



Scenario macroeconomico 2024

Tempi ed effetti dell'inversione del ciclo di politica monetaria

Analisi Macroeconomica – Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo

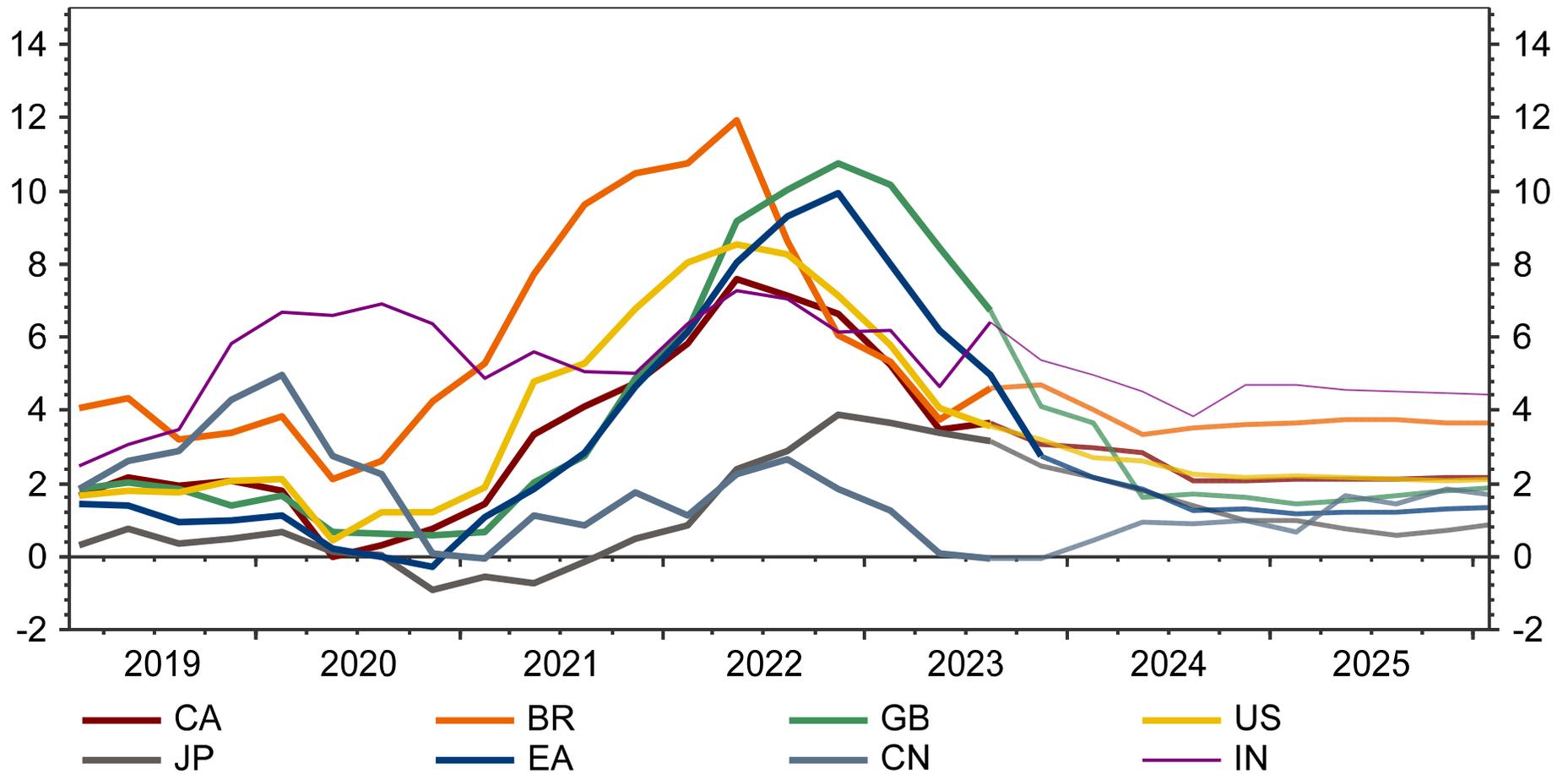
30 gennaio 2024

Le prospettive macroeconomiche globali in breve

- **I dati** sono stati migliori del previsto negli Stati Uniti, deboli ma in calo nell'Eurozona e in miglioramento in Cina.
- **Prospettive di crescita del PIL per il 2024:** crescita globale poco brillante, dovuta principalmente alle economie avanzate. Flussi commerciali internazionali fiacchi, ma in ripresa dal secondo semestre. Rischio di recessione: basso negli Stati Uniti, più rilevante (e immediate) in Europa.
- **Si prevede che l'inflazione diminuisca leggermente e in modo più contrastato nel corso del 2024**, per assestarsi intorno alla soglia del 2% entro il 2025; **l'inflazione sottostante**, ancora superiore agli obiettivi delle banche centrali, diminuirà gradualmente. I rischi principali sono orientati al rialzo: (1) shock dal lato dell'offerta nei mercati dell'energia; (2) dinamiche dei CLUP più forti del previsto, mercati del lavoro ancora tesi; (3) politica fiscale accomodante negli US.
- **Nel 2024, la Fed e la BCE inizieranno una fase di allentamento della politica monetaria, che potrebbe essere rapida.** Tuttavia, la riduzione dei portafogli titoli e il drenaggio della liquidità in eccesso continueranno.
- Il rischio di mancare l'obiettivo di inflazione anche nel 2025 implica più **cautela**. Due possibilità: (1) inizio più tardivo dei tagli, ma a un ritmo più veloce; (2) inizio più precoce, ma con tagli piccoli e distanziati.

Il processo di disinflazione fa grandi progressi...

CPI, media trimestrale, variazione % a/a



Fonte: Intesa Sanpaolo e Oxford Economics

...senza conseguenze disastrose per l'economia reale

Crescita annua del PIL (prezzi costanti)

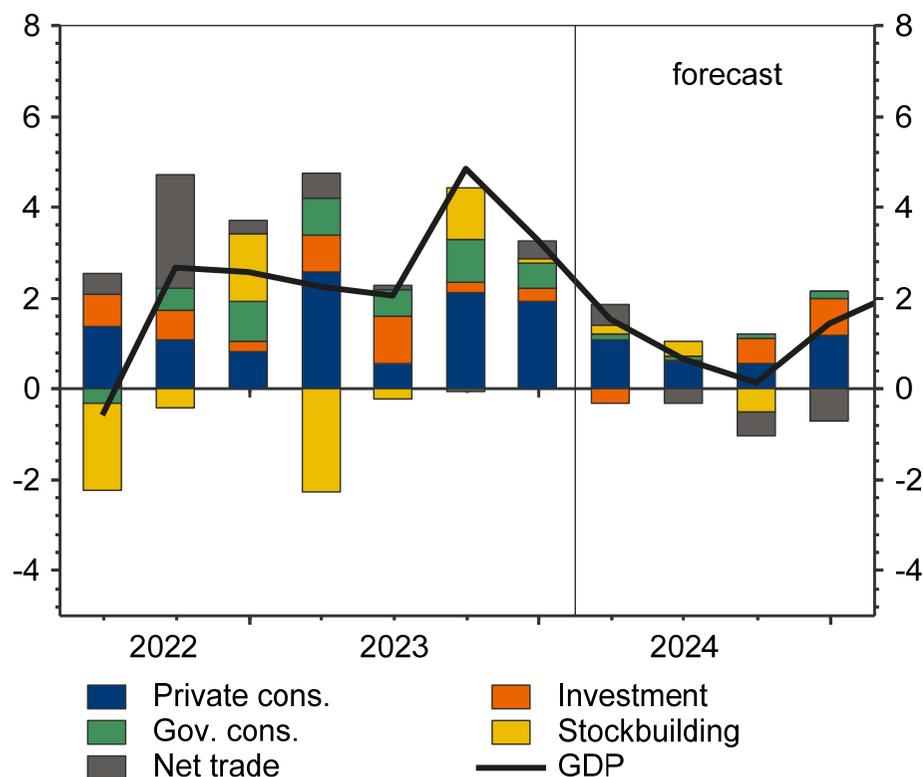
	2021	2022	2023	2024p	2025p
Stati Uniti	5.8	1.9	2.5	2.0	1.8
Area Euro	5.9	3.4	0.5	0.4	1.5
Germania	3.1	1.9	-0.1	0.2	1.5
Francia	6.4	2.5	0.9	0.7	1.6
Italia	8.3	3.9	0.7	0.7	1.2
Spagna	6.4	5.8	2.5	1.5	1.5
OPEC	4.2	5.6	1.8	3.0	3.2
Europa orientale	5.4	0.0	2.6	2.7	2.9
Turchia	11.4	5.6	2.6	2.3	1.9
Russia	4.7	-2.1	2.2	2.5	1.7
America Latina	7.7	4.1	2.4	1.5	2.6
Brasile	5.3	3.0	3.1	1.4	1.7
Giappone	2.7	0.9	2.0	0.9	1.3
Cina	8.5	3.0	5.3	4.7	5.0
India	8.9	6.7	6.9	5.8	6.8
Mondo	6.3	3.1	2.7	2.2	3.0

Nota: aggregato PPA in dollari costanti per OPEC, Europa dell'Est, America Latina; Mondo: prezzi costanti, dollari correnti. Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi.

Fonte: Previsioni di Intesa Sanpaolo - Analisi macroeconomica

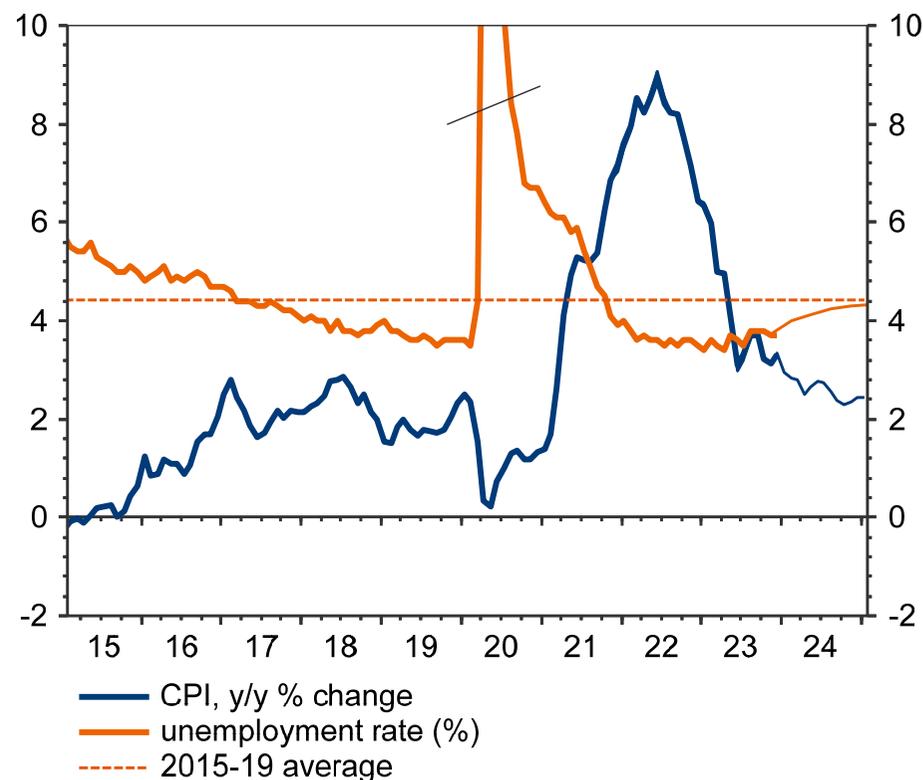
Negli Stati Uniti, l'inflazione diminuirà ulteriormente al prezzo di un piccolo aumento del tasso di disoccupazione

Prevediamo un rallentamento della crescita del PIL nel 2024: l'aumento dei tassi di interesse indebolirà gradualmente la domanda interna...



Fonte: BEA e proiezioni di Intesa Sanpaolo:

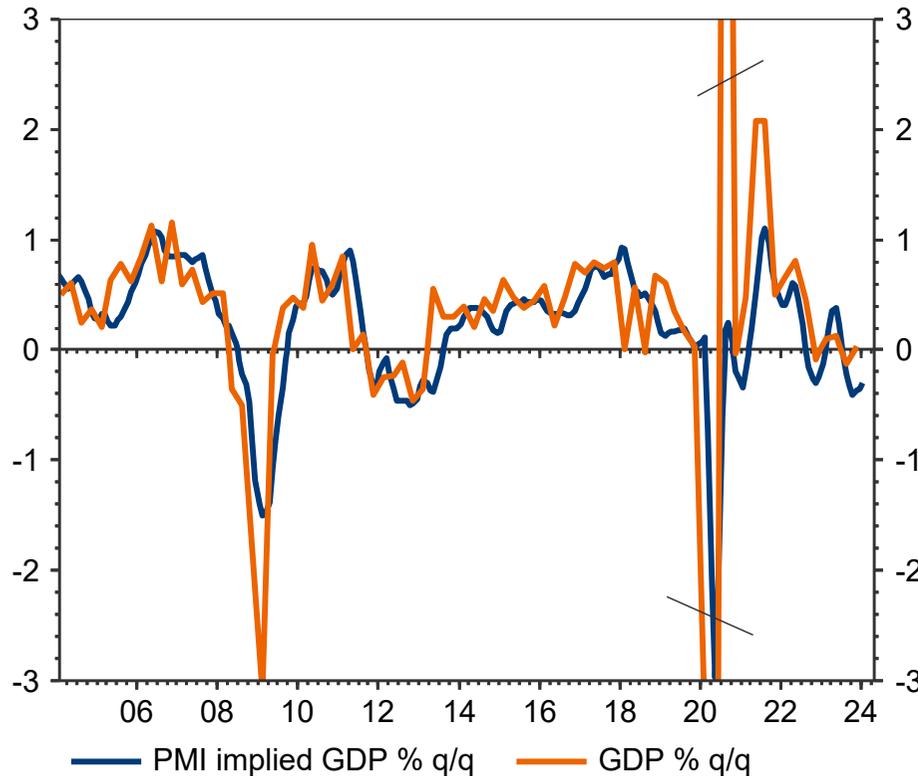
... causando un piccolo aumento del tasso di disoccupazione. L'inflazione diminuirà ulteriormente, ma lentamente



Fonte: BLS e proiezioni di Intesa Sanpaolo

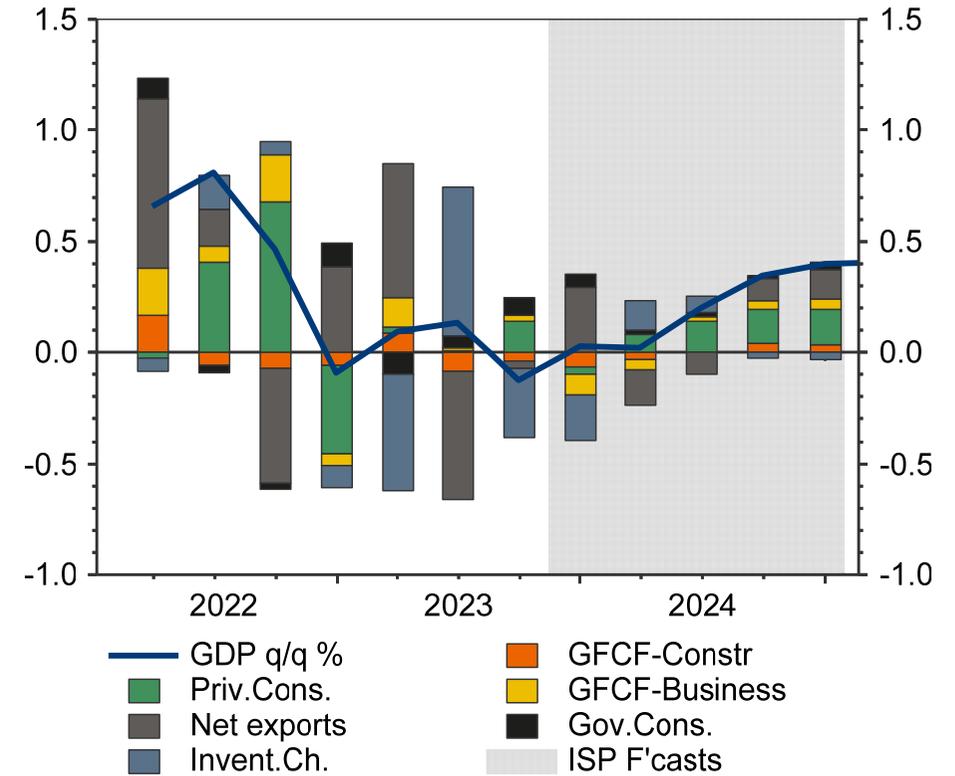
Nell'Eurozona, il PIL si riprenderà gradualmente - ma prevalgono i rischi al ribasso 5

I dati reali hanno deluso in ottobre. Primi segnali che il ciclo sta toccando il fondo, ma ancora troppo timidi.



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

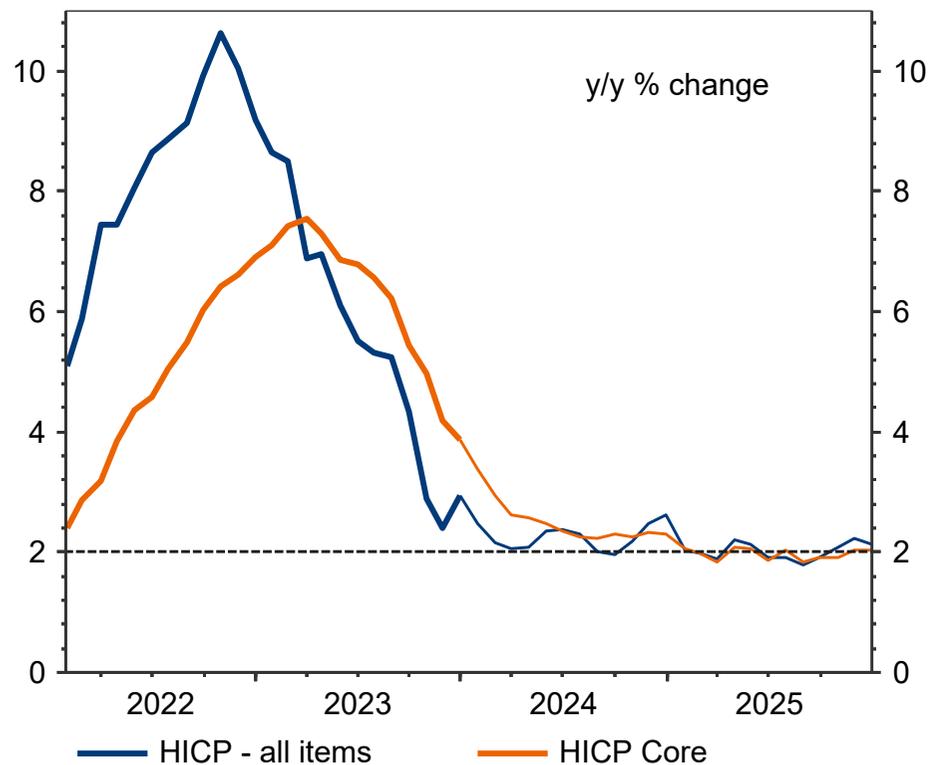
Il PIL è rimasto invariato nel 4° trimestre 2023. Crescita probabilmente all'incirca stagnante anche nel 1° trimestre 2024.



Fonte: Previsioni di Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

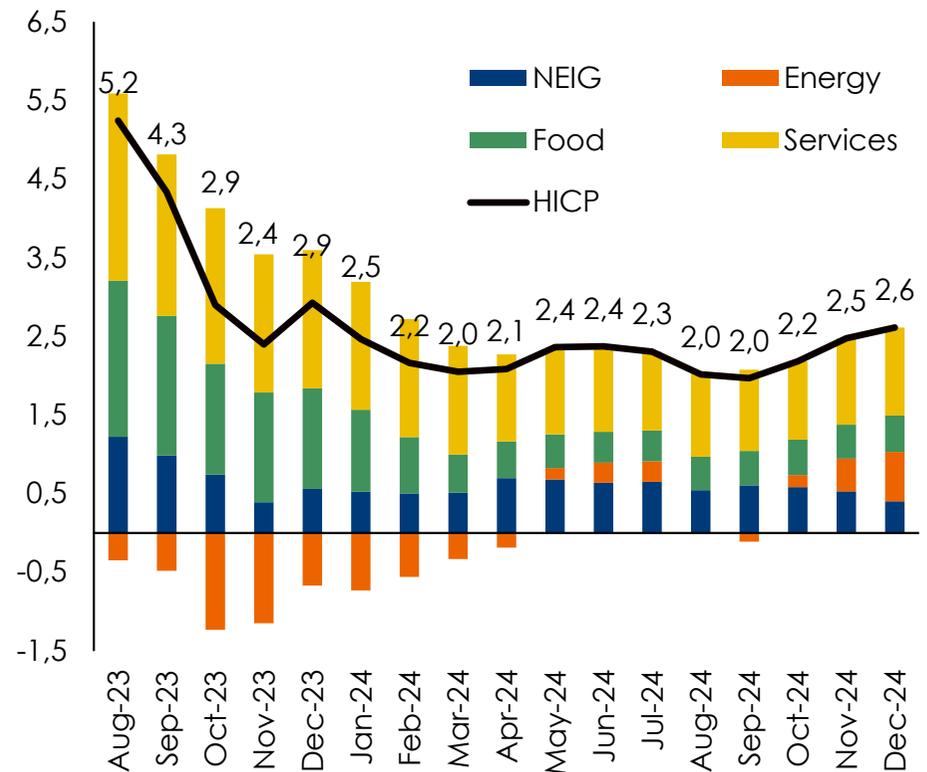
Inflazione: il 2% è vicino, ma non siamo ancora al traguardo

Vediamo un'inflazione headline a 2,6% e un core a 2,3% a fine 2024. Entrambi gli indici torneranno al 2% in media d'anno nel 2025



Fonte: previsioni di Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

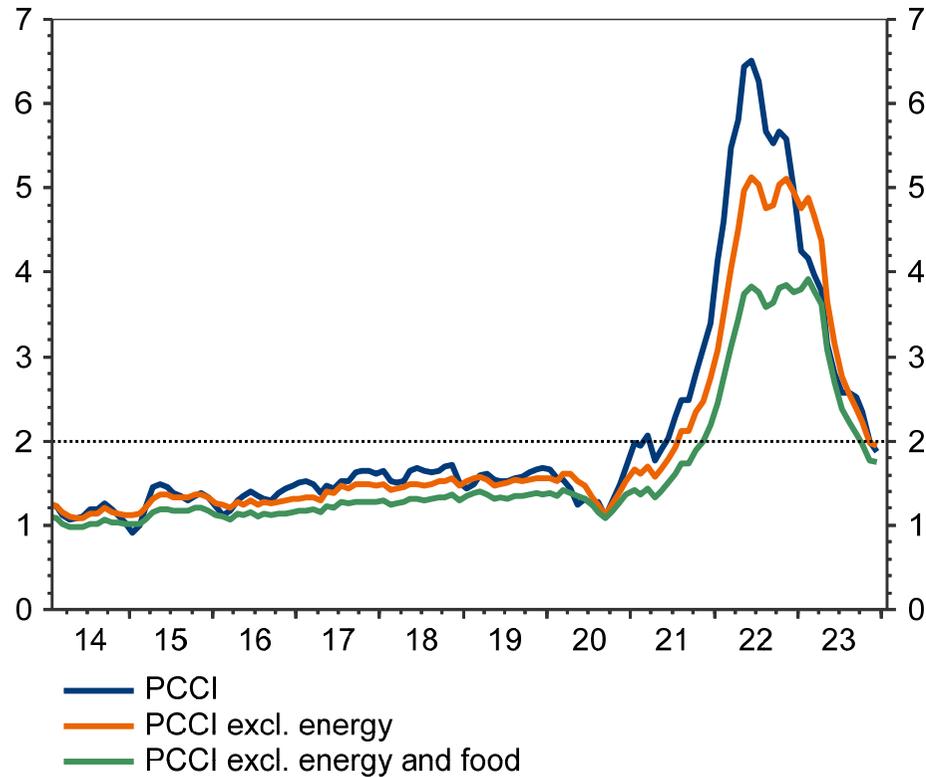
I servizi diventeranno il principale motore dell'inflazione nel 2024



Fonte: previsioni di Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

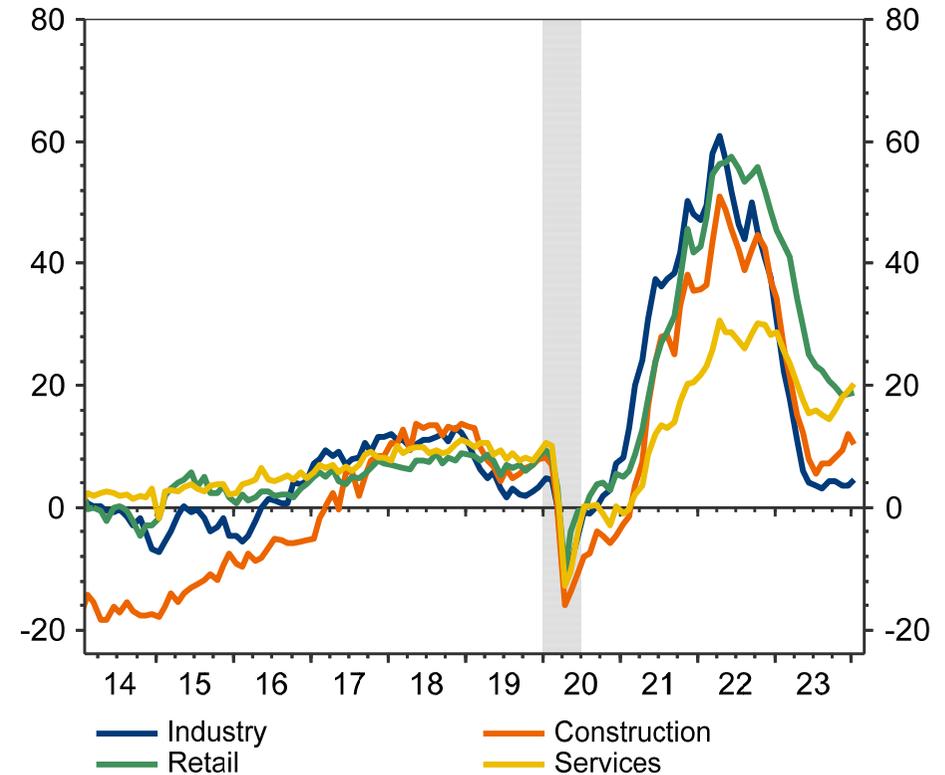
Il calo dell'inflazione non sembra affatto un falso segnale, come suggeriscono le misure sottostanti...

Le misure dell'inflazione sottostante come il PCCI sono tornate a livelli normali



Fonte: BCE, LSEG Datastream

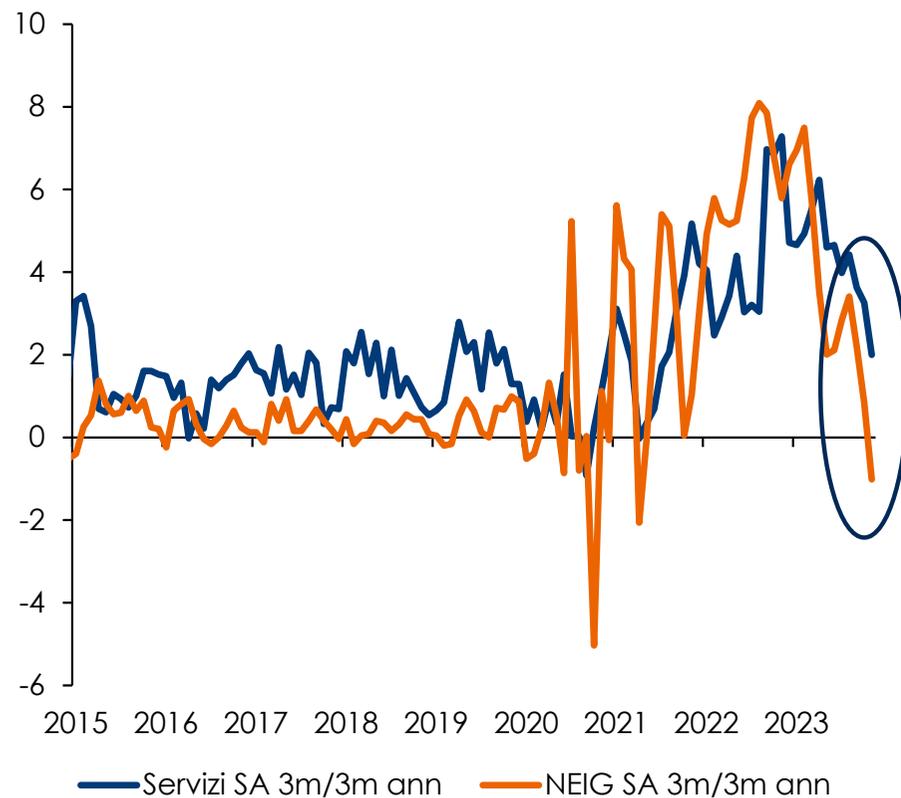
Le intenzioni di prezzo sono tornate alla normalità nell'industria e nell'edilizia, non ancora nel commercio al dettaglio e nei servizi.



Fonte: Commissione europea, sondaggi sulla fiducia delle imprese.

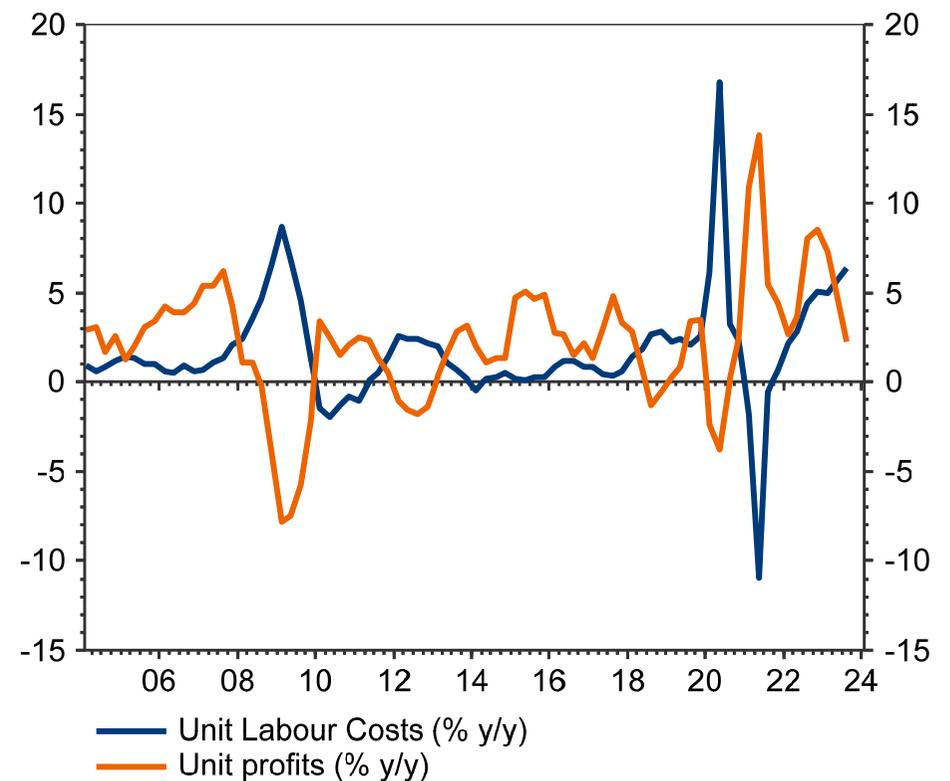
...ma l'inflazione nei servizi potrebbe rivelarsi più resistente a causa dell'aumento del costo del lavoro

I dati destagionalizzati suggeriscono che le pressioni sui prezzi core stanno perdendo slancio, ma rimangono elevate nei servizi.



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, BCE

Il rapporto tra costo del lavoro e profitti rimarrà sotto i riflettori



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

Area euro: sintesi delle previsioni

	2023	2024f	2025f	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2024
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
GDP (constant prices, y/y)	0.5	0.4	1.5	2.5	1.9	1.3	0.6	0.0	0.1	0.1	0.1	0.6	1.0
- q/q change				0.5	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
Private consumption	0.5	0.7	1.6	1.3	-0.8	0.1	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
Fixed investment	0.7	0.0	2.1	1.3	-0.4	0.4	-0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.3	0.5	0.5
Government consumption	0.2	0.7	0.6	-0.1	0.5	-0.5	0.2	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
Export	-0.8	0.3	2.8	1.3	-0.3	-0.4	-1.1	-1.2	0.5	0.2	0.2	0.7	0.7
Import	-1.5	0.5	2.1	2.5	-1.1	-1.7	0.0	-1.2	-0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
Stockbuilding (% contr. to GDP)	-0.2	0.0	-0.3	0.1	-0.1	-0.5	0.7	-0.3	-0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
Current account (% of GDP)	1.5	1.8	2.2										
Deficit (% of GDP)	-3.1	-2.9	-2.4										
Debt (% of GDP)	90.0	89.7	89.5										
HICP (y/y)	5.4	2.3	2.0	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	2.7	2.2	2.3	2.1	2.4
Industrial production (y/y)	-2.9	-0.5	2.4	3.3	2.2	0.3	-1.2	-4.7	-5.9	-3.6	-1.5	0.6	2.5
Unemployment (%)	6.5	7.0	6.8	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.5	6.8	7.1	7.1	6.9
3-month Euribor	3.43	3.70	2.73	0.48	1.77	2.63	3.36	3.78	3.96	3.90	3.78	3.64	3.46

Fonte: Previsioni di Intesa Sanpaolo

 **Perché la crescita del PIL dovrebbe migliorare nell'area dell'euro?**

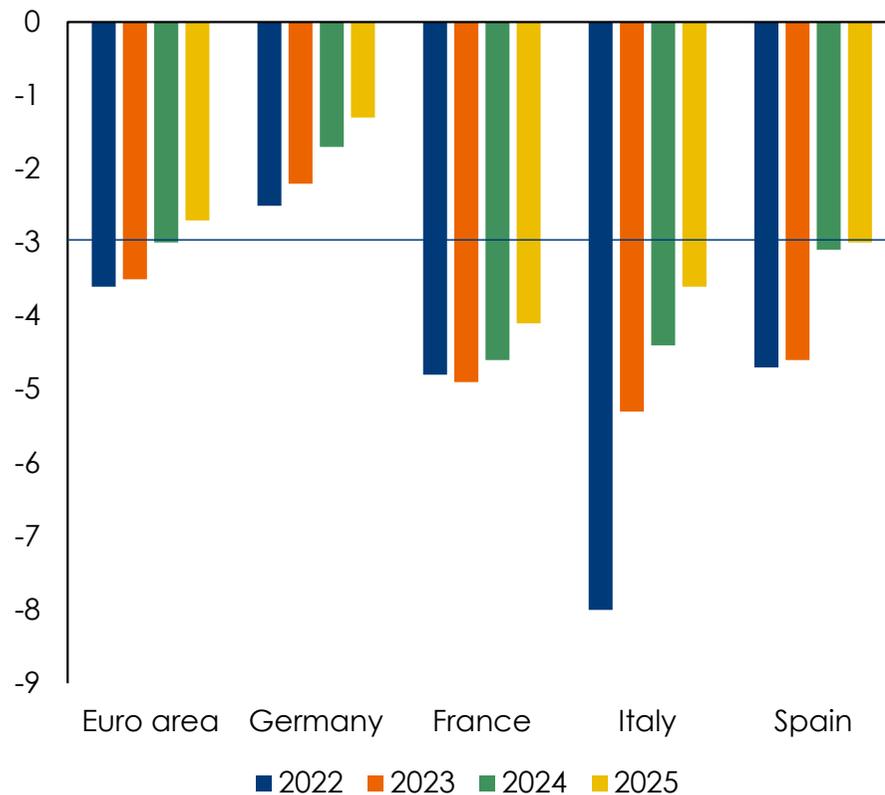
 Quanto è rilevante il rischio di battute d'arresto nella fase di disinflazione?

 Quanto velocemente può/deve essere allentata la politica monetaria nel 2024?

 La migliore performance di crescita economica dell'Italia: è sostenuta solo da fattori temporanei o sono in gioco anche fattori strutturali?

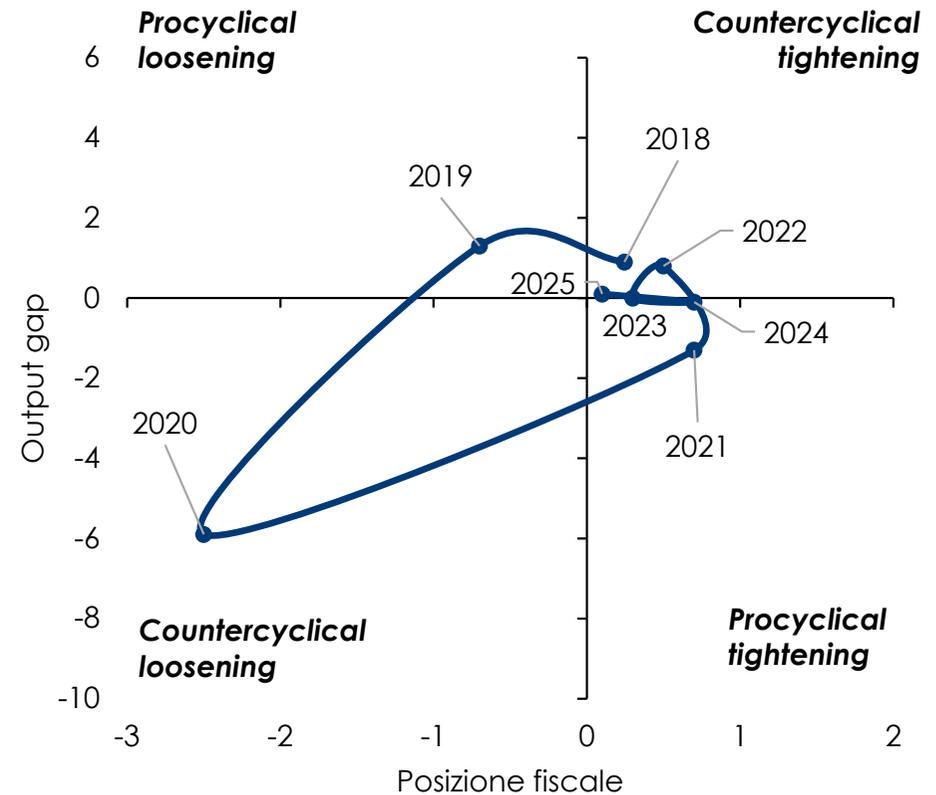
La domanda interna sarà meno sostenuta dalla politica fiscale...

I deficit di bilancio si ridurranno, ma probabilmente resteranno al di sopra del 3% del PIL nei prossimi anni (non in Germania).



Fonte: Previsioni di Intesa Sanpaolo

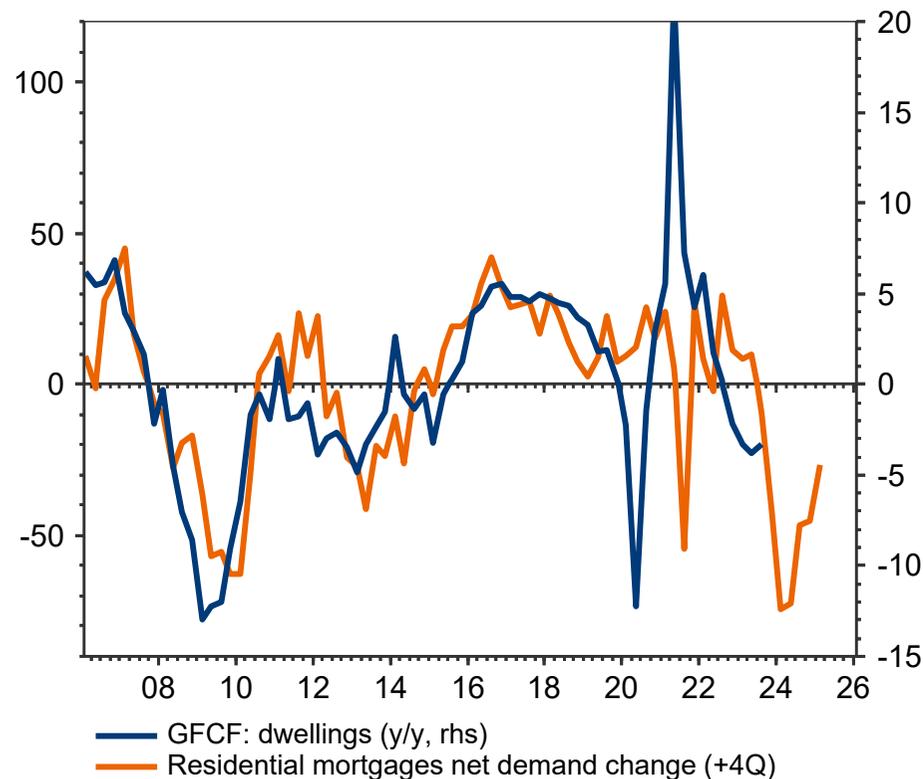
La politica fiscale sarà moderatamente restrittiva nel 2024, per poi tornare neutrale nel 2025.



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, BCE

...e la passata stretta monetaria potrebbe frenare ulteriormente le componenti sensibili della domanda

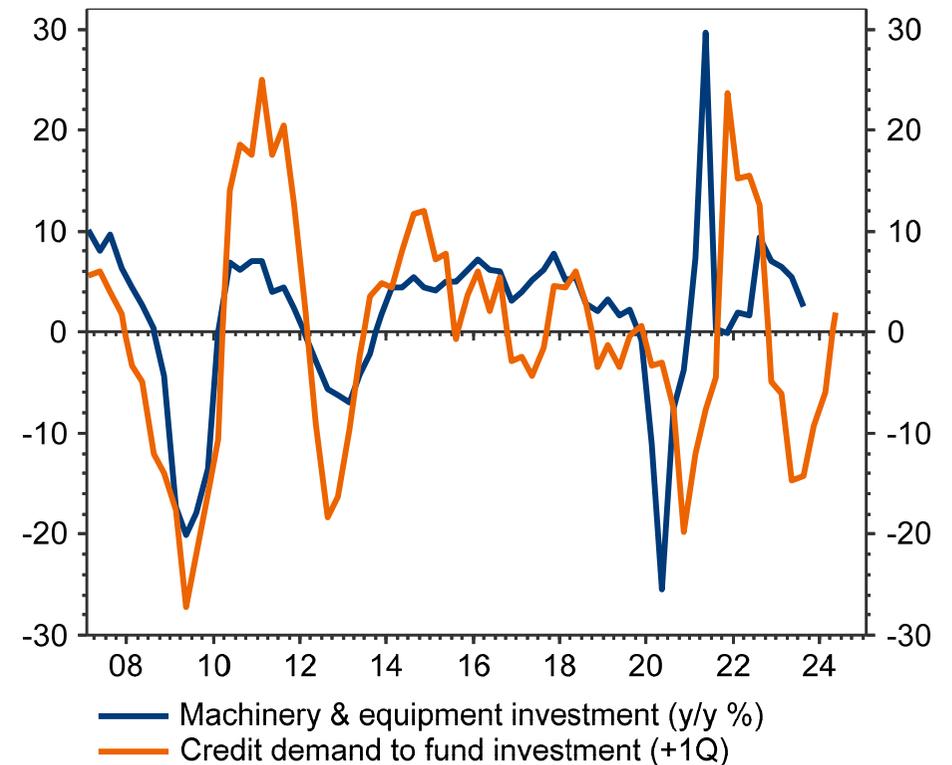
Costruzioni: la correzione deve ancora essere completata



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

Le condizioni finanziarie più rigide influenzeranno anche la CapEx

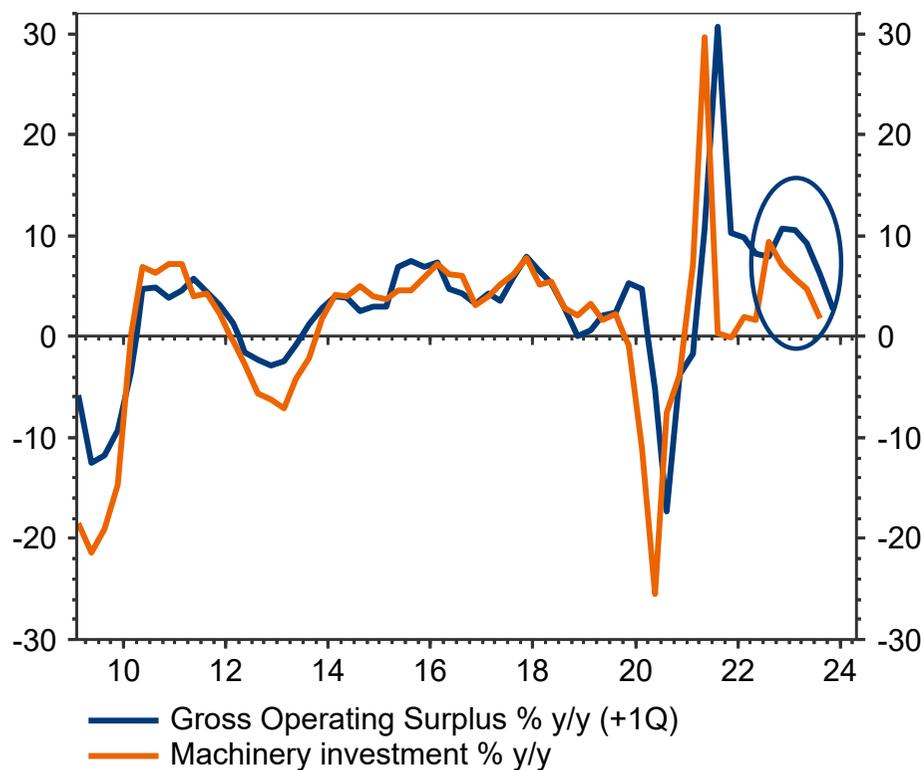
(sebbene la transizione digitale e verde possa ridurre la ciclicità degli investimenti).



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

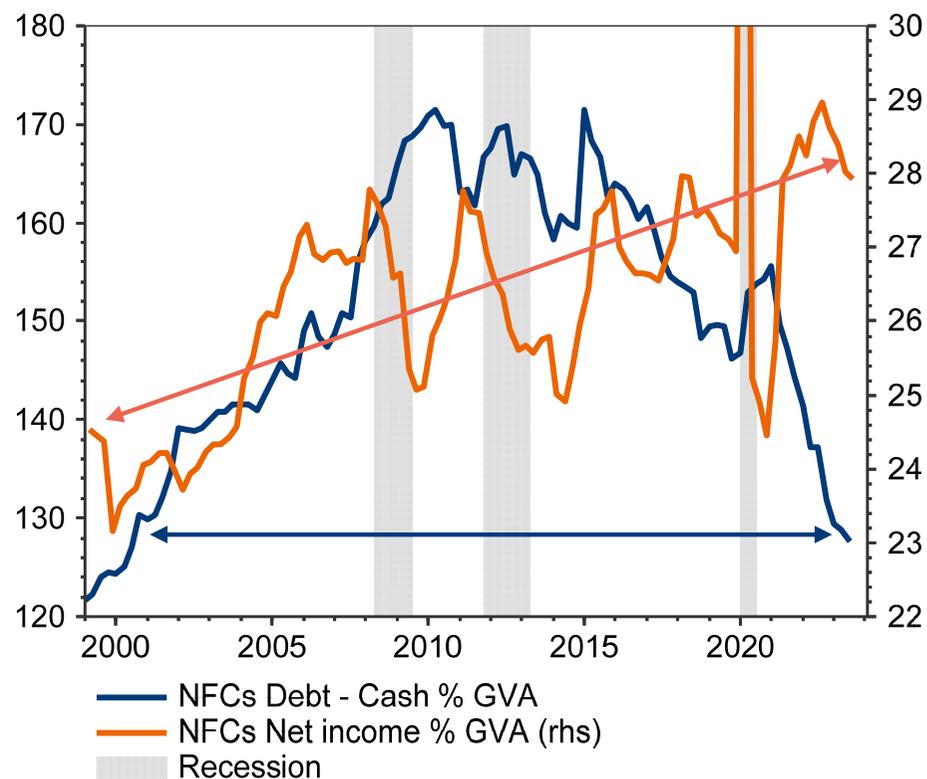
L'autofinanziamento continuerà a sostenere la spesa privata in conto capitale?

La redditività può spiegare in parte la resilienza degli investimenti delle imprese nel 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

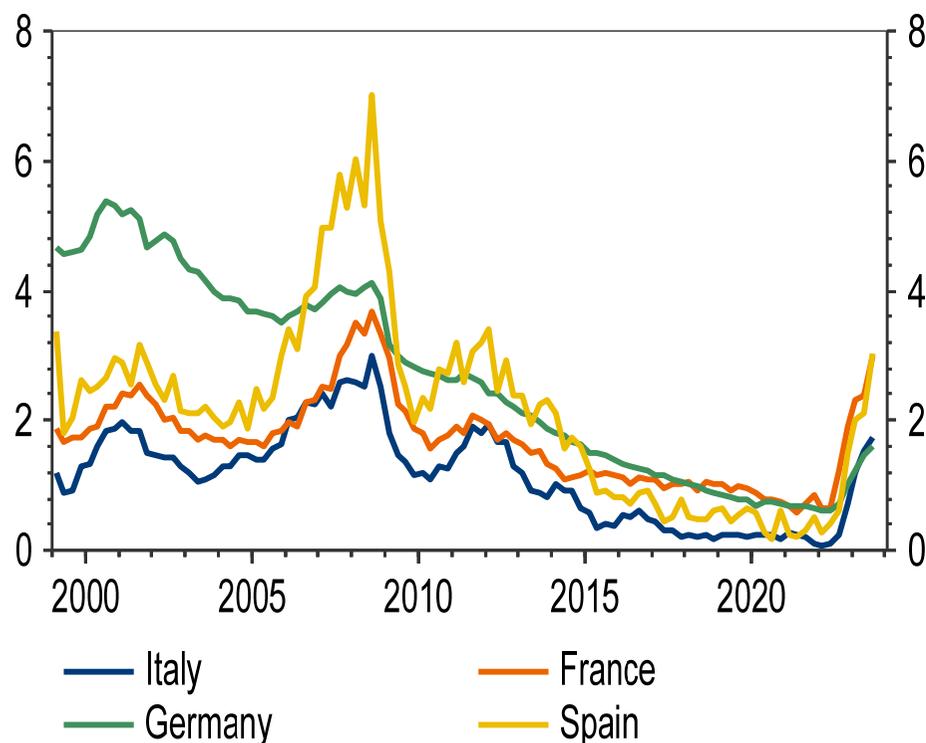
Inoltre, le imprese hanno forti riserve di liquidità, sono meno indebitate rispetto al passato e, in media, sono ancora redditizie



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, BCE

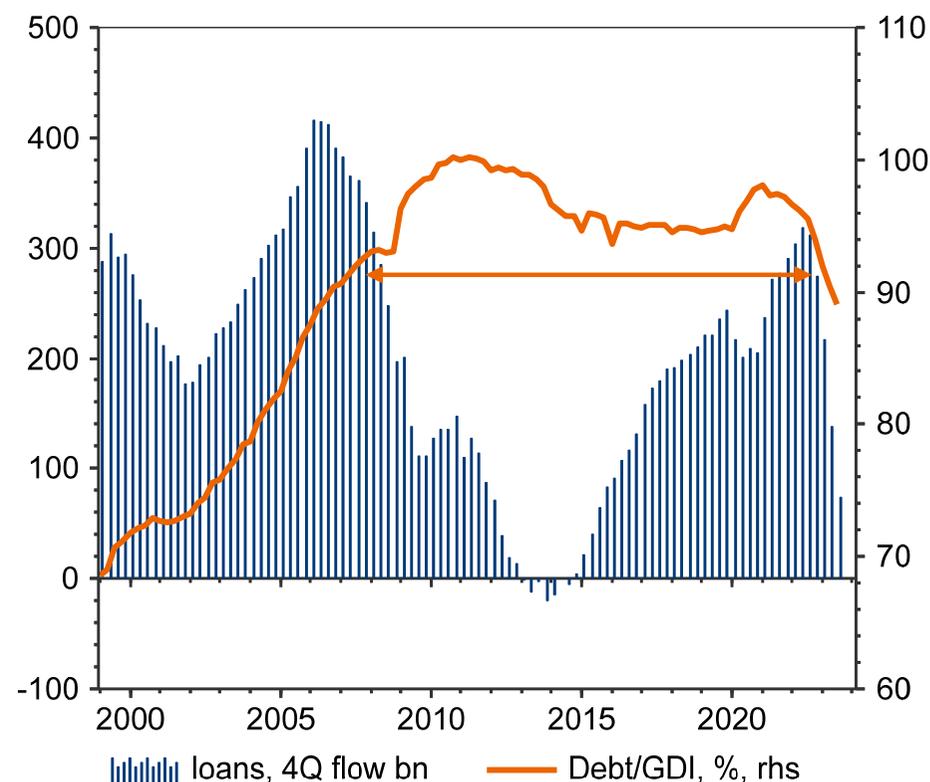
I bilanci delle famiglie sono più solidi rispetto al passato

Gli interessi sul debito sono aumentati molto, ma rimangono inferiori ai livelli del 2009
(% reddito disponibile)



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, BCE

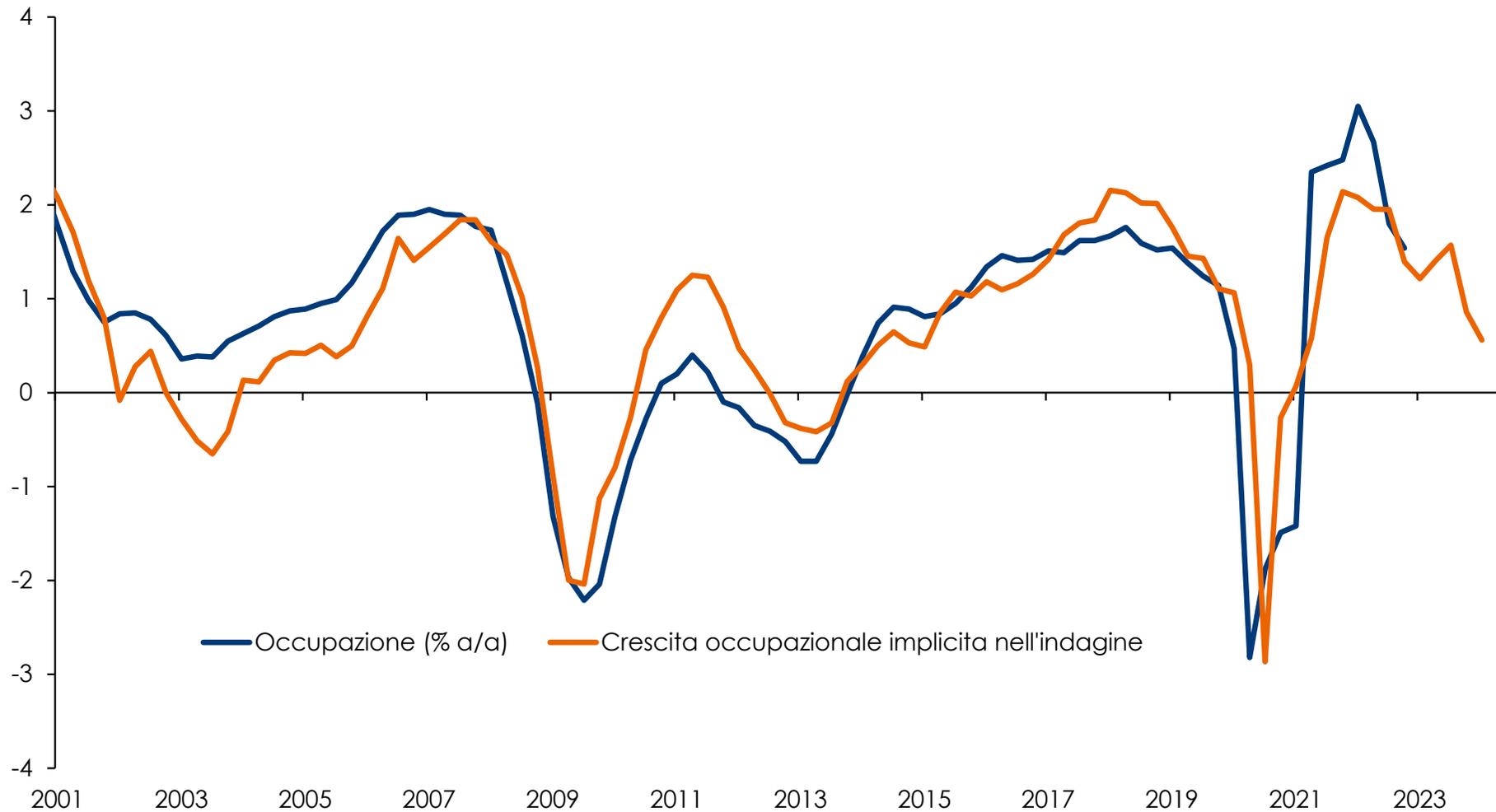
L'indebitamento delle famiglie in % del reddito disponibile è al livello più basso dal 2006



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, BCE

La domanda di lavoro sta rallentando...

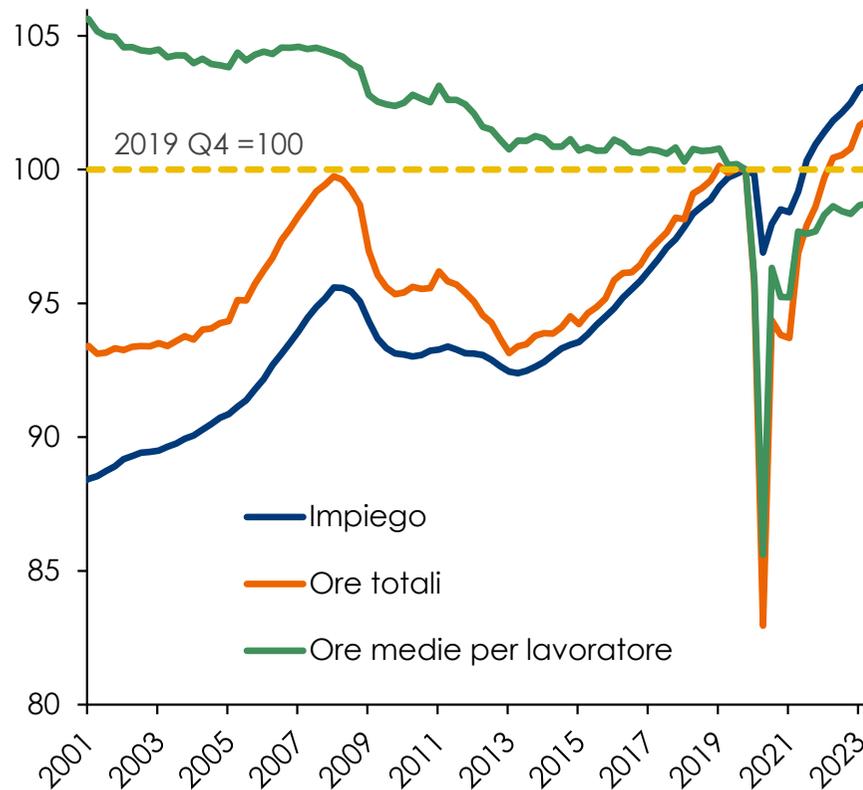
Le intenzioni di assunzione sono coerenti con una crescita dell'occupazione prossima allo zero all'inizio dell'anno.



Fonte: calcoli di Intesa Sanpaolo: Calcoli di Intesa Sanpaolo, Eurostat, Commissione UE DG Ecofin, dati di S&P Global.

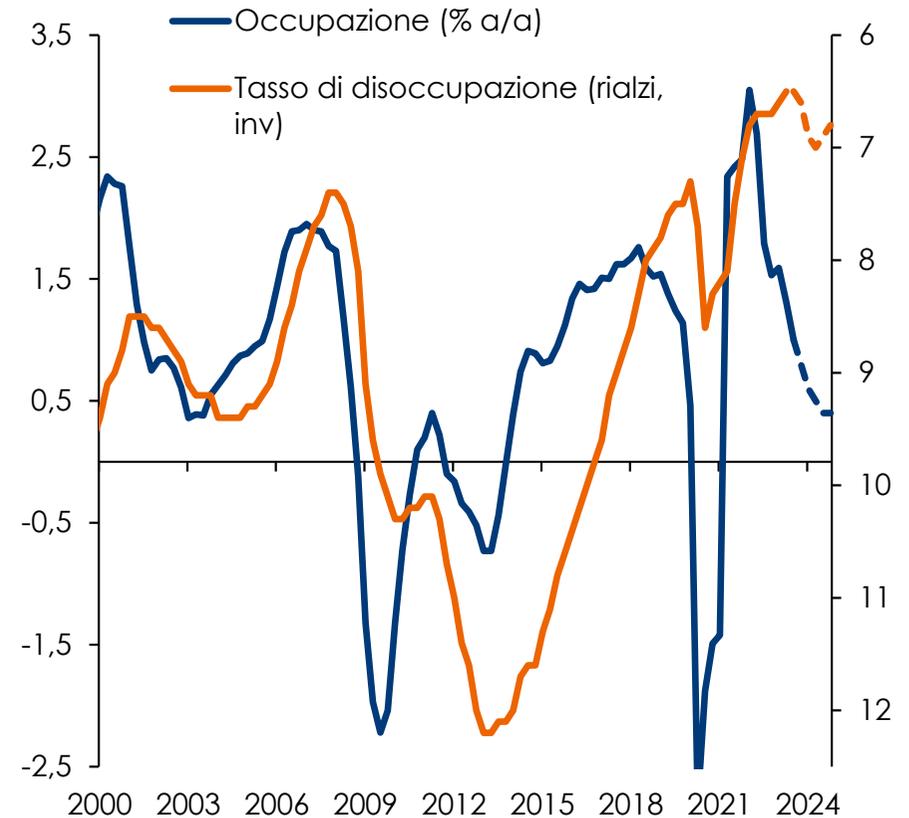
...ma la scarsità di manodopera qualificata sosterrà l'occupazione

Ci sono più persone occupate, ma in media lavorano meno ore.



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, Eurostat

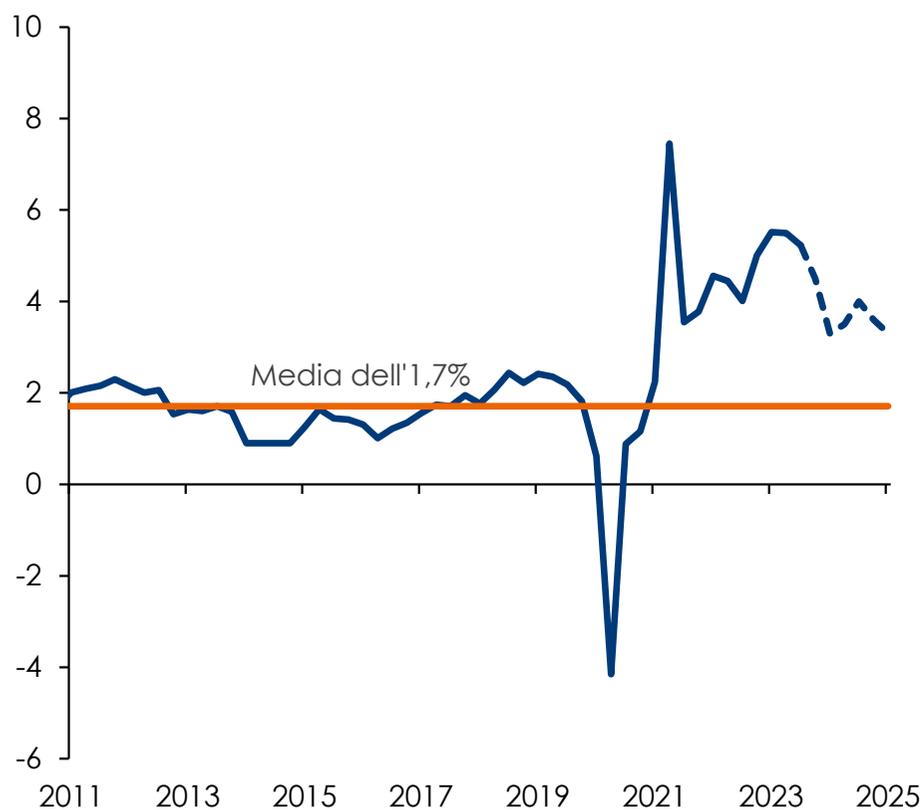
La crescita dell'occupazione rallenterà nei prossimi trimestri e il tasso di disoccupazione aumenterà solo moderatamente.



Fonte: Previsioni di Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

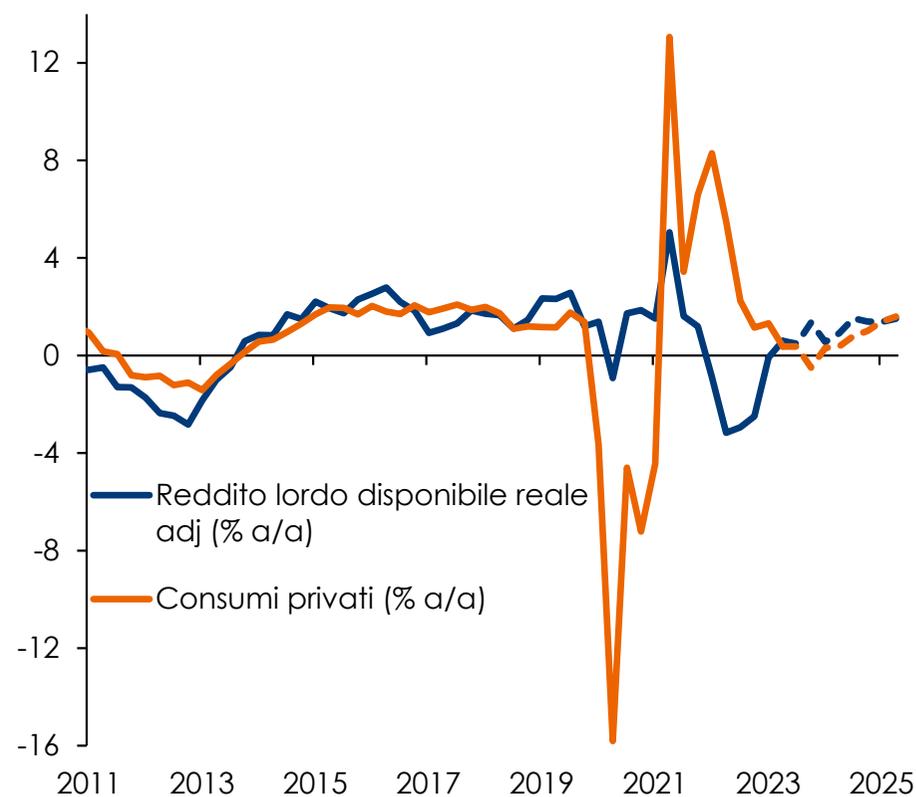
L'aumento dei redditi reali sosterrà la ripresa

La crescita delle retribuzioni (% a/a) potrebbe aver superato il picco, ma rimarrà al di sopra della media nel 2024-25.



Fonte: Previsioni di Intesa Sanpaolo, dati BCE

Il calo dell'inflazione e la crescita salariale ancora robusta dovrebbero consentire il recupero del potere d'acquisto perduto

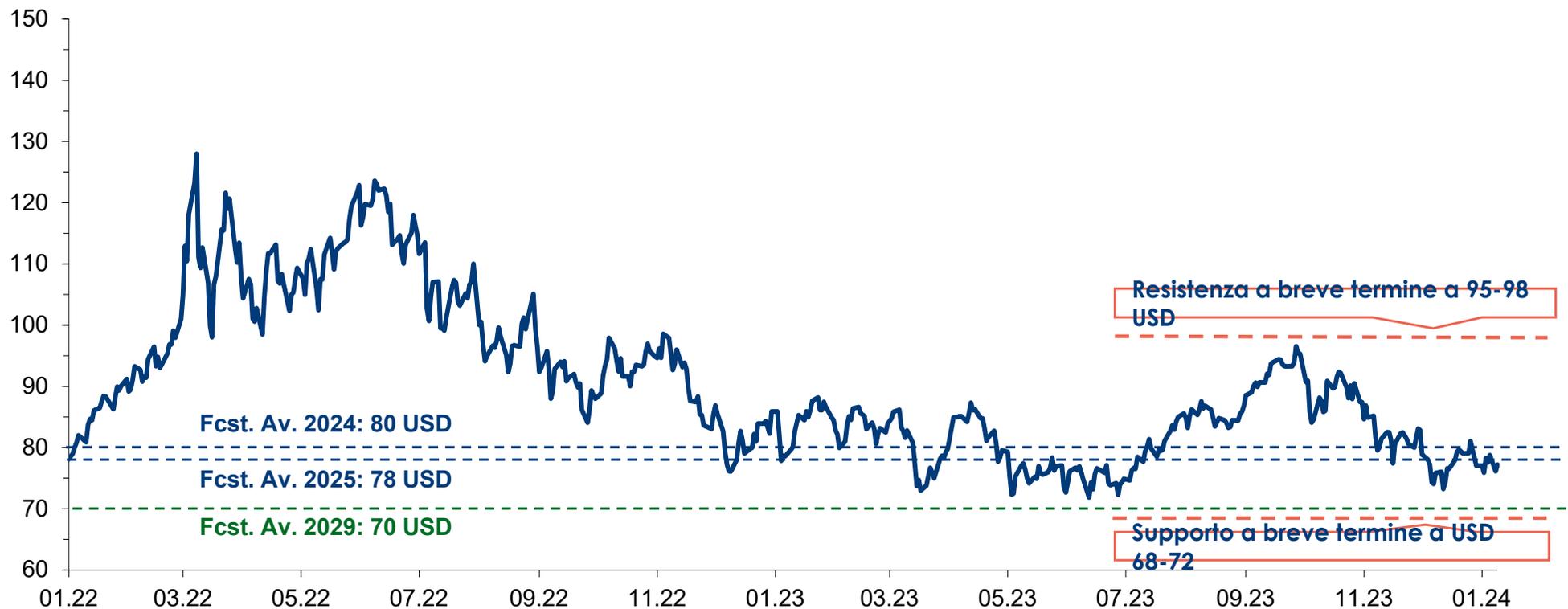


Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat e BCE

- ➔ Perché la crescita del PIL dovrebbe migliorare nell'area dell'euro?
- ➔ **Quanto è rilevante il rischio di battute d'arresto nella fase di disinflazione?**
- ➔ Quanto velocemente può/deve essere allentata la politica monetaria nel 2024?
- ➔ La migliore performance di crescita economica dell'Italia: è sostenuta solo da fattori temporanei o sono in gioco anche fattori strutturali?

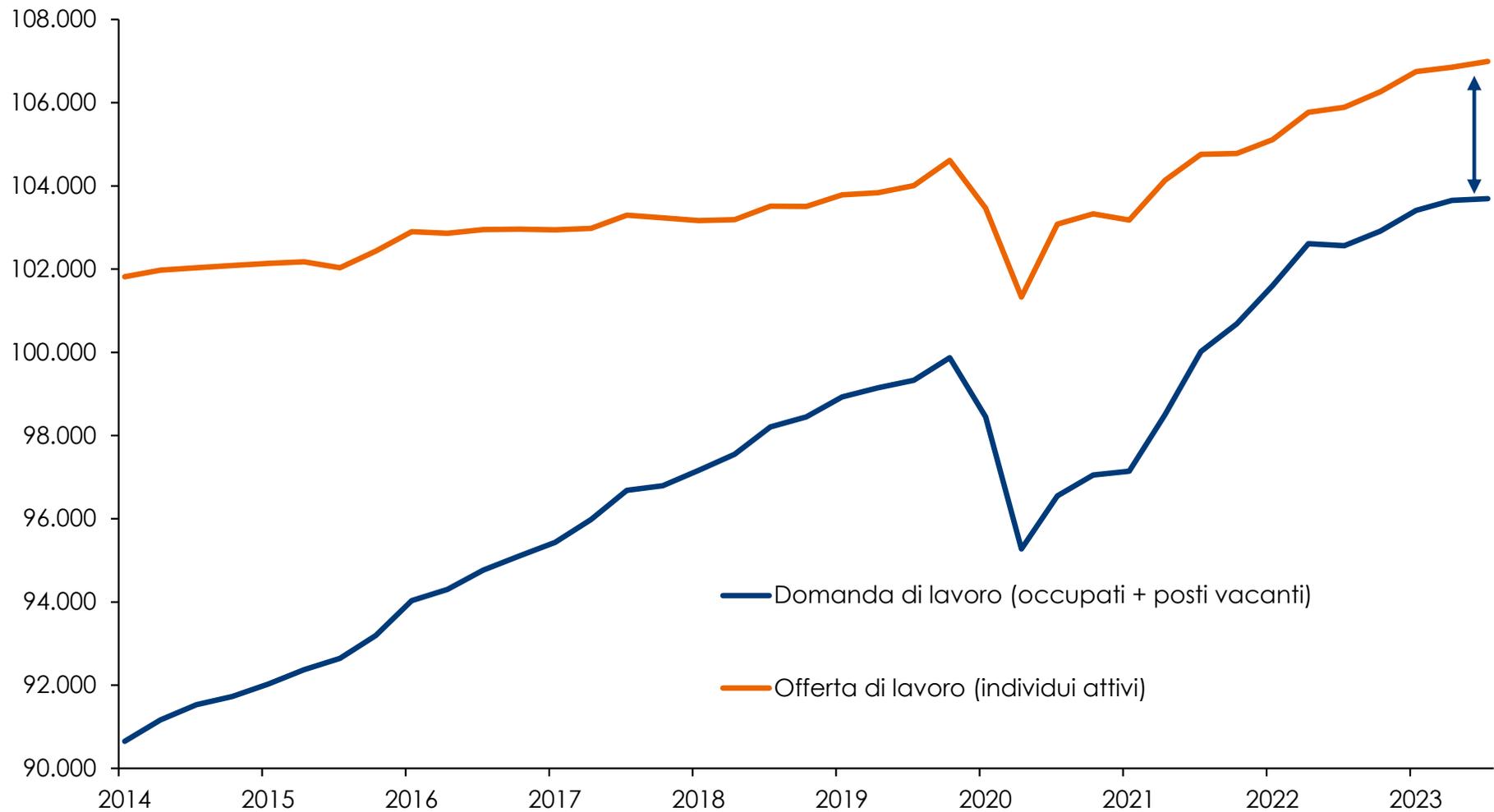
Rischi di inflazione: (1) lo scenario di base non include shock sfavorevoli all'equilibrio del mercato del petrolio

Prezzo del petrolio, greggio Brent, US\$/bbl



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

(2) Il mercato del lavoro rimarrà strutturalmente teso, poiché il bacino di lavoratori disponibili si sta riducendo in Europa (e negli Stati Uniti)



Nota: migliaia, i dati relativi a Italia, Francia ed Estonia non sono disponibili. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

(3) Rischi connessi alla politica economica negli Stati Uniti

Una nuova amministrazione Trump può essere un fattore inflazionistico su vari fronti:

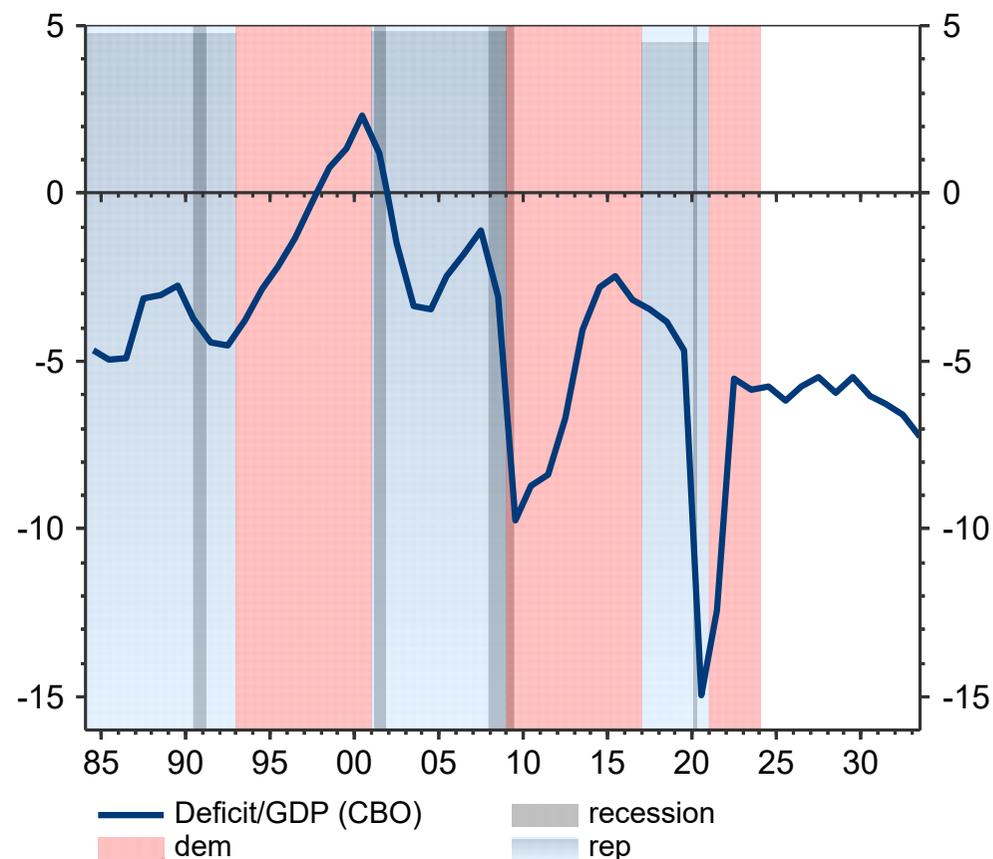
■ **Commercio:** ritiro degli Stati Uniti dal WTO, nuove tariffe sulle importazioni da Paesi diversi dalla Cina. Maggiore frammentazione. L'impatto sull'inflazione non è chiaro, ma è più probabile che sia in aumento.

■ **Politiche climatiche:** gli Stati Uniti probabilmente abbandonerebbero tutti gli sforzi di mitigazione e decarbonizzazione.

■ **Politica fiscale:** dipenderà dal fatto che si trovi di fronte a un Congresso amichevole o diviso, ma ci aspettiamo poco controllo sul fronte fiscale.

■ **Immigrazione:** un ulteriore freno all'immigrazione accrescerà le tensioni sul mercato del lavoro.

Il deficit federale è aumentato durante la precedente amministrazione Trump, anche prima della pandemia.

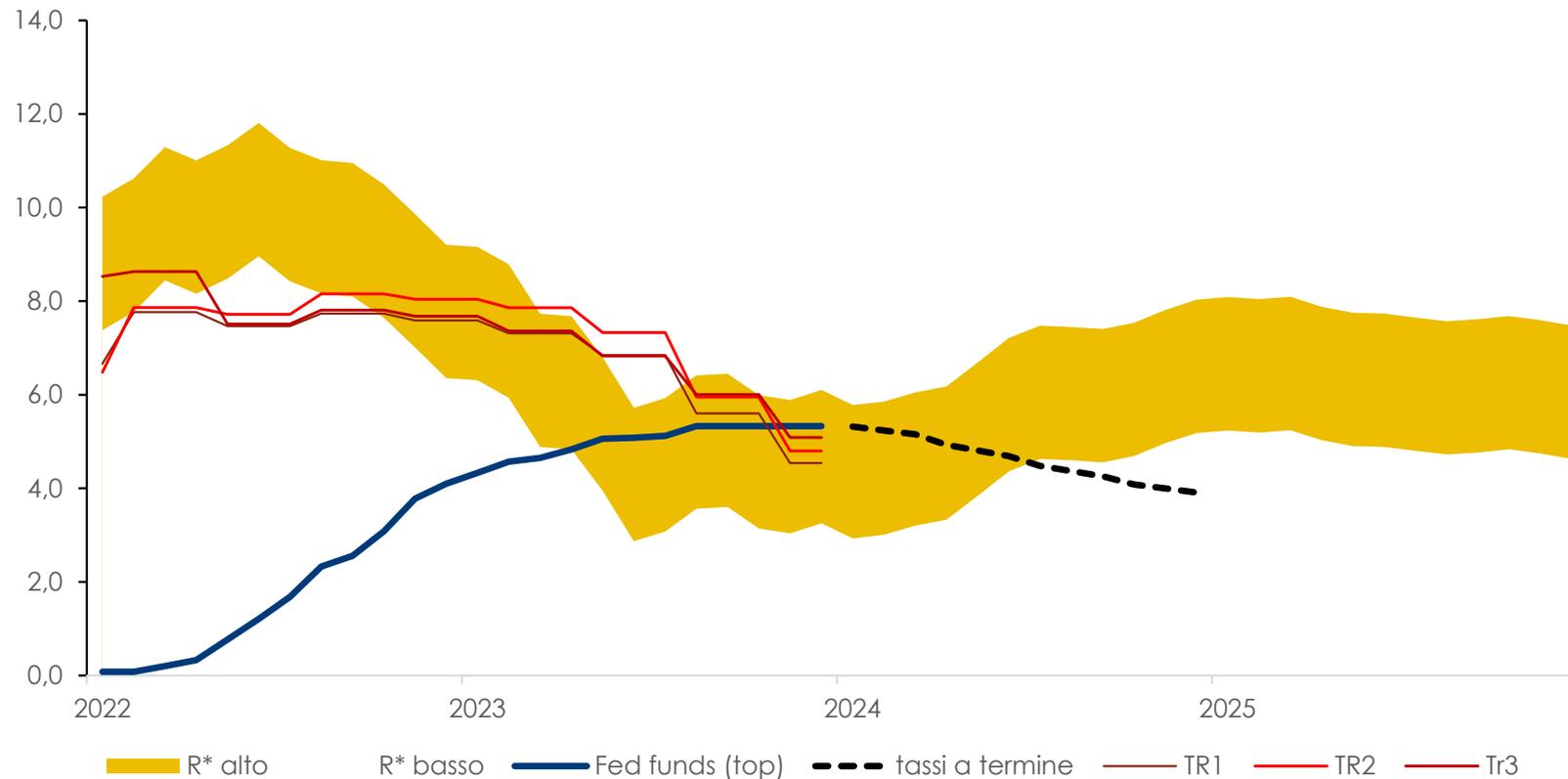


Fonte: LSEG, CBO: LSEG, CBO. Dati in % del PIL. Le aree in tonalità rossa e blu mostrano il partito del Presidente in carica; le aree più scure sono le recessioni secondo la cronologia NBER.

- Perché la crescita del PIL dovrebbe migliorare nell'area dell'euro?
- Quanto è rilevante il rischio di battute d'arresto nella fase di disinflazione?
- **Quanto velocemente può/deve essere allentata la politica monetaria nel 2024?**
- La migliore performance di crescita economica dell'Italia: è sostenuta solo da fattori temporanei o sono in gioco anche fattori strutturali?

Non siamo convinti che l'allentamento della politica sia urgente negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti, i tassi di policy non superano l'intervallo stimato da R^* e sono solo leggermente superiori ai livelli suggeriti dalle regole di Taylor standard (e questo dopo un lungo periodo di politica monetaria eccessivamente accomodante).

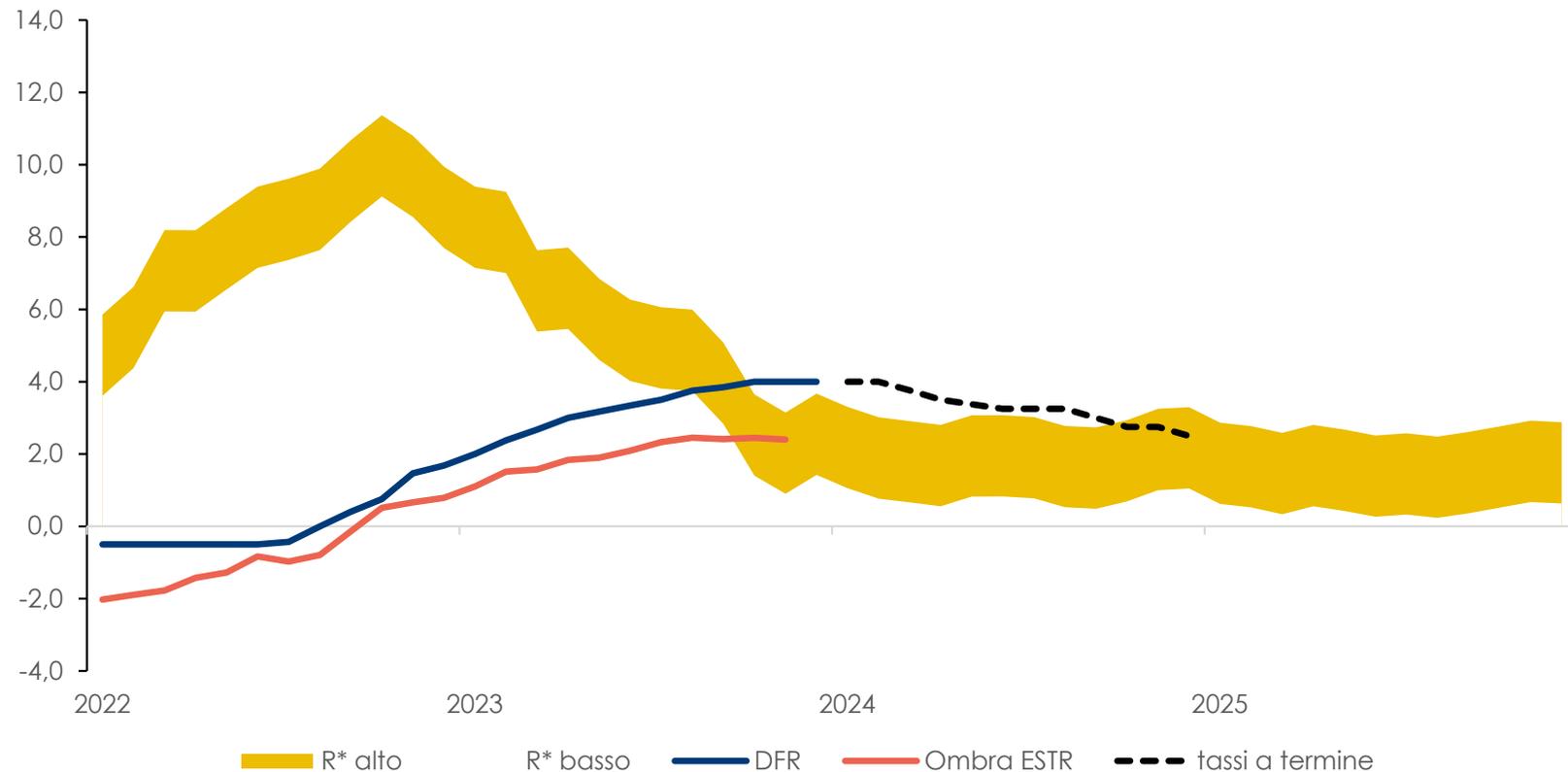


Nota: il range di stima per R^* è calcolato considerando l'intervallo di confidenza nel Capitolo 2 del WEO del FMI (aprile 2023) e aggiungendo l'inflazione prevista. TR1 = Regola di Taylor con gap del tasso di disoccupazione (FOMC), Inflazione Core PCE (4Q); TR2 stesso con gap del tasso di disoccupazione e inflazione da SPF; TR3 idem con output gap CBO e inflazione da SPF. TR1, TR2 e TR3 derivano dal calcolatore della regola di Taylor della Fed di Atlanta e ipotizzando un maggiore smoothing dei tassi di interesse.

Fonte: elaborazioni di Intesa Sanpaolo, FMI (WEO - aprile 2023) e Federal Reserve Bank of Atlanta (calcolatore Taylor Rule)

I tassi forward della BCE sono ragionevoli, a prima vista...

... ma il programma ereditato e gli sviluppi del mercato determinano un grado di restrizione effettiva molto inferiore a quello implicito nel livello del DFR. Pertanto, non c'è un motivo convincente per affrettare il taglio dei tassi ufficiali, anche se il caso è più forte che negli Stati Uniti.

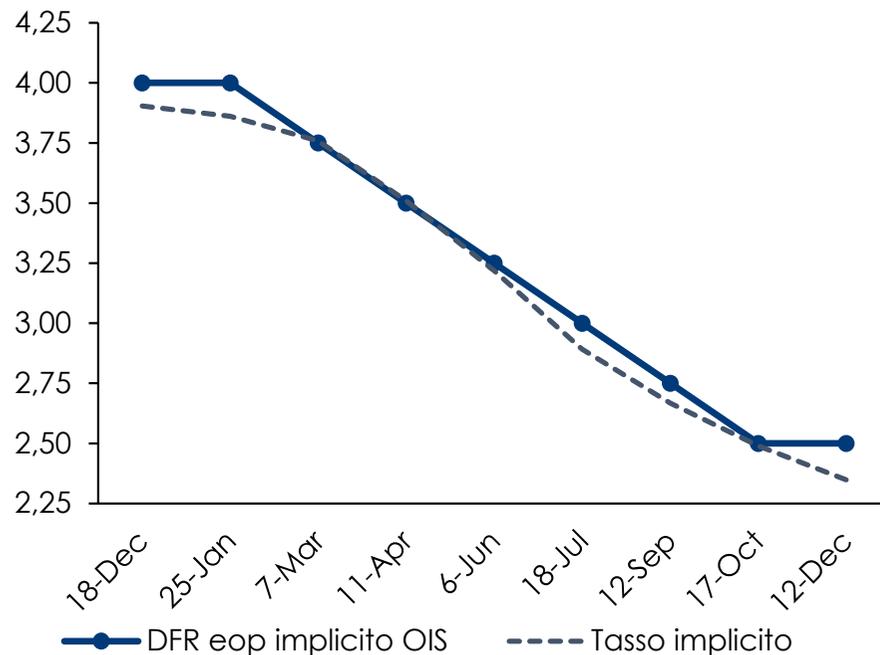


Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo. Note: tassi a termine al 9 gennaio. L'area ombreggiata indica l'intervallo di confidenza per R* nominale, calcolato sulla base delle stime in Brand, Bielecki, Penalver (2018), chart 6, e aggiungendo l'inflazione prevista. Tassi forward del 9 gennaio. Tasso ombra ESTR calcolato sulla base del nostro modello interno.

BCE: il primo taglio potrebbe arrivare a metà del 2024

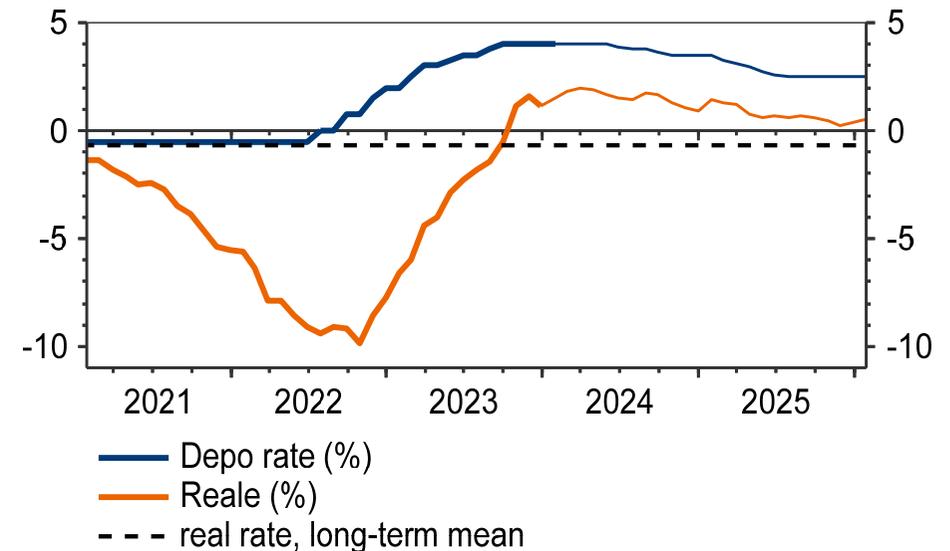
La BCE ha indicato che mantenere il DFR al 4% **a lungo** potrebbe **essere** sufficiente per raggiungere l'obiettivo di inflazione nel 2025. Ciò potrebbe significare fino a giugno/luglio, se lo scenario di base è corretto. Due percorsi possibili: (1) inizio più tardivo dei tagli, ma ad un ritmo più veloce; (2) inizio più precoce, ma con tagli piccoli e distanziati.

I mercati scontano tagli dei tassi ufficiali della BCE a partire da marzo 2024 per un totale di 150 punti base.



Nota: il DFR implicito è stimato ipotizzando uno spread ESTR invariato, arrotondando ai 25 pb più vicini. Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG; Intesa Sanpaolo, LSEG

Nel nostro scenario di base, i tassi vengono tagliati gradualmente per stabilizzarsi prima e poi per diminuire i tassi reali.

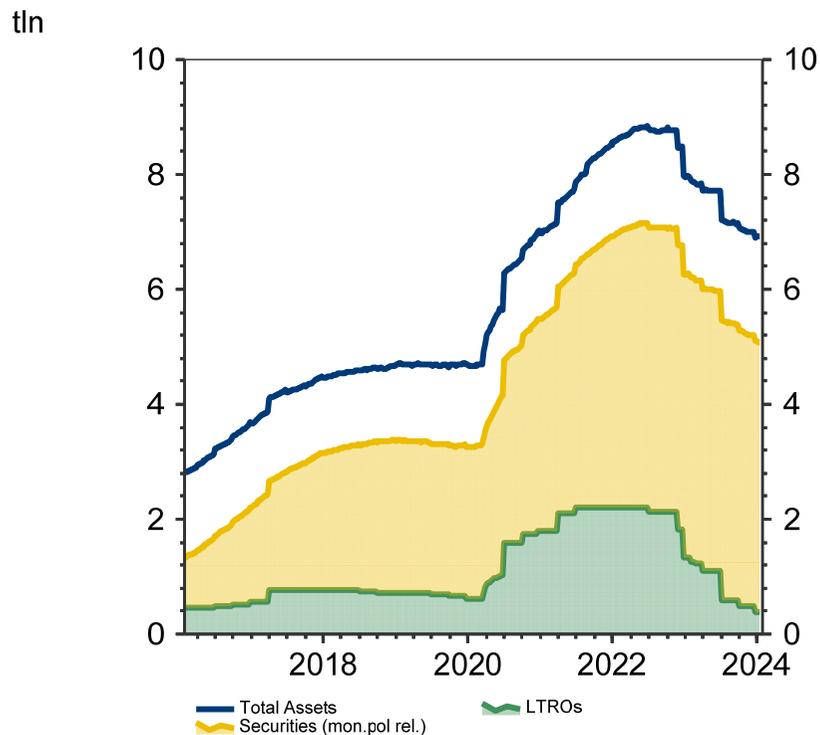


Fonte: previsioni di Intesa Sanpaolo: Previsioni di Intesa Sanpaolo. Il tasso reale previsto è calcolato sulla base delle nostre previsioni sul DFR e sull'inflazione.

Continuerà il drenaggio delle riserve in eccesso

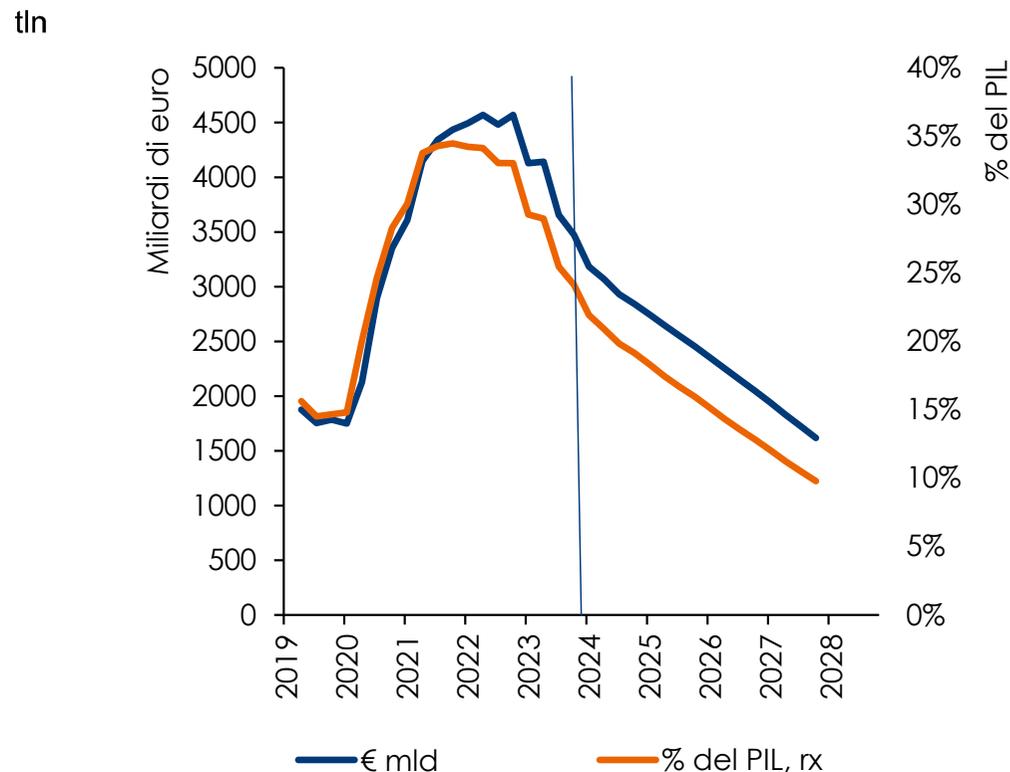
La BCE ha smesso di reinvestire il portafoglio APP all'inizio di luglio. Il **QT è stato esteso al portafoglio PEPP a partire da luglio 2024 (-7,5 miliardi al mese in media)**. I reinvestimenti del PEPP saranno completamente eliminati a partire dalla fine del 2024. La riduzione dei portafogli di politica monetaria potrebbe essere sospesa qualora si rendesse necessaria una politica monetaria espansiva (con un DFR inferiore al 2%) o emergessero tensioni sul mercato monetario.

Con il rimborso delle TLTRO, le attività della BCE sono costituite principalmente da titoli



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Il drenaggio della liquidità in eccesso si è rivelato finora veloce e privo di problemi.

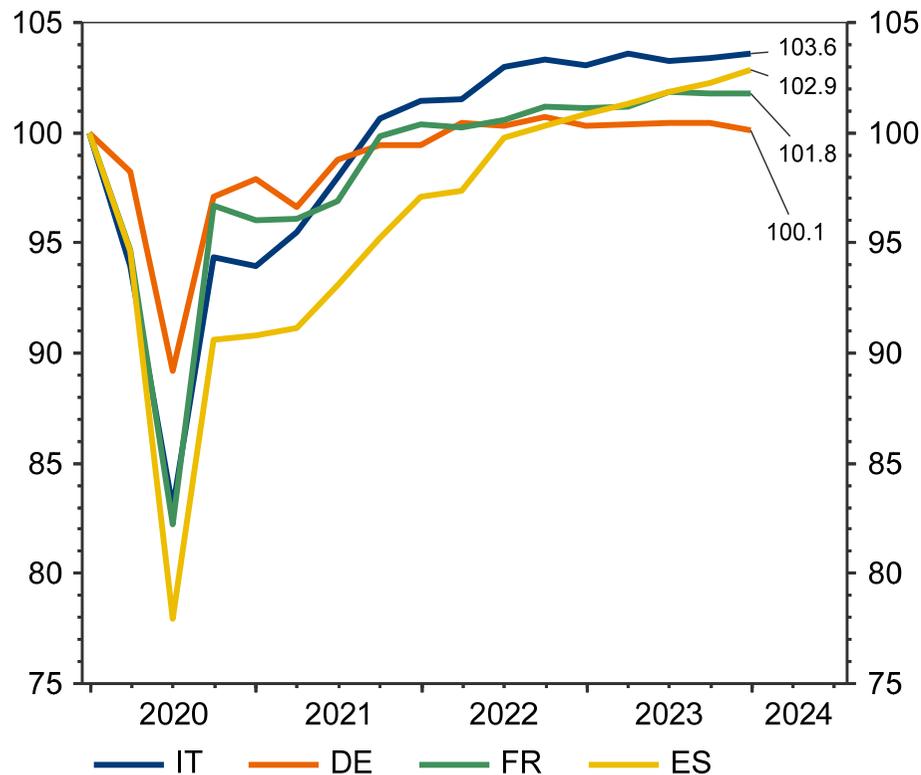


Fonte: BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo

- ➔ Perché la crescita del PIL dovrebbe migliorare nell'area dell'euro?
- ➔ Quanto è rilevante il rischio di battute d'arresto nella fase di disinflazione?
- ➔ Quanto velocemente può/deve essere allentata la politica monetaria nel 2024?
- ➔ **La migliore performance di crescita economica dell'Italia: è sostenuta solo da fattori temporanei o sono in gioco anche fattori strutturali?**

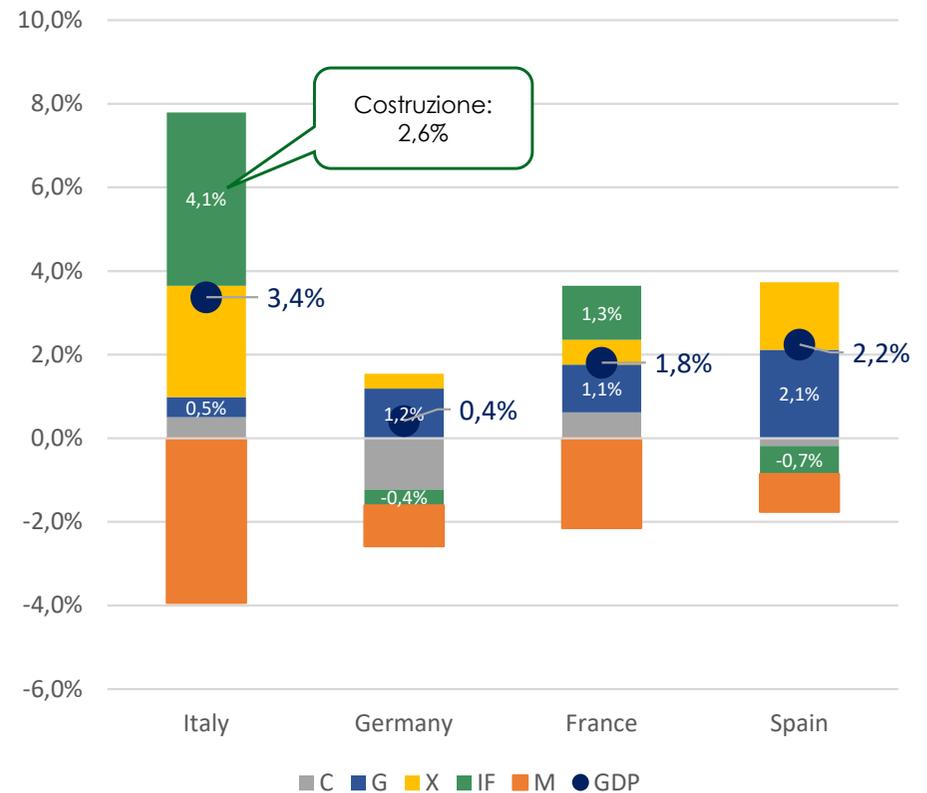
La maggiore crescita del PIL italiano nel 2020-23 deriva dalla domanda estera e dalla spesa in conto capitale interna

Il PIL dell'Italia ha sovraperformato gli altri tre grandi Paesi dell'eurozona dal 2019Q4



Fonte: Eurostat: Eurostat. Nota: 2019Q4=100, prezzi costanti 2015.

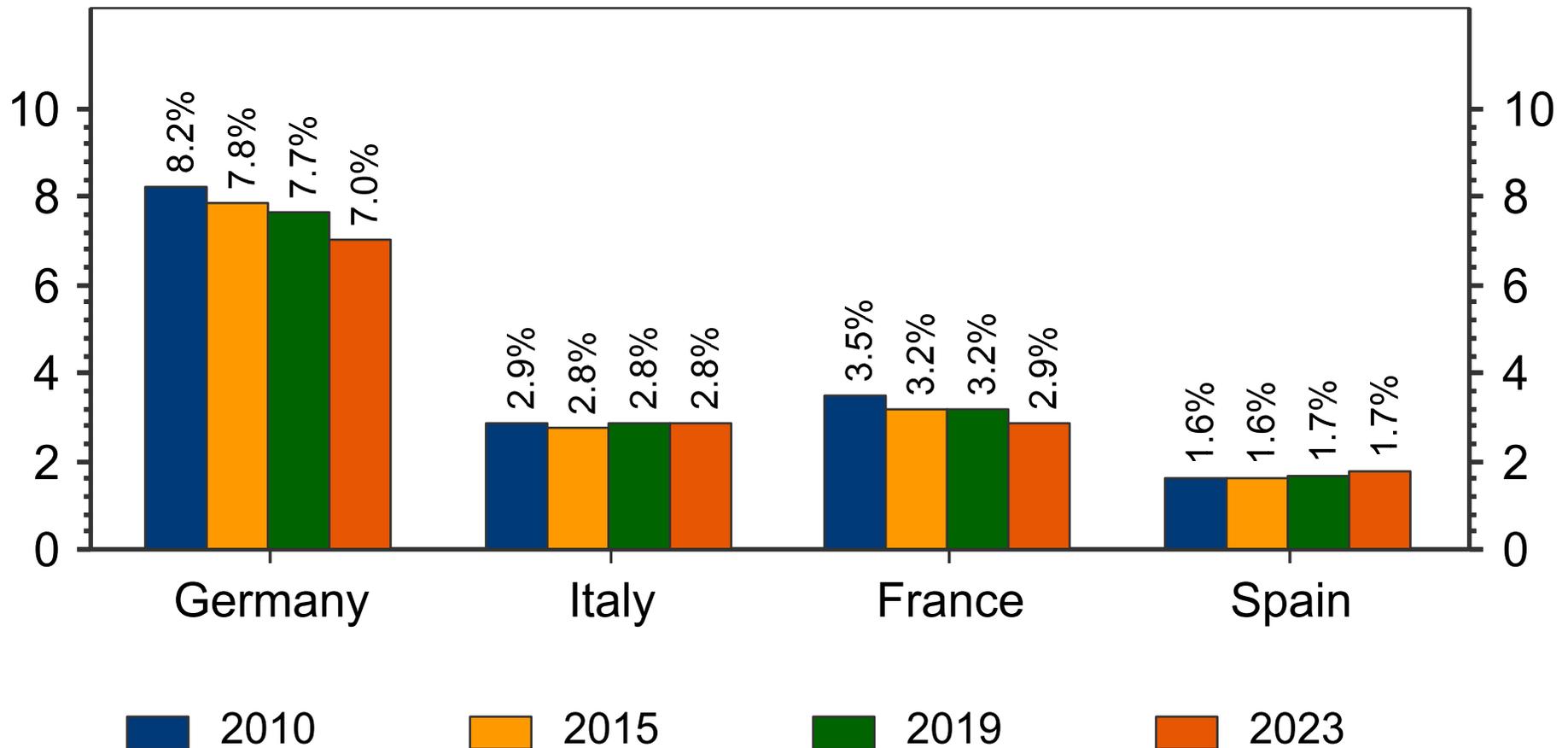
Crescita cumulativa del PIL reale per componente della domanda 2019Q4 - 2023Q4



Fonte: calcoli di Intesa Sanpaolo su dati Eurostat: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo su dati Eurostat. La ripartizione non include la variazione delle scorte.

La quota dell'Italia nel mercato globale è stabile, a differenza di quella di Germania e Francia

La buona performance delle esportazioni italiane è in parte legata a fattori temporanei (prodotti petroliferi) e alle condizioni di partenza, ma in parte riflette anche il miglioramento della competitività e l'espansione delle capacità (industria farmaceutica).

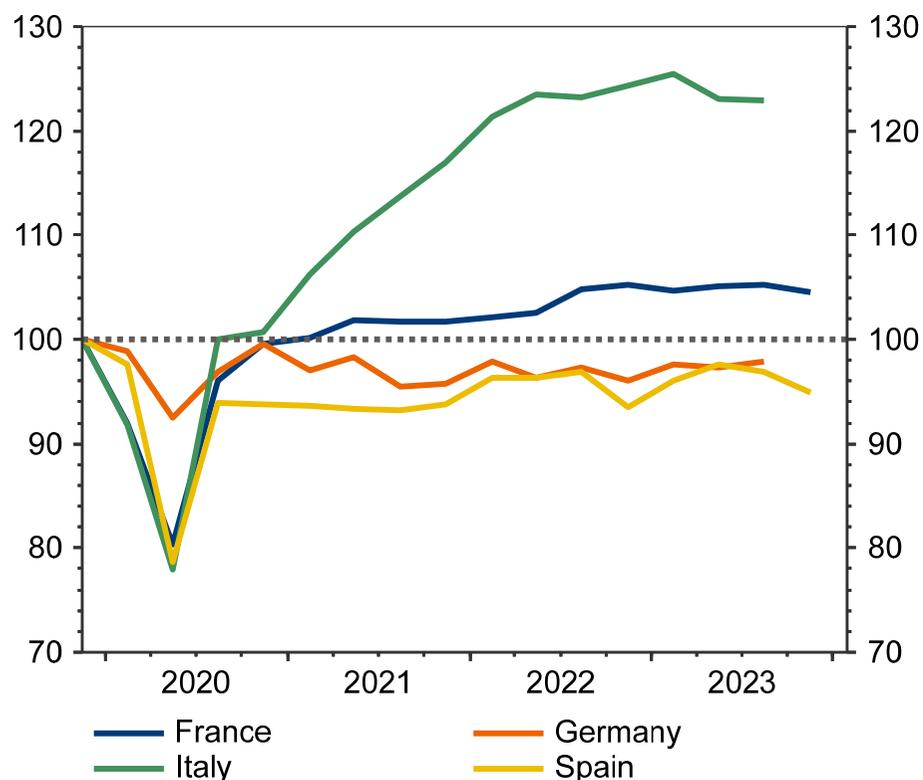


Fonte: DOTS DEL FMI.

La spesa in conto capitale è stata vivace, e non solo nell'edilizia

L'aumento degli investimenti finanziati dal PNRR significa un aumento dello stock di capitale, che dovrebbe avere un impatto sul PIL potenziale dell'Italia. Inoltre, la crescita degli investimenti è stata molto sostenuta già negli ultimi anni (poco influenzati dal PNRR). Questo potrebbe sostenere la crescita del PIL potenziale, compensando in parte l'impatto dell'invecchiamento.

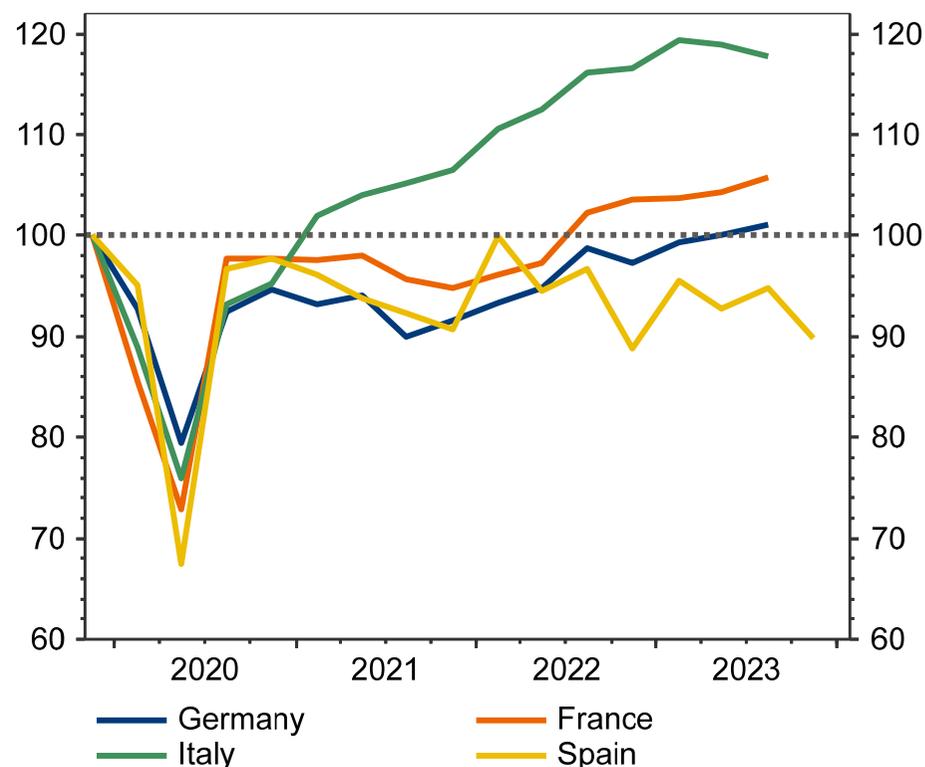
La ripresa degli investimenti in Italia è stata più pronunciata che negli altri Paesi dell'EZ...



Nota: Q4 2019=100.

Fonte: Eurostat, calcoli di Intesa Sanpaolo

...il che rimane vero anche considerando solo gli investimenti in macchinari e attrezzature

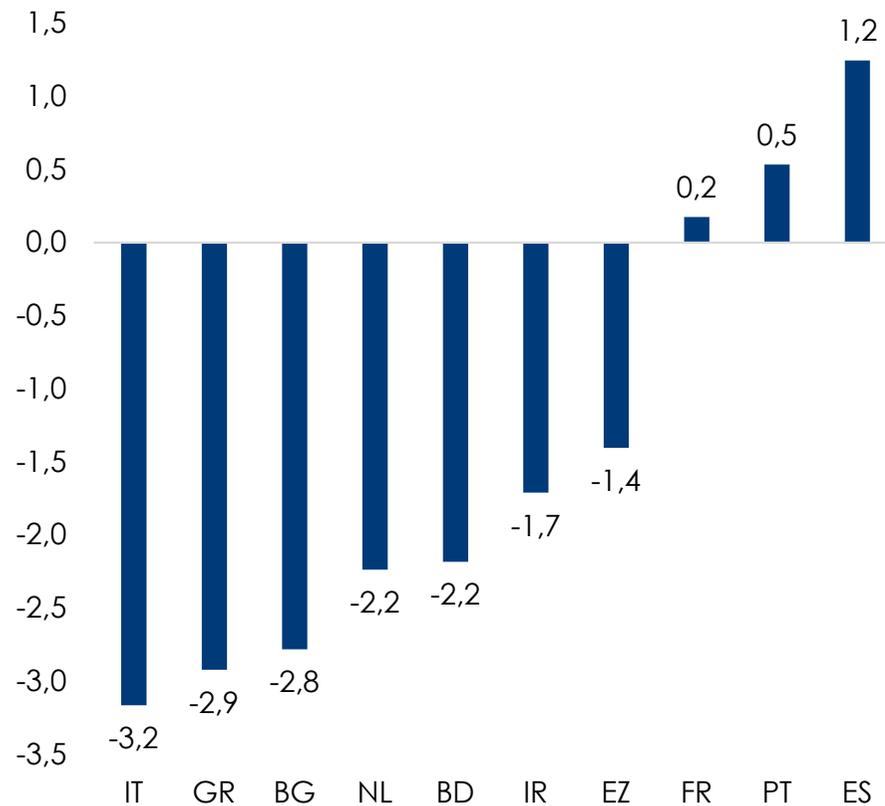


Nota: Q4 2019=100.

Fonte: Eurostat, calcoli di Intesa Sanpaolo

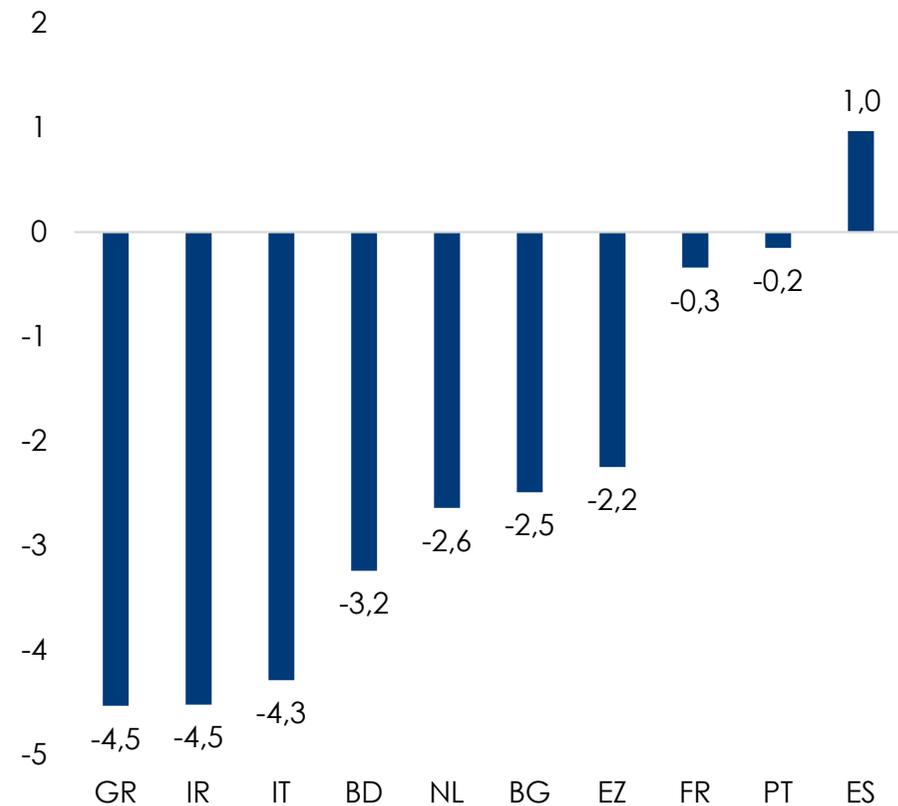
Tuttavia, parte della ripresa è stata dovuta a un (eccessivo) impulso fiscale...

Variazione del saldo primario corretto per il ciclo, 2023 vs 2019 (% del PIL potenziale)



Fonte: Commissione UE, calcoli di Intesa Sanpaolo:
Commissione UE, calcoli di Intesa Sanpaolo

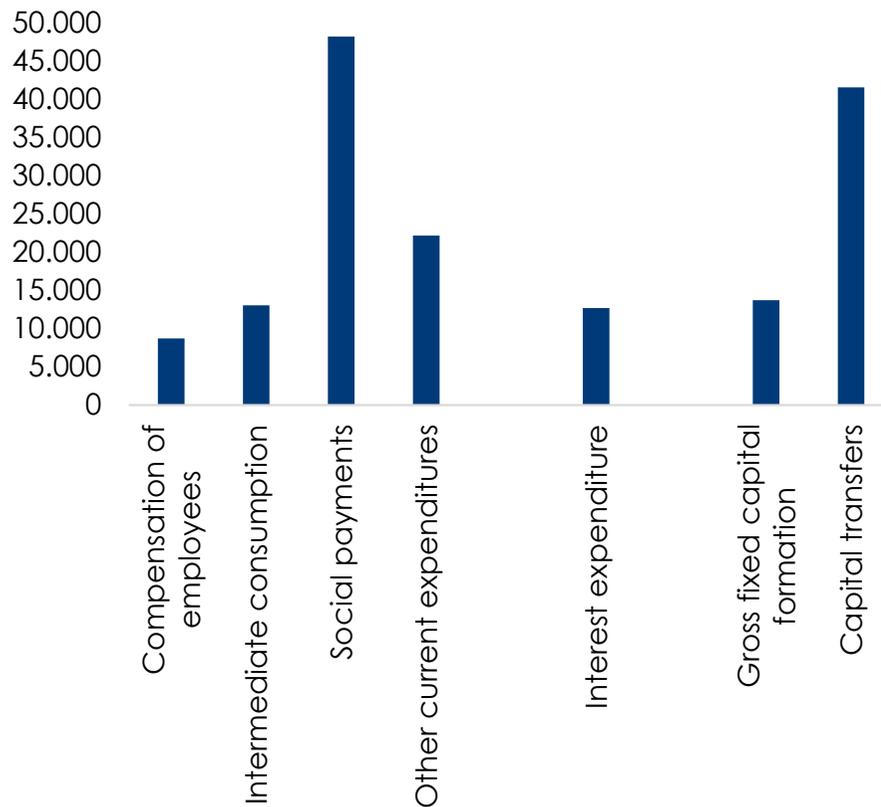
Variazione del saldo primario corretto per il ciclo, media 2020-2023 vs 2019 (% del PIL potenziale)



Fonte: Commissione UE, calcoli di Intesa Sanpaolo:
Commissione UE, calcoli di Intesa Sanpaolo

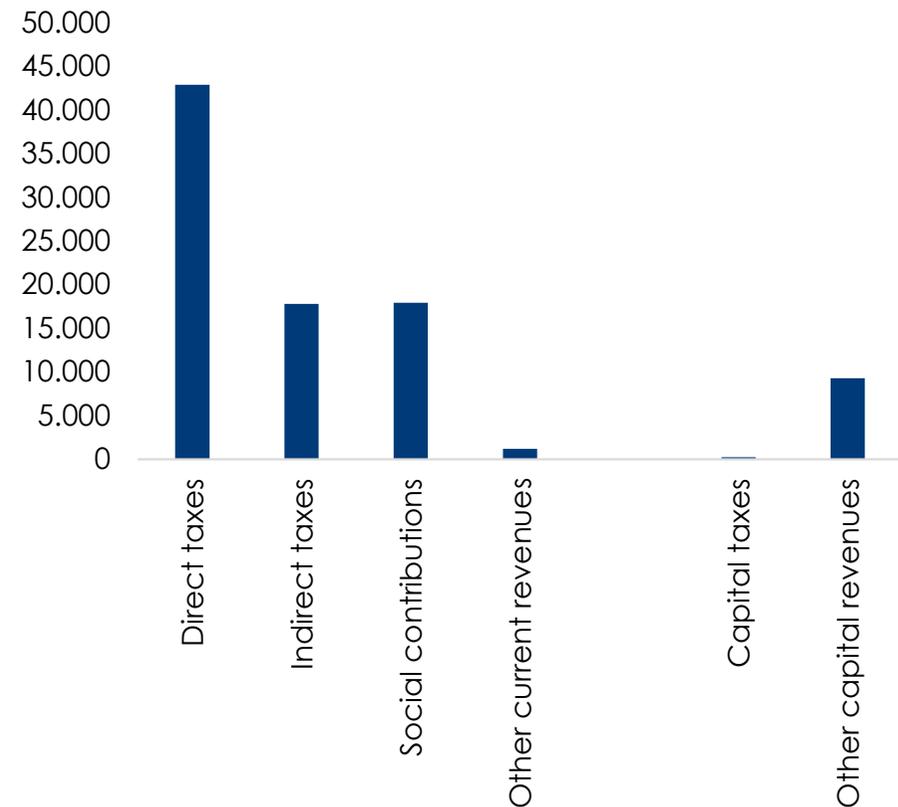
... soprattutto attraverso il Superbonus (e l'aumento delle spese per le pensioni, a causa dell'indicizzazione dell'inflazione)

L'aumento del deficit nel 2023 rispetto al 2019 è dovuto alle pensioni e ai trasferimenti di capitale legati al Superbonus...



Nota: T1-Q3 2023 vs T1-13 2019. Fonte: Governo italiano, calcoli di Intesa Sanpaolo

...solo parzialmente compensato da un gettito fiscale più elevato

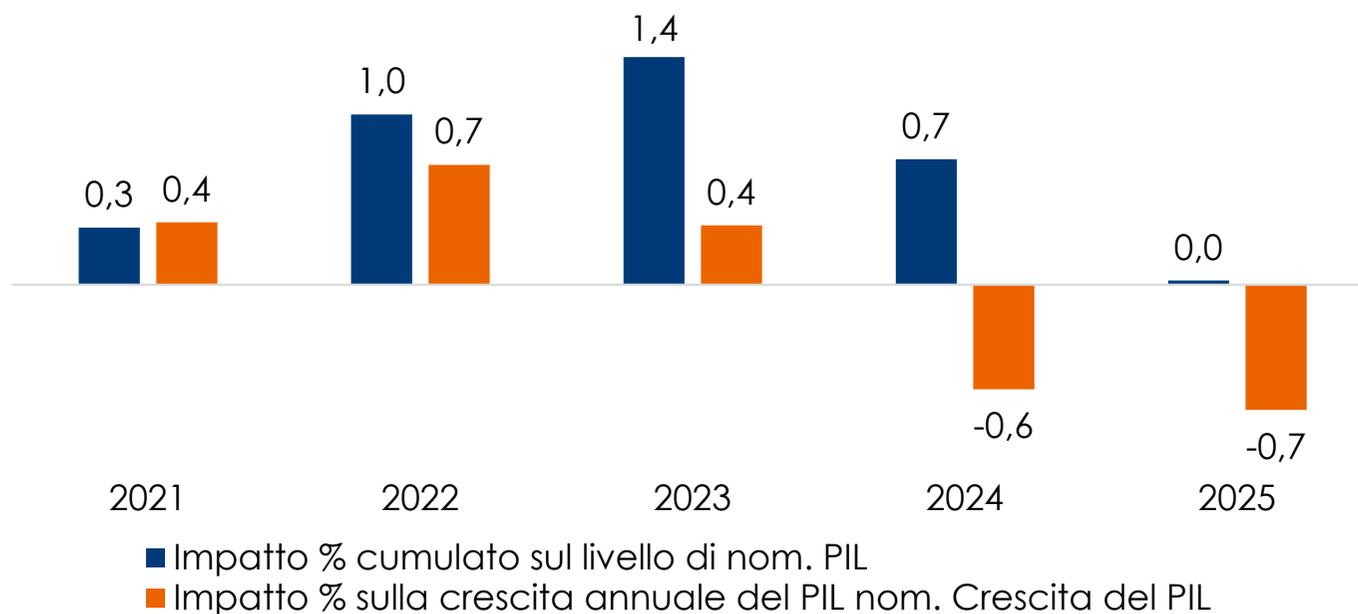


Nota: T1-Q3 2023 vs T1-13 2019. Fonte: Governo italiano, calcoli di Intesa Sanpaolo

Impatto del Superbonus del 110% sulla crescita del PIL

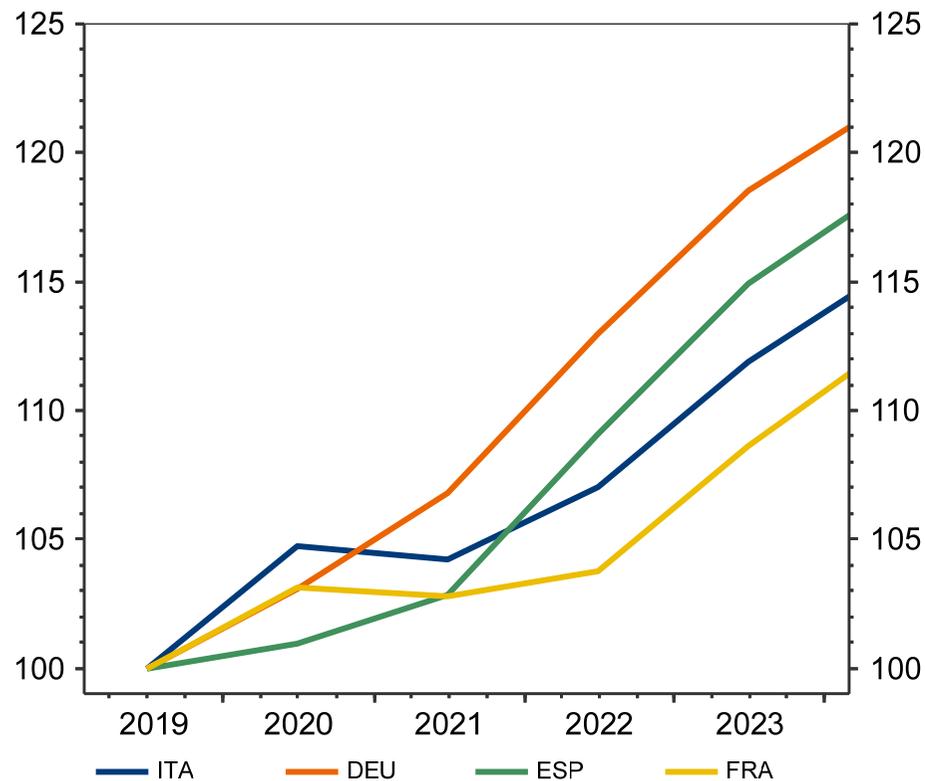
EUR Bn	2021	2022	2023	2024	2025
Superbonus (work completed)	11.2	35.4	21.2	15.4	0.0
Additional expenditure (50%)	5.6	17.7	10.6	7.7	0.0
With multiplier effect (1.1)	6.1	19.5	11.7	8.5	0.0
Nominal GDP	1822.3	1946.5	2036.5	2111.9	2177.5
Nominal GDP growth (%)	9.7	6.8	4.9	3.2	3.1
Nominal GDP without Superbonus	1816.2	1927.0	2015.5	2093.2	2173.7
Nominal GDP growth without Superbonus (%)	9.3	6.1	4.6	3.9	3.8
Superbonus effect on nominal GDP growth (%)	0.4	0.7	0.4	-0.6	-0.7

Nota: ipotizzando il completamento delle opere esistenti nel 2024 e nessun investimento aggiuntivo.



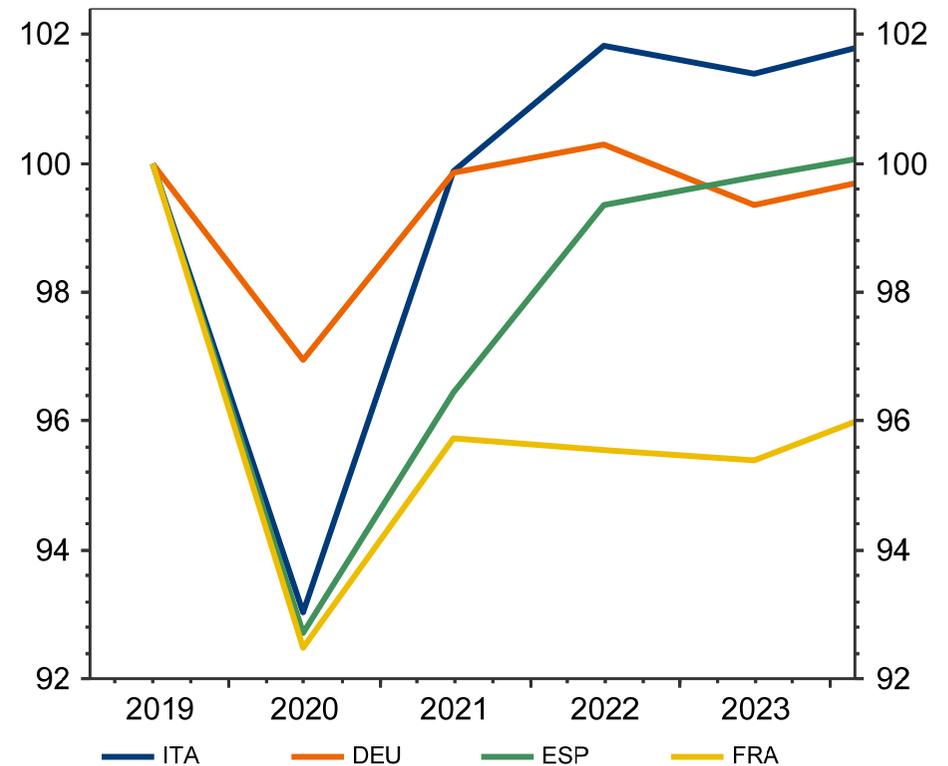
I dati mostrano che l'extra-crescita riflette un uso più intenso dell'input di lavoro

La crescita extra rispetto alla Germania non è stata alimentata da una maggiore produttività oraria...



Nota: PIL per ora lavorata. Fonte: Commissione europea, AMECO. Dati rielaborati con 2019=100

...ma piuttosto dalla maggiore produttività per occupato



Nota: PIL per persona occupata. Fonte: Commissione europea, AMECO. Dati rielaborati con 2019=100

Italia: previsione macroeconomica

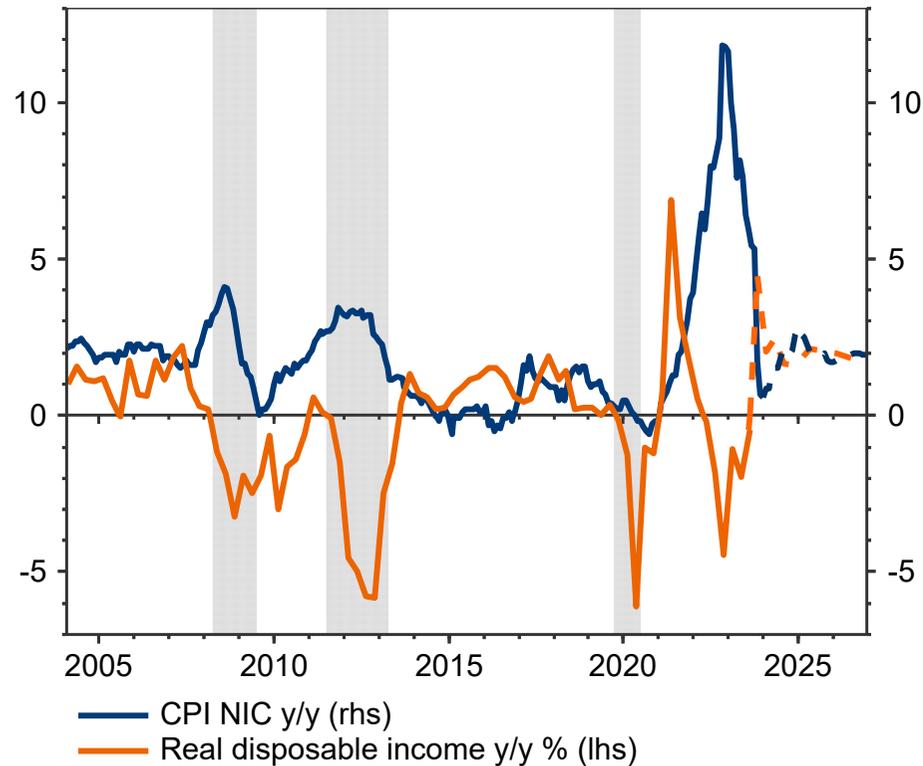
- Il picco dell'impatto cumulato della stretta monetaria potrebbe verificarsi tra la fine del 2023 e l'inizio del 2024.
- Nella seconda metà del 2024 si rafforzeranno due importanti fattori di ripresa: l'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie e l'accelerazione dei flussi di spesa reale finanziati dall'PNRR.

	2023	2024f	2025f	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2024
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
GDP (constant prices)	0.7	0.7	1.2	2.6	1.6	2.1	0.3	0.1	0.5	0.0	0.6	0.9	1.2
- q/q change				0.3	-0.2	0.6	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4
Personal consumer spending	1.5	0.9	1.3	2.5	-1.6	0.6	0.0	0.7	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
Government consumption	-0.4	-0.2	0.2	-0.1	0.4	0.4	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
Fixed Investments	0.6	0.3	1.9	-0.2	0.9	1.0	-2.0	-0.1	0.9	-0.2	0.1	0.5	0.6
Imports	-0.1	1.1	2.5	2.8	-2.1	0.2	0.7	-2.0	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6
Exports	0.0	2.8	2.7	-0.1	1.5	-1.4	-1.1	0.6	1.2	0.7	0.7	0.8	0.8
Net exports (% of GDP)	0.0	0.6	0.1	-0.9	1.2	-0.5	-0.6	0.9	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1
Final Domestic Demand (% of GDP)	1.0	0.6	1.2	1.4	-0.7	0.7	-0.6	0.4	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4
CPI (y/y)	5.6	1.8	2.0	8.4	11.7	8.9	7.4	5.6	1.0	1.1	1.6	2.1	2.5
Unemployment (%)	7.7	7.9	8.0	8.0	7.8	7.9	7.6	7.6	7.6	7.7	7.9	8.1	8.0
Real Disposable Income (y/y)	0.2	1.9	2.0										
Saving rate (%)	6.9	7.9	8.5										
Current Account (% GDP)	1.3	0.8	1.7										

Source: Intesa Sanpaolo forecasts

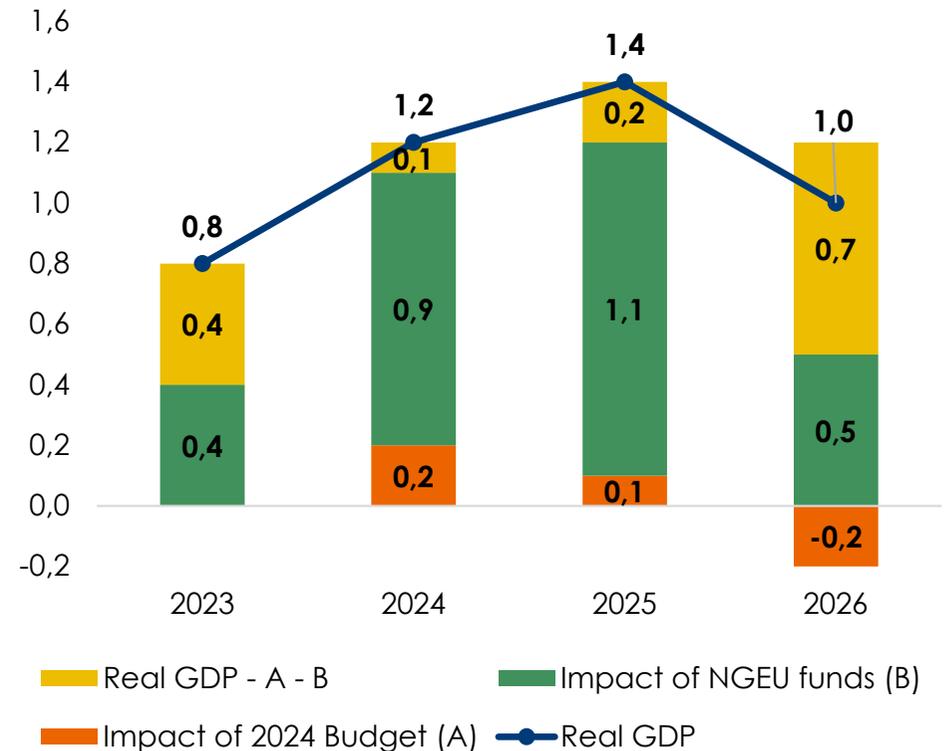
Ripresa trainata da recupero del reddito reale e spesa PNRR

L'inflazione tornerà a salire nei prossimi mesi, ma non dovrebbe mettere a rischio la ripresa del potere d'acquisto delle famiglie



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

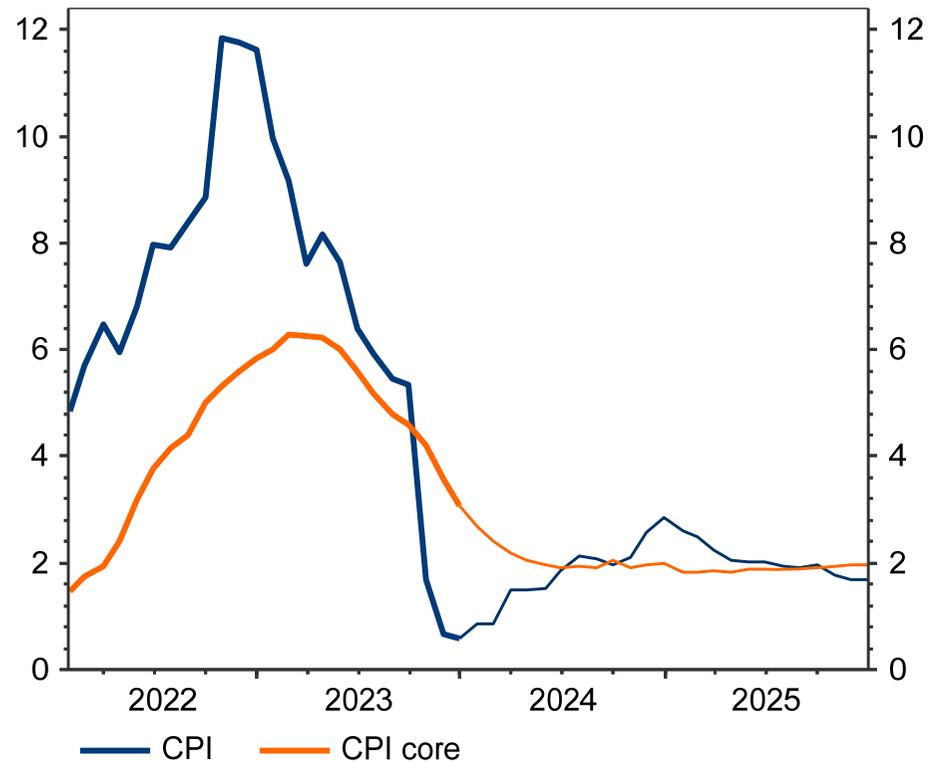
Secondo le stime del governo, i $\frac{3}{4}$ della crescita del PIL nel 2024-25 dipendono dal PNRR. Dopo lo stallo del 2023, la spesa dovrebbe decollare quest'anno.



Fonte: Documento Programmatico di Bilancio 2024

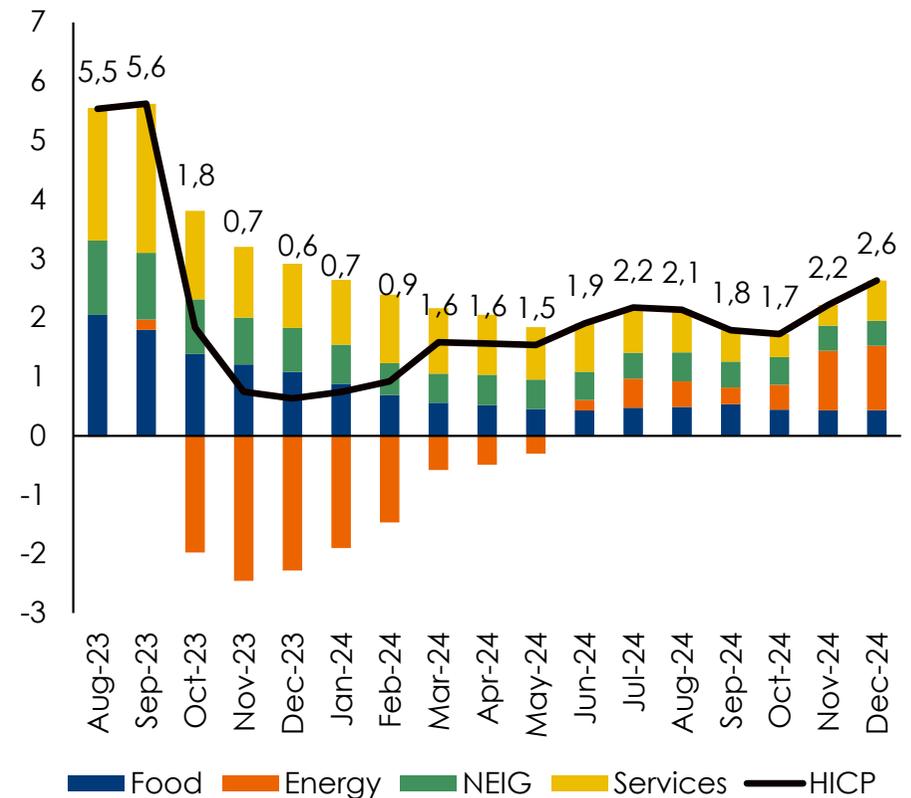
Italia: inflazione ancora sotto la media europea nel 1° semestre 2024

Calo dell'inflazione superiore alle attese nel secondo semestre 2023...



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

...ma la crescita dei prezzi tornerà a salire nei prossimi mesi a causa di effetti base sfavorevoli

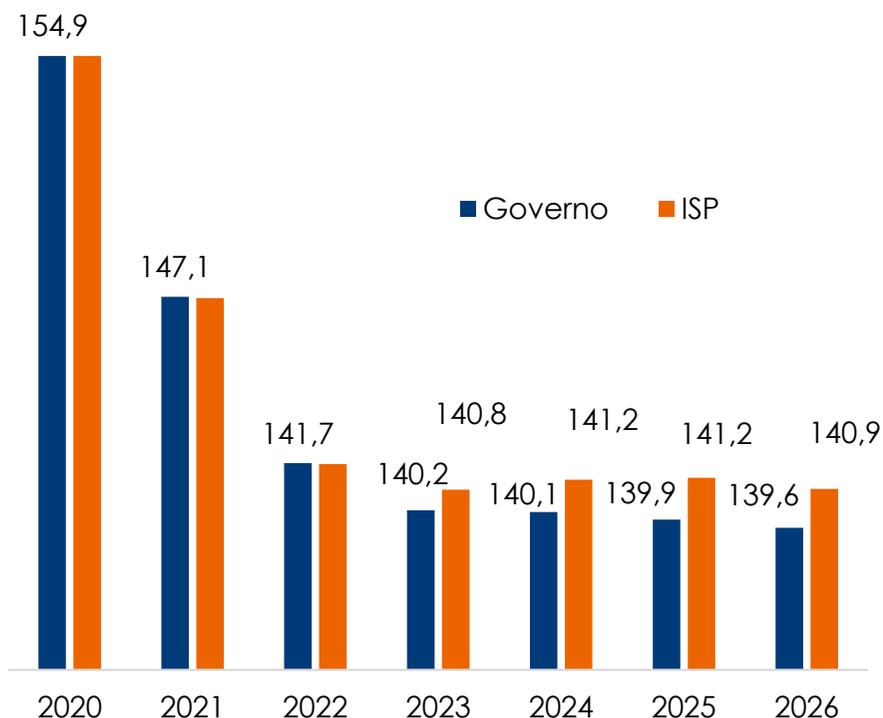


Nota: contributi all'inflazione IAPC. Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

Conti pubblici: il calo previsto del rapporto debito/PIL è modesto e si basa sulle privatizzazioni

Il calo del rapporto di indebitamento previsto dal Governo è modesto nel 2024-26. I rischi su questo fronte sono al rialzo.

Debito in % del PIL



Fonte: NADEF 2023; NADEF 2023

Partecipazioni dirette del MEF in società quotate in borsa

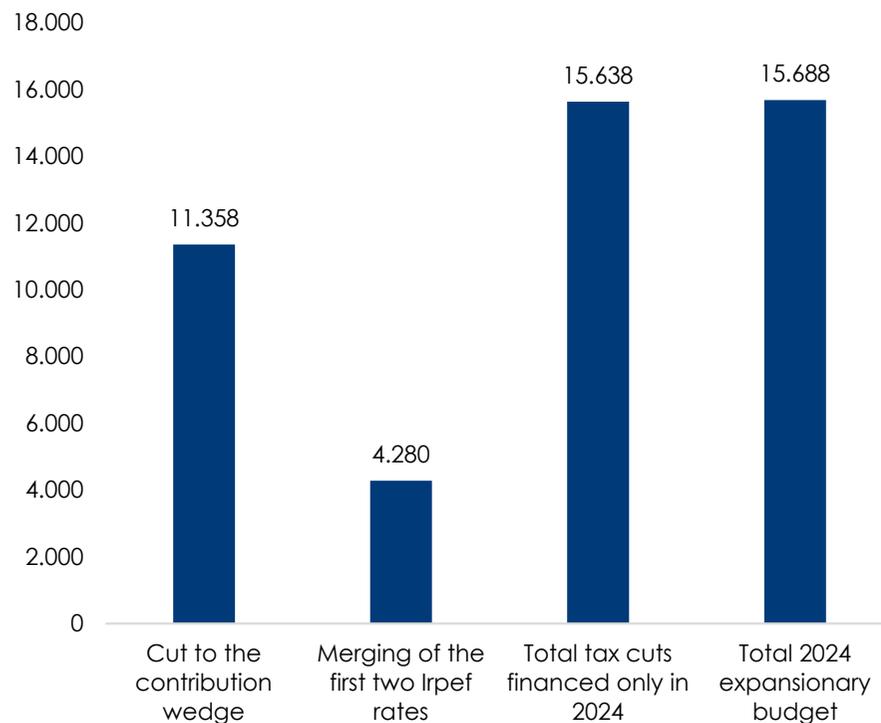
Company	Direct quota	Capitalisation (bn)	Potential proceeds (bn)
Enav	53.28%	1.8	0.9
Enel	23.59%	58.4	13.8
Eni	4.34%	52.4	2.3
Leonardo	30.20%	8.3	2.5
Poste Italiane	29.26%	12.7	3.7
MPS	64.23%	3.2	2.1
TOTAL LISTED COMPANIES			25.3

Nota: a fine 2023 il Mef ha collocato sul mercato una quota del 25% di Mps, ottenendo 920 milioni. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del governo italiano

La prima sfida sarà il rifinanziamento degli sgravi fiscali

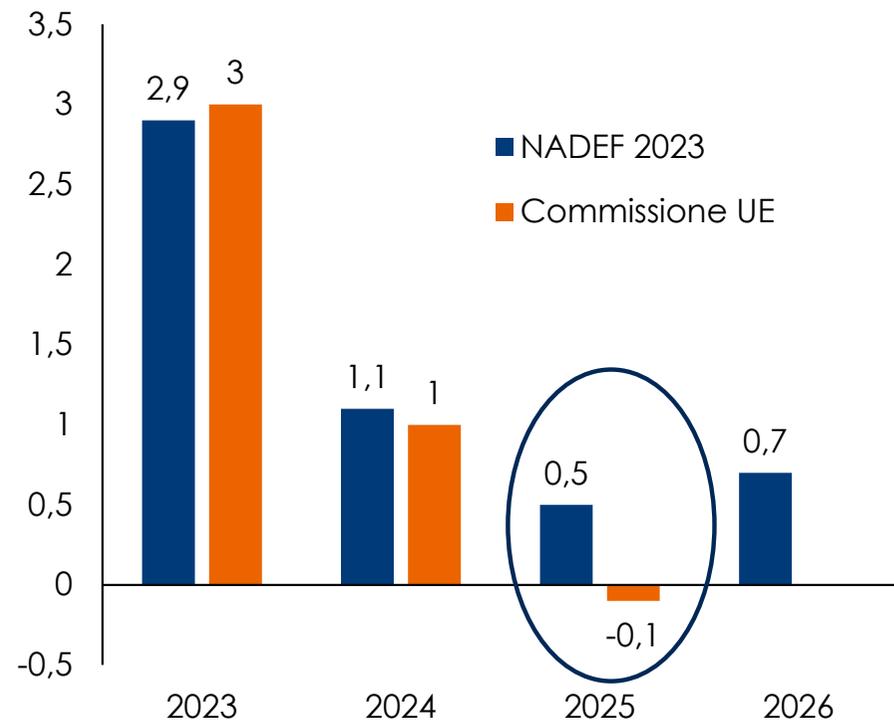
Se l'Italia entra in una EDP, sarà tenuta a una correzione strutturale di almeno 0,5% all'anno. Ciò è già incluso nello scenario della NADEF, e l'esclusione della spesa per la difesa e gli interessi nel 2025-27 potrebbe mitigare l'inasprimento previsto. La sfida immediata sarà quella di rifinanziare 15 miliardi di euro di tagli fiscali a partire dal 2025.

Il budget per il 2024 è costituito principalmente da agevolazioni fiscali che andranno rifinanziate dal 2025 (milioni di euro)



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo, NADEF 2023

Variazione del saldo strutturale (% del PIL potenziale)



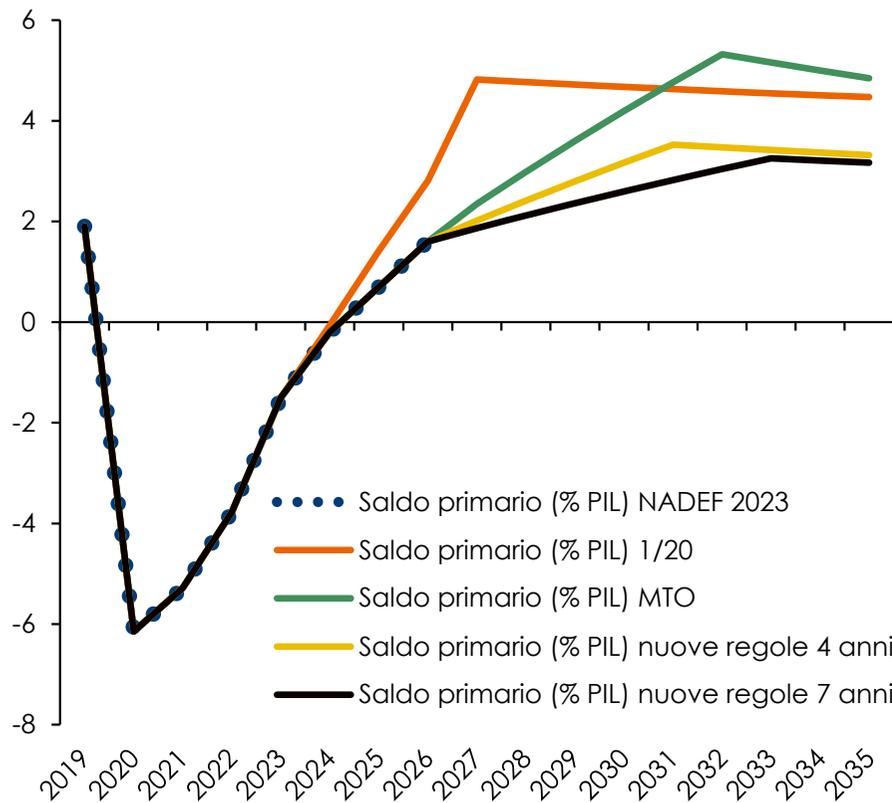
Nota: la Commissione UE ipotizza uno scenario di politiche invariate. Fonte: Intesa Sanpaolo, NADEF 2023, AMECO

La riforma del patto di stabilità

- **“Traiettorie tecniche”** specifiche per ogni Paese, basate su analisi del rischio che assicurino una riduzione del rapporto debito/PIL dei Paesi con debito $>60\%$ del PIL e un deficit $<3\%$ del PIL.
- **Durata: 4 anni, prorogabili a 7** (in caso di riforme e investimenti orientati a migliorare potenziale di crescita e sostenibilità fiscale).
- **Ulteriori vincoli trasversali:** (1) il deficit deve raggiungere l'1,5% strutturale, con miglioramento annuo di almeno 0,4%; (2) riduzione media annua del debito almeno pari a 1% (0,5% se è $<90\%$ del PIL), dall'inizio della traiettoria tecnica o di abrogazione della EDP.
- I **piani fiscali** dei governi saranno di 4 o 5 anni e proporranno un sentiero per la spesa netta (al netto di interessi, elementi ciclici dei programmi di sussidio di disoccupazione, misure una tantum, spese coperte da fondi UE).
- Anche nella procedura correttiva per deficit eccessivo, conterà il sentiero di spesa netta (inizialmente coerente con una correzione strutturale di almeno 0,5% annuo). Per la procedura legata al debito, la correzione dovrà correggere le deviazioni accumulate negli anni precedenti.

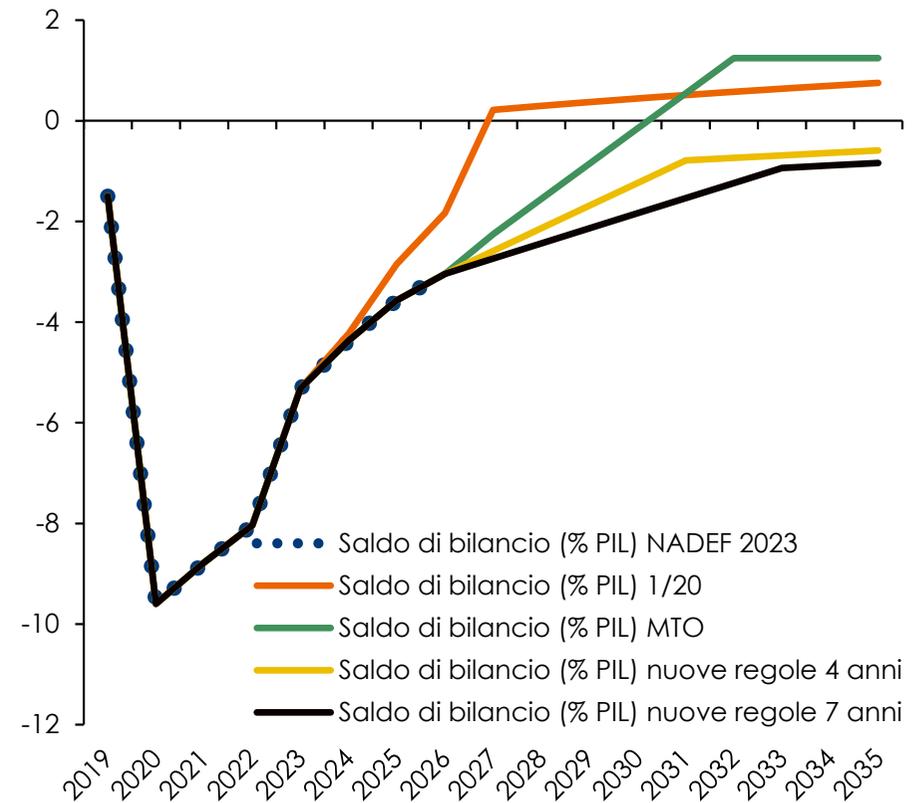
Con la riforma del PSC, maggiore flessibilità rispetto al passato, ma nei prossimi anni sarà ugualmente necessario un certo grado di restrizione fiscale

Saldo primario (% PIL) con diverse regole fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo

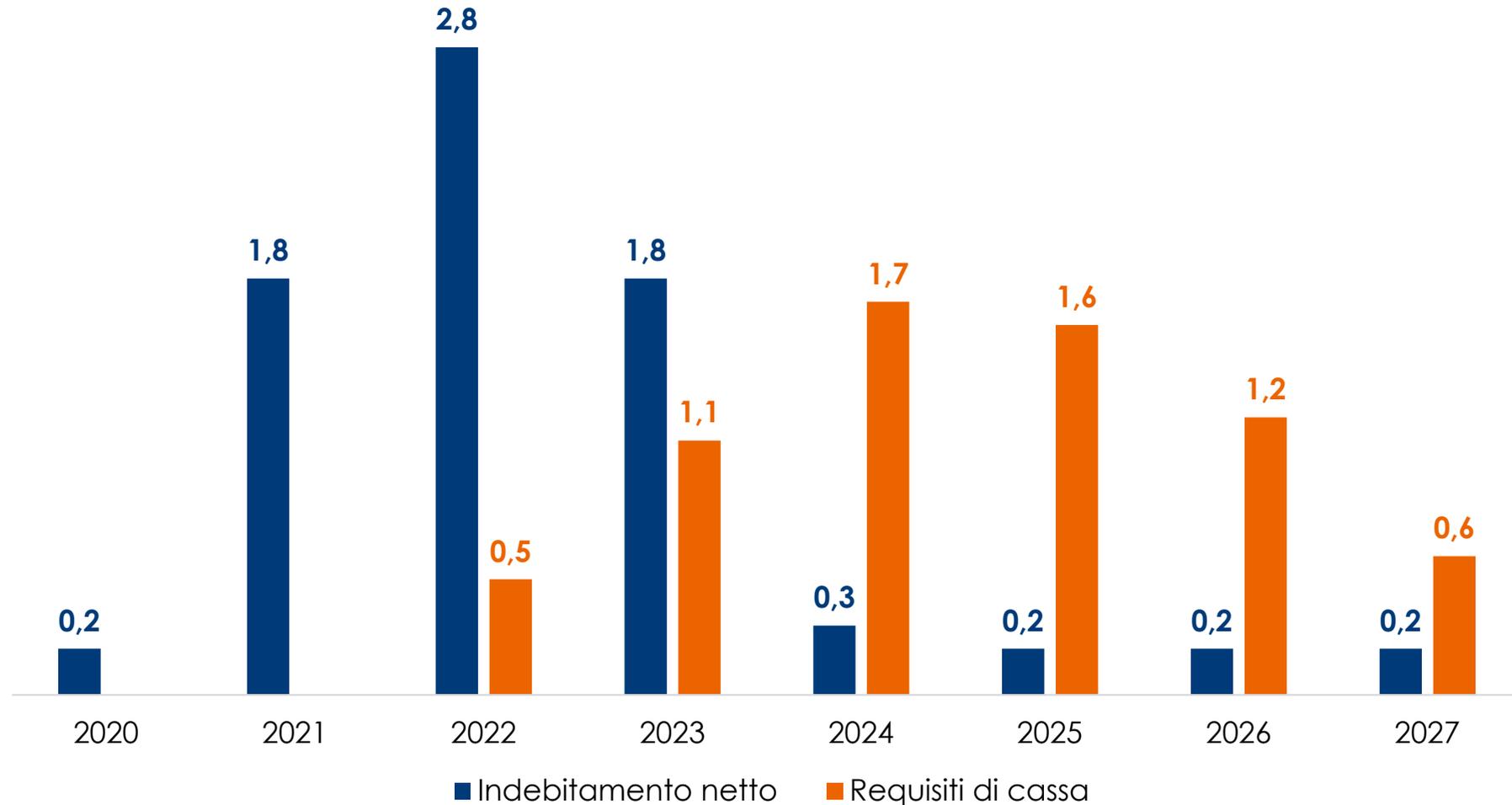
Saldo di bilancio (% PIL) con diverse regole fiscali



Fonte: Intesa Sanpaolo: Intesa Sanpaolo

L'impatto stimato del Superbonus sui requisiti di cassa e sul debito sarà massimo nel 2024-25, con implicazioni negative per l'equilibrio dei flussi di domanda e offerta

Impatto del Superbonus sul deficit di competenza e sul fabbisogno di cassa del settore pubblico (% PIL)



Nota: le agevolazioni fiscali legate al Superbonus sono state più alte del previsto negli ultimi mesi del 2023, quindi l'impatto sul deficit del 2023 e sul debito nel 2024-27 sarà più alto di almeno qualche decimo di punto percentuale del PIL. Fonte: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano.

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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., 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 15a-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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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 Spa 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.

A cura di:

Macroeconomic Analysis, Direzione Studi e Ricerche - Intesa Sanpaolo – coord. Luca Mezzomo