settore.

**Domanda di mutui e investimenti residenziali**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

**Produzione nelle costruzioni (a/a e 3m/3m)**

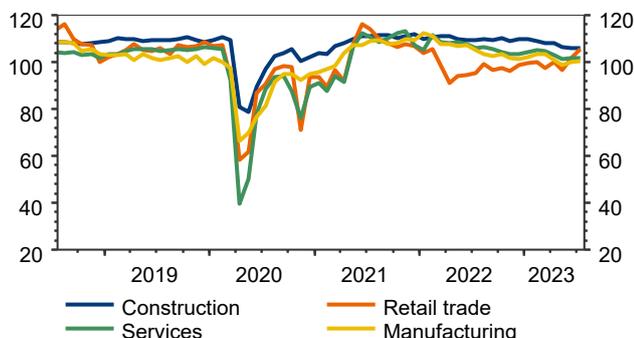


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat.

**Germania.** Il **PPI** ha registrato un nuovo calo di -0,3% m/m a giugno da un precedente -1,4%. La variazione annua è scesa a 0,1% da 1% di maggio, un minimo da novembre 2020, ed è attesa in territorio negativo da luglio. La correzione dei prezzi è spiegata da beni intermedi ed energia, ma anche al netto della componente energetica i prezzi alla produzione sono in diminuzione di -0,3% m/m e in rallentamento a 2,8% a/a. Il dato è coerente con un attenuamento delle pressioni sui costi a monte delle filiere produttive e anticipa un'ulteriore diminuzione dell'inflazione dei beni industriali nei prossimi mesi.

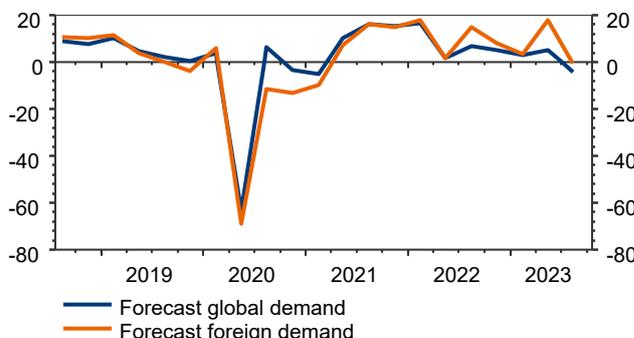
**Francia.** L'indice composito INSEE di **fiducia economica** delle imprese di luglio è rimasto stabile sulla media di lungo periodo (100). Invariate anche le letture per manifattura (100), servizi (102) e costruzioni (106), mentre è aumentato il morale nel commercio al dettaglio (a 106 da 102). La stabilizzazione di luglio lascia gli indici su livelli inferiori a quelli toccati in media nel 1° semestre dell'anno, e le componenti relative alle aspettative, soprattutto nei servizi, mostrano segnali di rallentamento del ciclo nei prossimi trimestri. Stimiamo un PIL in crescita a 0,2% t/t nel 2° trimestre, mentre vediamo una sostanziale stagnazione dell'attività nel 2° semestre.

**Indagini INSEE in stabilizzazione a luglio, ma il morale resta inferiore ai livelli medi del 1° semestre**



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

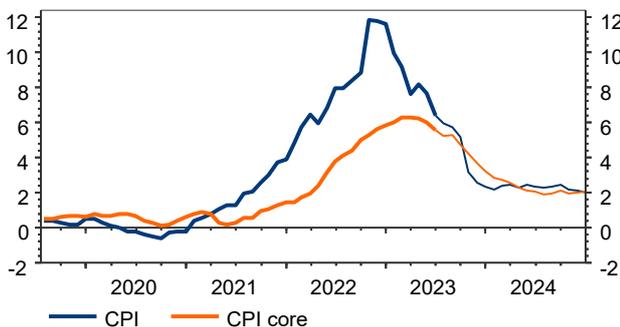
**Nell'industria le indagini trimestrali evidenziano aspettative di rallentamento della domanda**



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

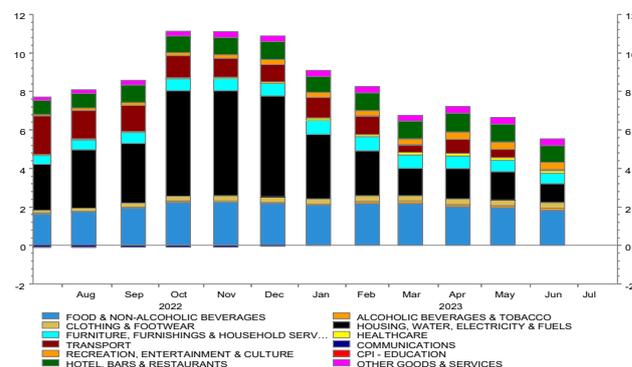
**Italia.** La **seconda lettura** ha confermato che l'**inflazione** è scesa più delle attese a giugno, a 6,4% a/a (con prezzi stabili nel mese) da 7,6% sull'indice nazionale e a 6,7% (+0,1% m/m) da 8% sull'armonizzato. Il rallentamento tendenziale è imputabile prevalentemente alla componente energetica 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). Resta a due cifre l'inflazione sul cosiddetto "carello della spesa" (10,5% da 11,2% a/a precedente). Nelle nostre stime, il NIC dovrebbe raggiungere il 2,3% a dicembre 2023, mentre l'indice al netto di energetici e alimentari freschi (sempre sull'indice nazionale) è atteso a 3,3% a fine anno. Al momento, i rischi sono al ribasso sull'energia e al rialzo su alimentari e servizi.

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



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

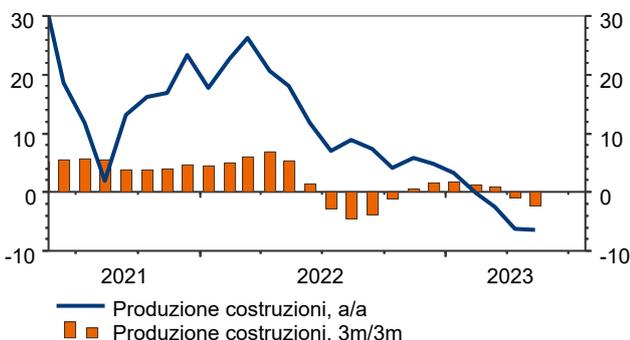
**In ridimensionamento l'apporto dell'energia. In questa fase sono soprattutto gli alimentari a spingere l'inflazione**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

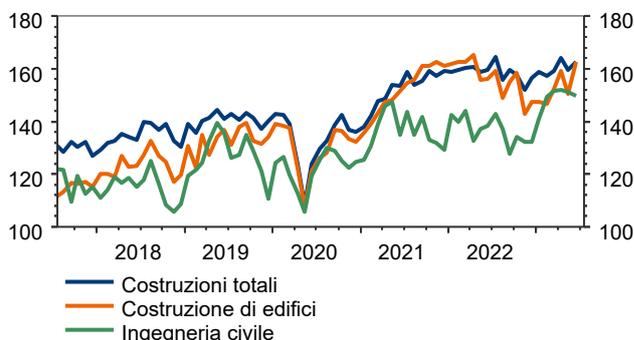
**Italia.** La **produzione nelle costruzioni** è calata per il secondo mese a maggio (-0,7% m/m da un precedente -3,9%), lasciando l'output in rotta per una contrazione prossima a -4% t/t nel 2° trimestre, quando le costruzioni potrebbero sottrarre fino a due decimi alla crescita del valore aggiunto. Le indagini di fiducia nel settore stanno mostrando una tenuta migliore delle attese e il completamento dei lavori relativi agli incentivi fiscali potrebbe offrire un modesto sostegno nei prossimi mesi. In attesa di maggiori sviluppi circa l'implementazione delle opere infrastrutturali programmate dal PNRR, i dati sulla domanda di mutui e sui permessi di costruzione suggeriscono che l'edilizia resterà debole nei prossimi trimestri.

**Costruzioni in rotta per una contrazione prossima a -4% t/t nel 2° trimestre**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

**Il morale dei costruttori resta però vicino ai massimi storici**



Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

## Cina

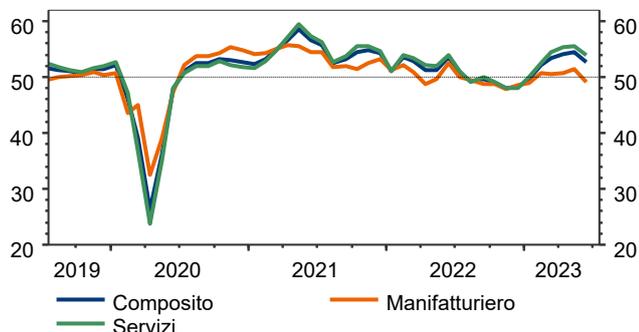
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PIL s.a. t/t	T2	2.2	%	0.5	0.8
PIL cumulato a/a	T2	4.5	%		5.5
PIL a/a	T2	4.5	%	7.3	6.3
Produzione industriale cumulata a/a	giu	3.6	%		3.8
Vendite al dettaglio cumulate a/a	giu	9.29	%		8.15
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	giu	4.0	%	3.5	3.8
Produzione industriale a/a	giu	3.5	%	2.7	4.4
Vendite al dettaglio a/a	giu	12.7	%	3.2	3.1
Tasso prime rate a 1 anno	lug	3.55	%		3.55
Tasso prime rate a 5 anni	lug	4.20	%		4.20

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

**La crescita del PIL è accelerata da 4,5% a/a nel 1° trimestre a 6,3% a/a nel 2° trimestre, molto meno delle attese (7,3% a/a),** sostenuta dalla prosecuzione della ripresa nei servizi (da 5,4% a/a nel 1° trimestre a 7,4% a/a nel 2° trimestre) e, in misura minore, nel manifatturiero (da 3,3% a/a nel 1° trimestre a 5,2% a/a nel 2° trimestre). Su base congiunturale la crescita è rallentata da 2,2% t/t nel 1° trimestre a 0,8% t/t nel 2° trimestre. **I dati mensili relativi al mese di giugno sono stati misti e nel complesso hanno confermato la perdita di forza della ripresa.** Questi ultimi, insieme al rallentamento congiunturale della crescita economica nel 2° trimestre, potrebbero portare a una revisione al ribasso della nostra previsione di crescita annua del PIL nel 2023 (5,5%) di qualche decimo di punto percentuale, nonostante le attese di un ulteriore stimolo fiscale e monetario. La **produzione industriale** è accelerata da 3,5% a/a a 4,4% a/a in giugno, contrariamente alle attese, mentre la dinamica della **produzione di servizi** è rallentata da 11,7% a/a a 6,8% a/a, principalmente a causa dell'effetto confronto sfavorevole con l'uscita dal lockdown di Shanghai. Quest'ultimo ha avuto un impatto significativo anche nella brusca decelerazione delle **vendite al dettaglio** (da 12,7% a/a a 3,1% a/a in giugno), che sono comunque moderatamente rallentate anche su base congiunturale (da 0,39% m/m destagionalizzato a 0,23% m/m). Il **tasso di disoccupazione urbano** è rimasto invariato a 5,2% in giugno, mentre quello giovanile (16-24 anni) è ulteriormente salito, arrivando a un massimo di 21,3%, continuando a segnalare le difficoltà nella ripresa del mercato del lavoro. Gli **investimenti fissi nominali** sono saliti del 3,8% a/a nella prima metà dell'anno, registrando una modesta accelerazione da 2,2% a/a a 3,3% a/a in giugno, ancora trainata dagli investimenti delle imprese statali (+7,4% a/a) e da quelli in infrastrutture (6,4% a/a). Si è lievemente ridotta la contrazione tendenziale degli investimenti delle imprese private (da -1,3% a/a in maggio a -0,5% a/a in giugno) mentre è rimasta elevata quella degli investimenti immobiliari (-10,2% a/a in giugno), accompagnata da un ulteriore calo sia dell'indice di clima del settore sia dei prezzi medi delle abitazioni nelle 70 maggiori città (-0,1% m/m), quest'ultimo trainato dalle città di terza fascia.

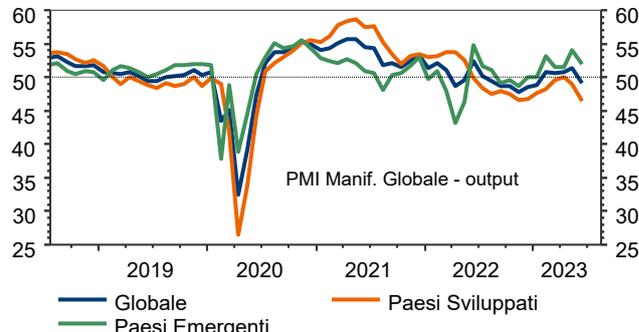
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



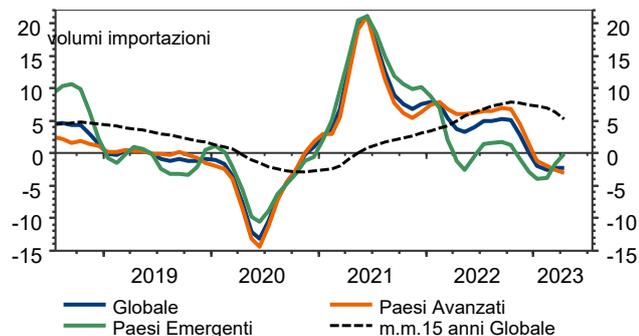
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



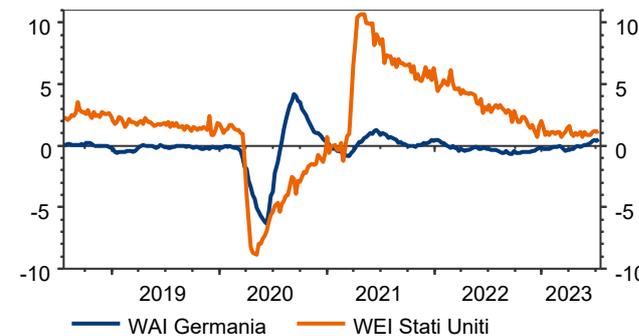
Fonte: S&P Global

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



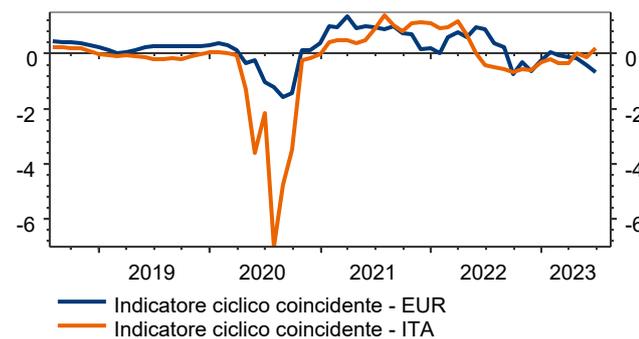
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



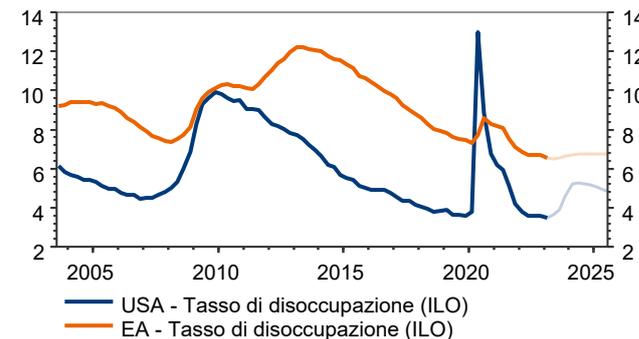
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

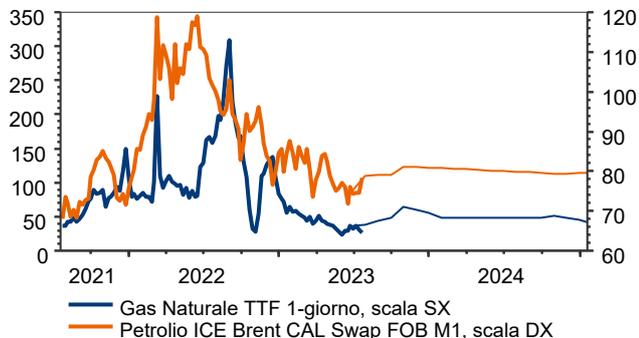
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

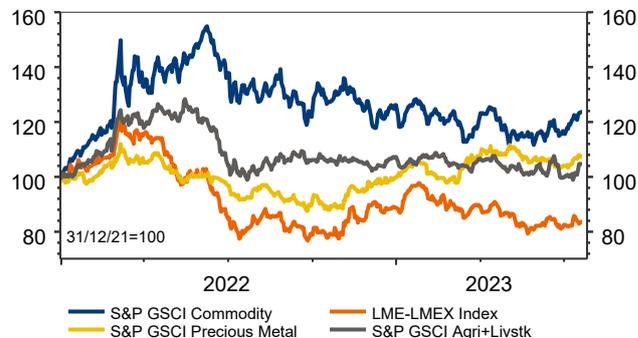
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



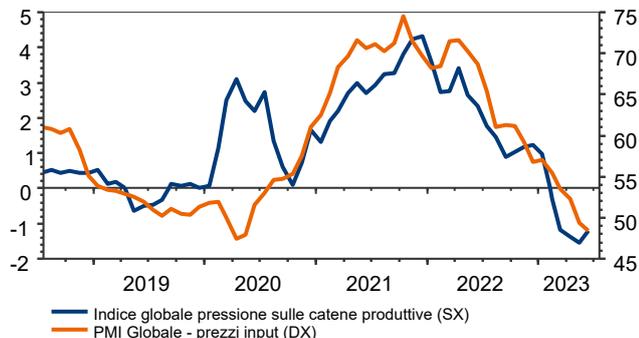
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



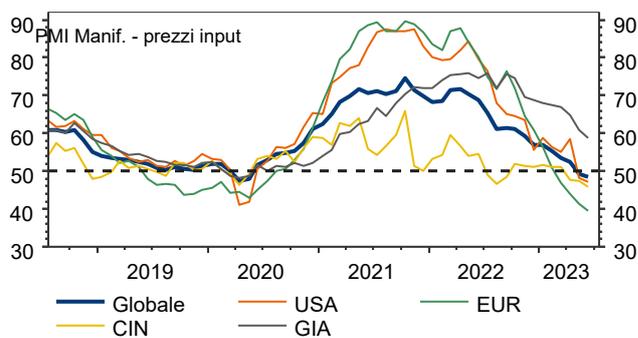
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



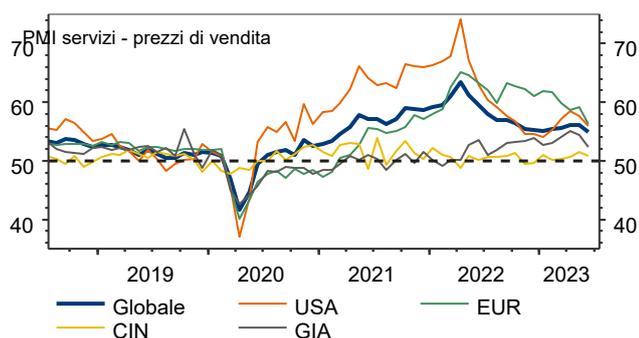
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



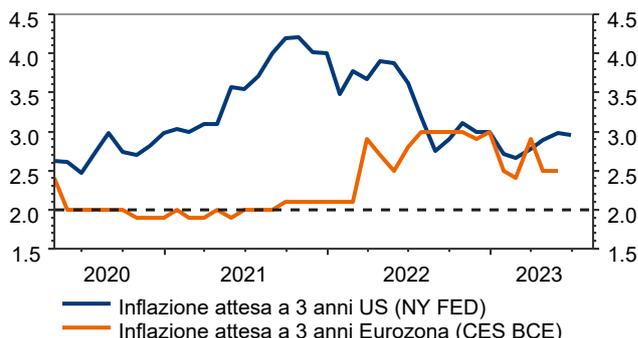
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

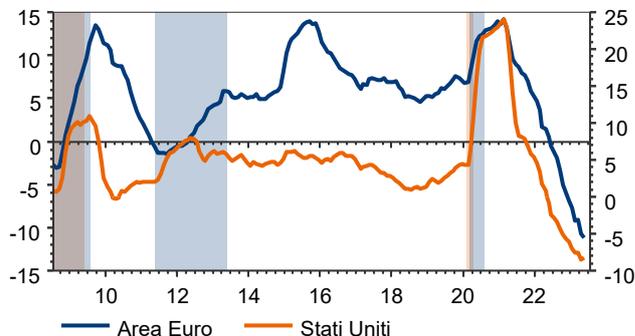
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



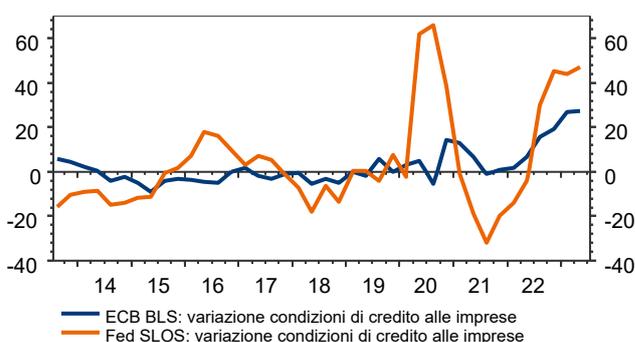
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



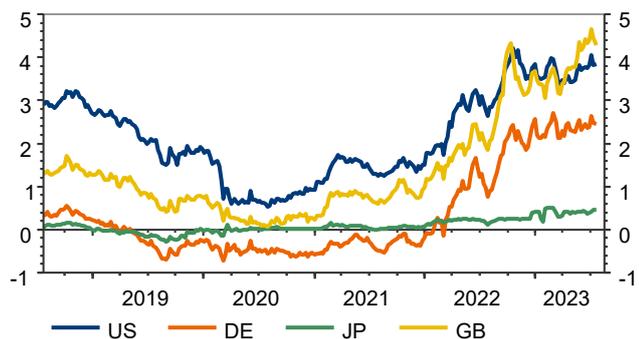
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



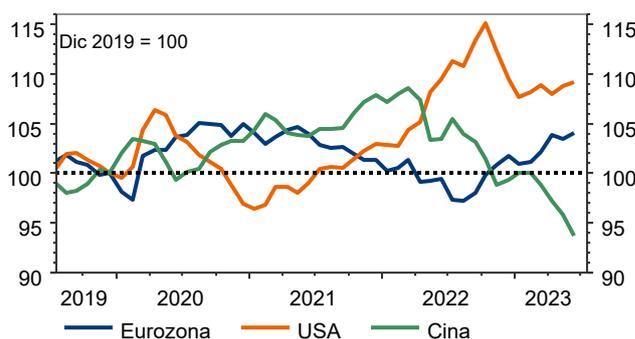
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

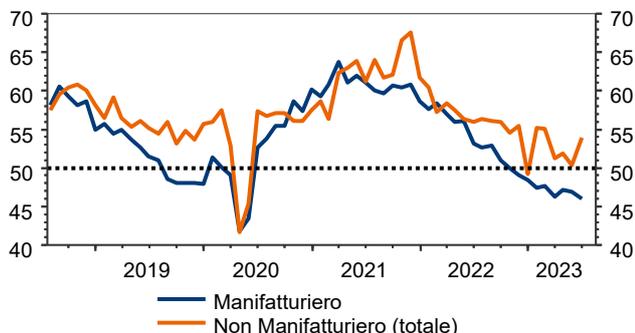
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

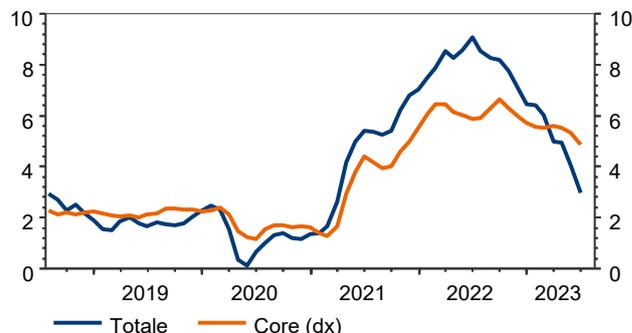
## Stati Uniti

### Indagini ISM



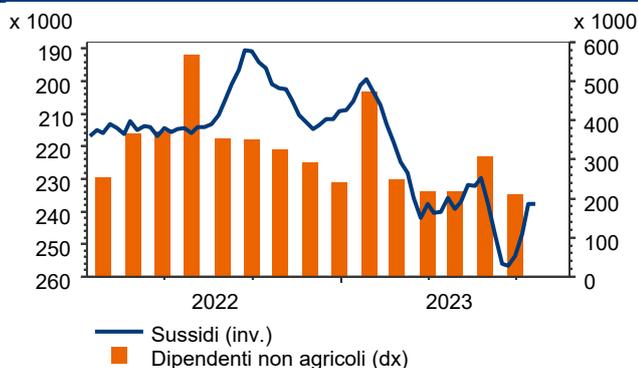
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



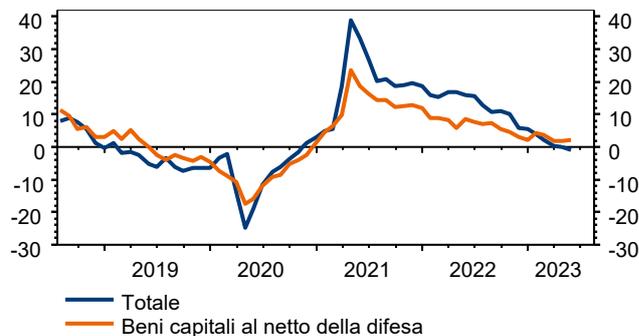
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

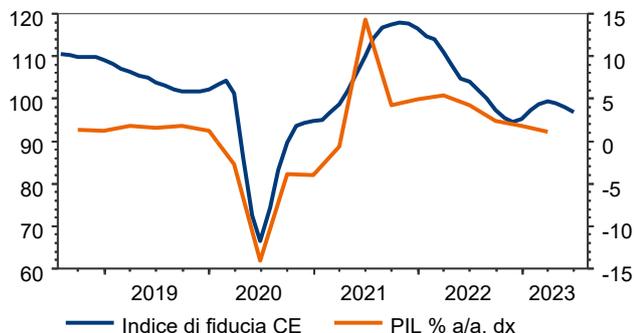
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.1	1.6	0.8	1.9	0.9	1.8	2.4	1.6	0.8	0.4	0.4
- trim./trim. annualizzato				3.2	2.6	2.0	1.8	0.2	-0.8	0.4	2.1
Consumi privati	2.7	2.0	0.7	2.3	1.0	4.2	1.7	0.8	-0.2	0.2	1.2
IFL - privati non residenziali	3.9	2.1	1.1	6.2	4.0	0.6	2.7	1.1	-3.8	0.5	3.7
IFL - privati residenziali	-10.6	-11.3	2.3	-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	-0.9	2.4	-7.3	-5.5	2.0	2.0	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	-3.0	-3.0								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-6.7	-6.3								
Debito pubblico (% PIL)	144.6	144.8	147.1								
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

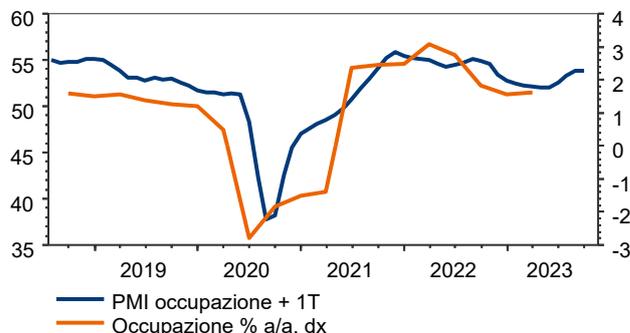
## Area euro

### 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
<b>Media</b>	<b>123.2</b>	<b>119.0</b>	<b>115.9</b>	<b>122.8</b>	<b>5.5</b>	<b>6.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.4</b>

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
<b>Media</b>	<b>126.5</b>	<b>122.2</b>	<b>119.3</b>	<b>126.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>

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

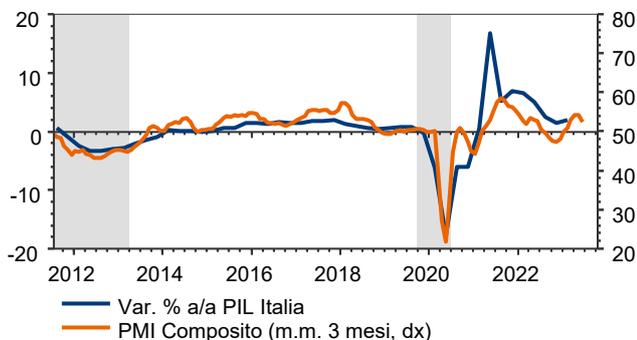
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023				2024	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.7	1.0	2.4	1.7	1.1	0.6	0.4	0.6	0.8	0.9
- t/t				0.4	-0.1	0.0	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	3.0	0.9	2.5	1.0	-0.6	0.6	-0.3	0.1	0.7	0.8	0.8
Consumi pubblici	1.4	-0.9	0.5	0.0	0.6	-1.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Esportazioni	7.2	1.4	1.6	1.1	-0.3	0.2	0.2	0.5	0.3	0.2	0.5
Importazioni	8.1	0.0	1.6	2.6	-1.5	-1.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.2	-0.2	-0.3	0.2	-0.1	-0.3	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-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	5.0	2.9	2.8	2.4
Produzione industriale (a/a)	2.3	-1.0	0.7	3.4	2.2	0.6	-1.9	-1.6	-1.0	-0.8	0.9
Disoccupazione (%)	6.7	6.6	6.8	6.7	6.7	6.6	6.5	6.7	6.7	6.8	6.9
Euribor 3 mesi	0.34	3.46	3.89	0.48	1.77	2.63	3.36	3.82	4.05	4.03	4.00

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

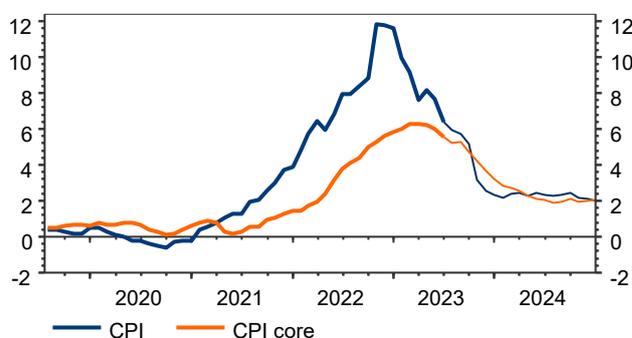
## Italia

## 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
<b>Media</b>	<b>121.6</b>	<b>120.1</b>	<b>119.0</b>	<b>119.1</b>	<b>6.4</b>	<b>6.1</b>	<b>5.7</b>	<b>5.8</b>

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
<b>Media</b>	<b>124.4</b>	<b>122.9</b>	<b>121.4</b>	<b>121.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>

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	-2.2	0.9	0.3	-2.0	-1.3	-4.2	-2.8	-0.6	-0.1	1.6
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

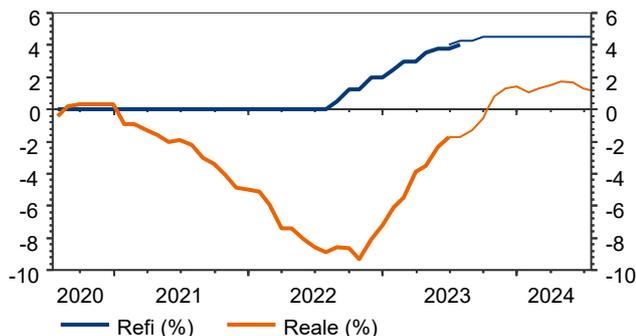
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	dic	mar	giu	20/7	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>3.47</b>	3.83	3.99	4.00	3.99
Euribor 3m	2.13	3.04	3.58	<b>3.70</b>	3.96	4.05	4.02	3.97

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

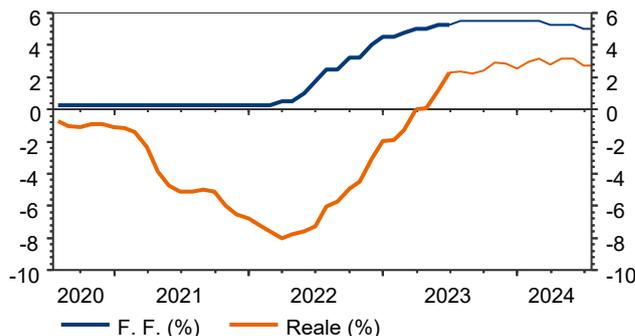


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	dic	mar	giu	20/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	4.50	5.00	5.25	<b>5.25</b>	5.50	5.50	5.25	5.00
OIS 3m	4.61	4.93	5.27	<b>5.36</b>	5.40	5.33	5.15	4.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

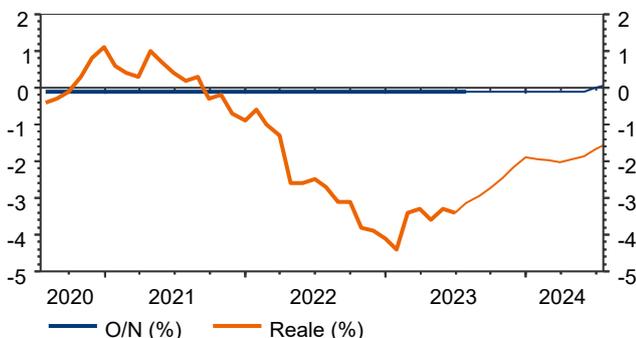


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	dic	mar	giu	20/7	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

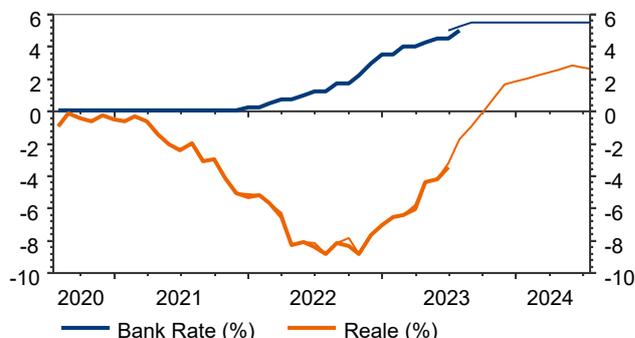


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	dic	mar	giu	20/7	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>5.47</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	21/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.18	1.02	1.08	1.10	1.09	<b>1.1136</b>	1.11	1.13	1.14	1.15	1.16
USD/JPY	110	138	130	134	142	<b>141.65</b>	135	130	125	120	118
GBP/USD	1.37	1.19	1.24	1.24	1.27	<b>1.2855</b>	1.31	1.32	1.33	1.33	1.34
EUR/CHF	1.08	0.99	1.00	0.98	0.98	<b>0.9635</b>	0.96	0.98	0.99	1.00	1.02
EUR/JPY	130	141	141	147	155	<b>157.77</b>	150	147	143	137	136
EUR/GBP	0.86	0.86	0.88	0.89	0.86	<b>0.8662</b>	0.85	0.86	0.86	0.87	0.87

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