



# Lo scenario macroeconomico tra inflazione e rialzo dei tassi

Gregorio De Felice  
*Chief Economist*

Ancona, 12 maggio 2023

# Il quadro macroeconomico di riferimento

- Dopo il rimbalzo di inizio anno degli indici di attività economica, nei prossimi mesi dovrebbero manifestarsi **gli effetti della restrizione monetaria**.
- Il conseguente rallentamento della domanda potrebbe condurre **a una recessione negli Stati Uniti nel secondo semestre** e limitare l'entità della **ripresa globale prevista per il 2024**.
- Il calo dell'**inflazione** si è interrotto negli Stati Uniti e in aprile in Europa. La discesa dell'inflazione riprenderà nei prossimi mesi, trasferendosi poi anche all'**inflazione core**, ancora molto alta rispetto agli obiettivi delle banche centrali, e che sarà sostenuta del rialzo dei salari atteso nel biennio 2023-24.
- **La fase di aumento dei tassi ufficiali è prossima alla conclusione.**
  - La Fed ha attuato l'ultimo rialzo a maggio.
  - La BCE terminerà entro l'estate, con almeno altri due rialzi da 25pb.

# Le proiezioni di crescita nello scenario base

## Variazione media annua del PIL

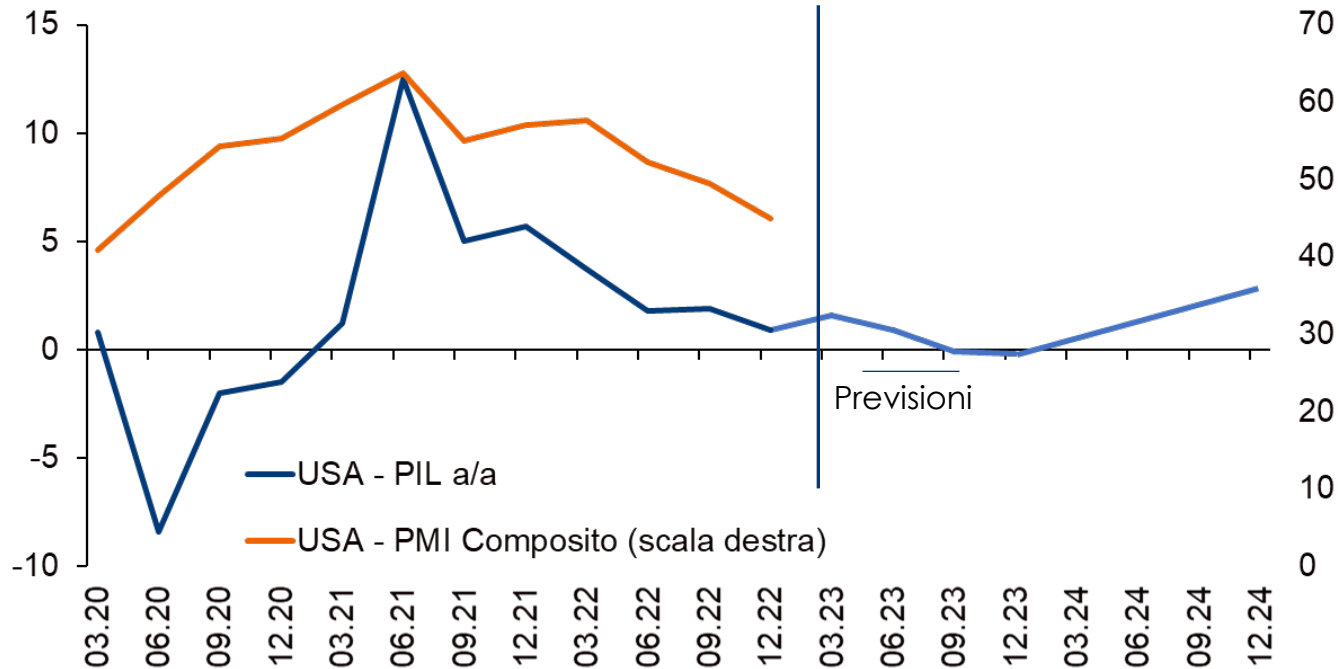
	2020	2021	2022	2023p	2024p
<b>Stati Uniti</b>	<b>-2.8</b>	<b>5.9</b>	<b>2.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>
<b>Area Euro</b>	<b>-6.3</b>	<b>5.3</b>	<b>3.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>
Germania	-4.1	2.6	1.9	0.2	1.5
Francia	-7.9	6.8	2.6	0.8	1.3
Italia	-9.0	7.0	3.8	1.0	1.5
Spagna	-11.3	5.5	5.5	1.7	1.3
<b>OPEC</b>	<b>-6.8</b>	<b>6.0</b>	<b>5.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>
<b>Europa orientale</b>	<b>-2.8</b>	<b>5.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>3.8</b>
<b>America Latina</b>	<b>-6.1</b>	<b>7.8</b>	<b>4.1</b>	<b>0.2</b>	<b>2.8</b>
<b>Giappone</b>	<b>-4.3</b>	<b>2.2</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
<b>Cina</b>	<b>2.2</b>	<b>8.5</b>	<b>3.0</b>	<b>4.9</b>	<b>5.1</b>
<b>India</b>	<b>-6.0</b>	<b>8.9</b>	<b>6.7</b>	<b>5.2</b>	<b>6.2</b>
<b>Mondo</b>	<b>-3.3</b>	<b>6.2</b>	<b>3.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.6</b>

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo.  
 Variazione del PIL a prezzi costanti.

Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

# Stati Uniti: rallentamento in atto...

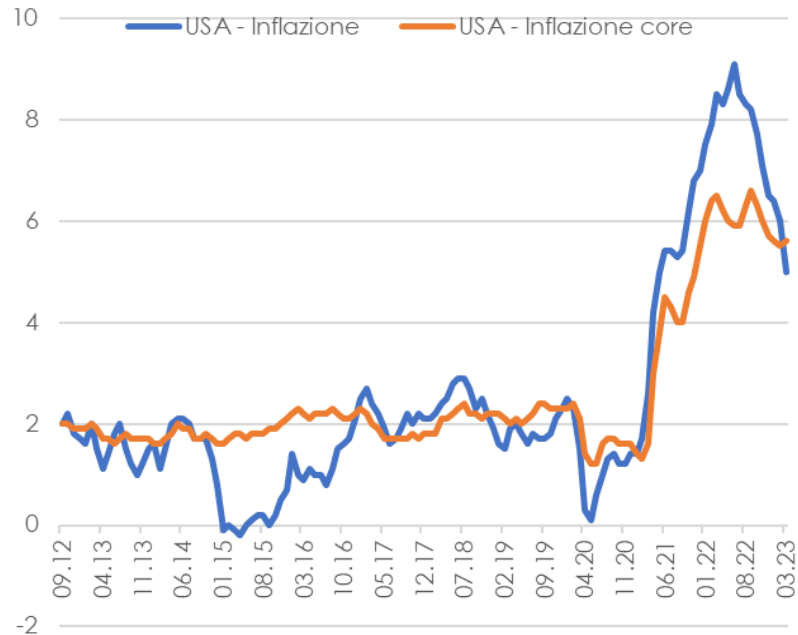
L'azione della Fed e la crisi bancaria stanno rallentando la crescita



Fonte: Bloomberg

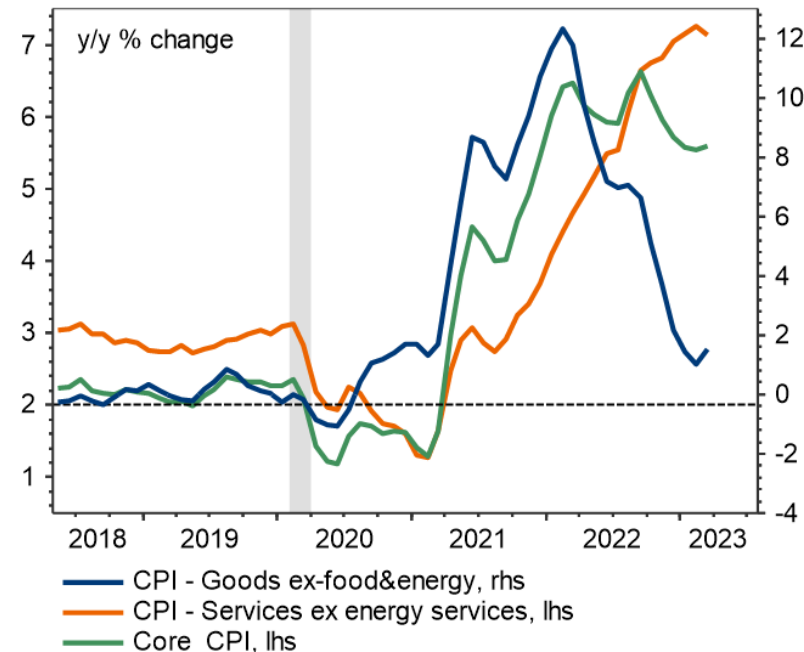
# ...inflazione in calo (ma non troppo)

L'inflazione cala ma la core resta elevata...



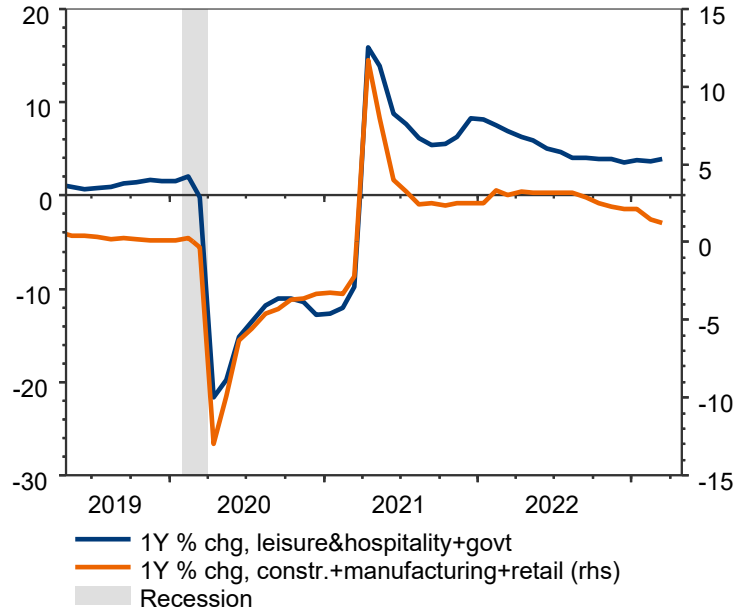
Fonte: Bloomberg

... soprattutto a causa dei servizi



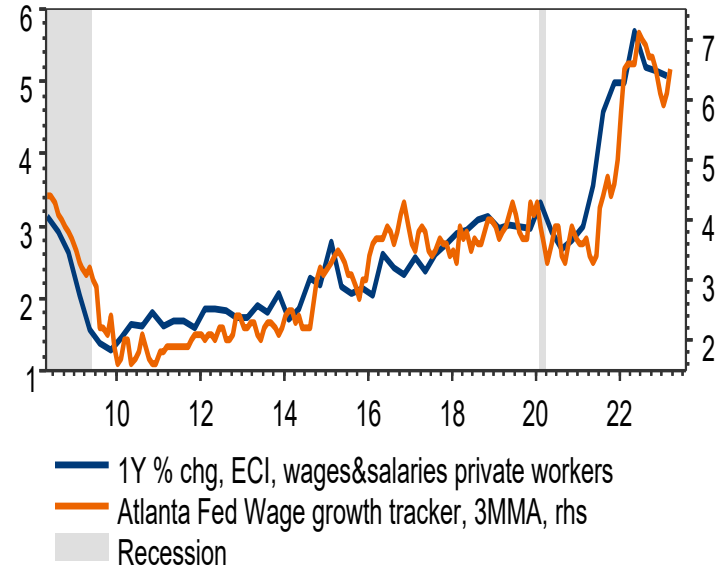
# Il mercato del lavoro resta ancora forte

Due mercati del lavoro paralleli: crescita nei servizi, contrazione negli altri settori



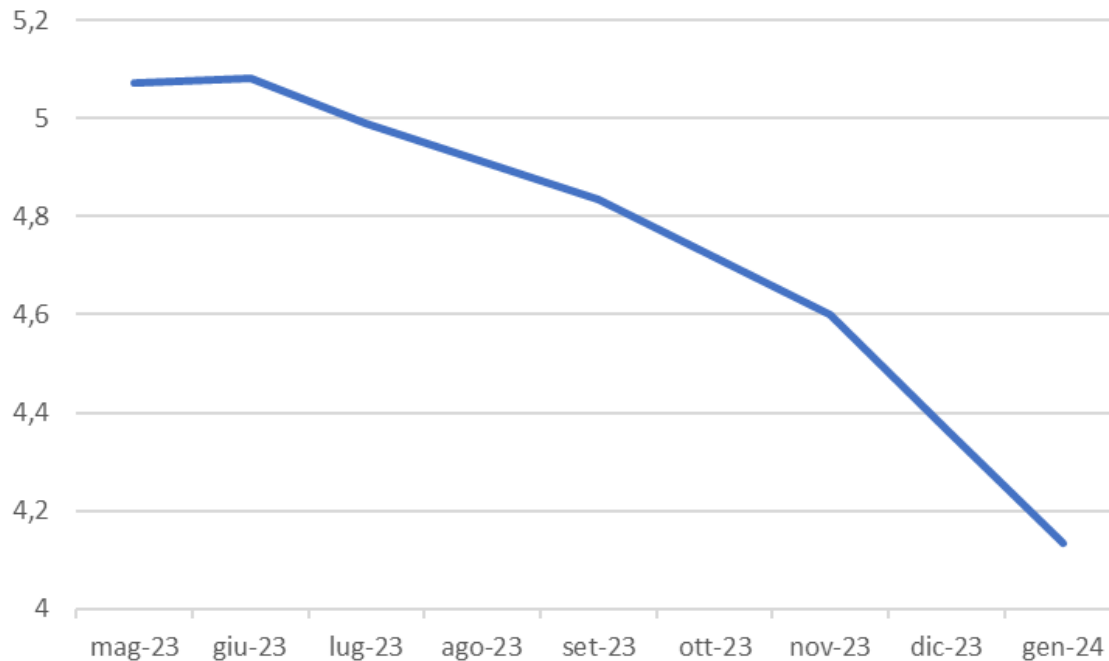
Fonte: BLS

Crescita salariale ancora elevata



# La Fed ha di fatto chiuso il ciclo di rialzi dei tassi

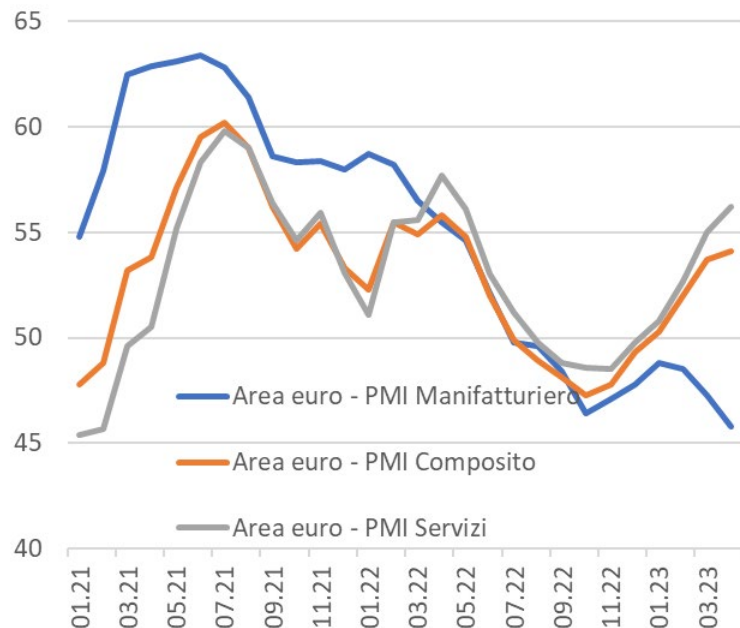
Il mercato si aspetta un calo del tasso sui Fed Funds



Fonte: Bloomberg, futures sui fed Funds

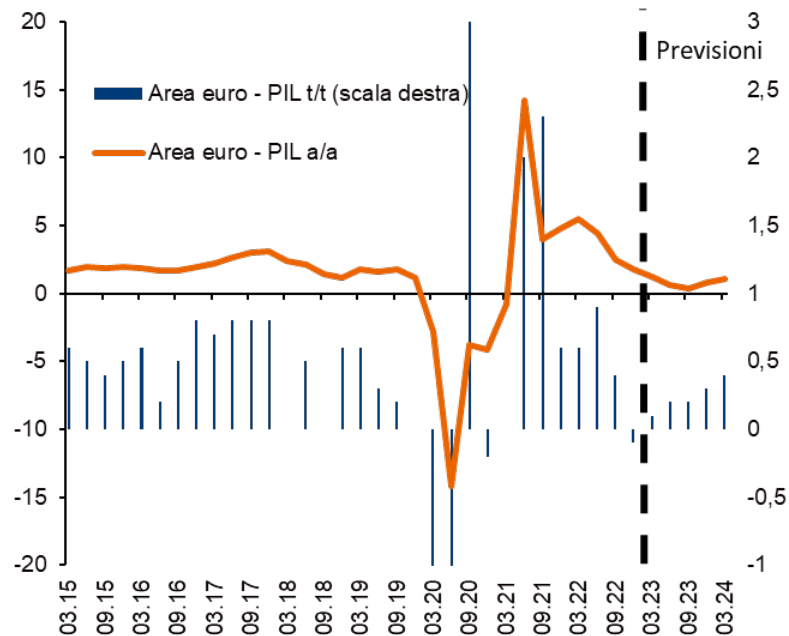
# Eurozona: crescita in ripresa, evitata la recessione

## Fiducia in recupero nei servizi...



Fonte: Bloomberg

## ...e PIL in graduale ripresa

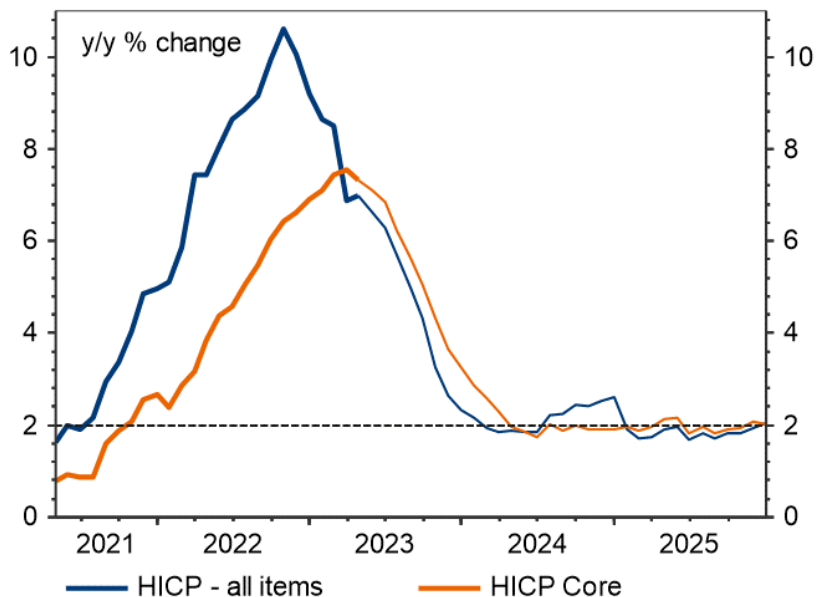


Fonte: Bloomberg



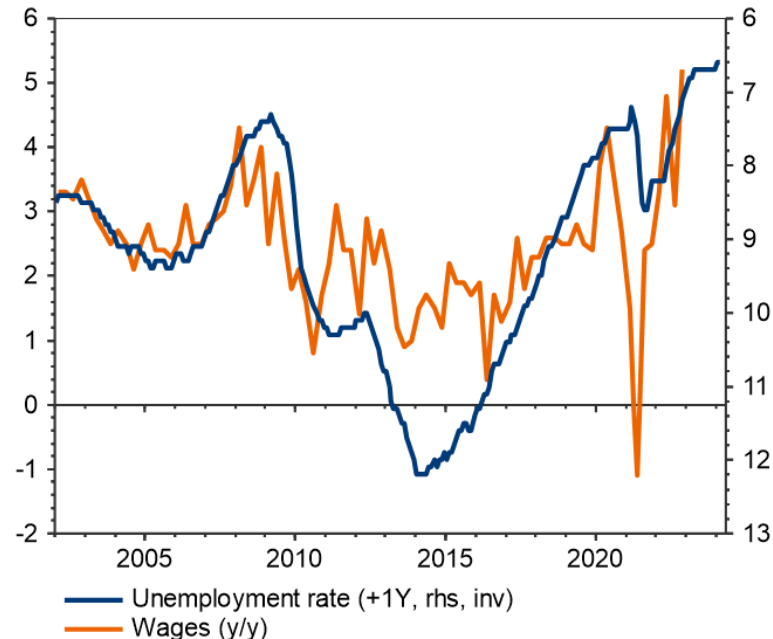
# L'inflazione riprenderà la discesa; la core più resistente

## Inflazione in calo...



Fonte: Bloomberg

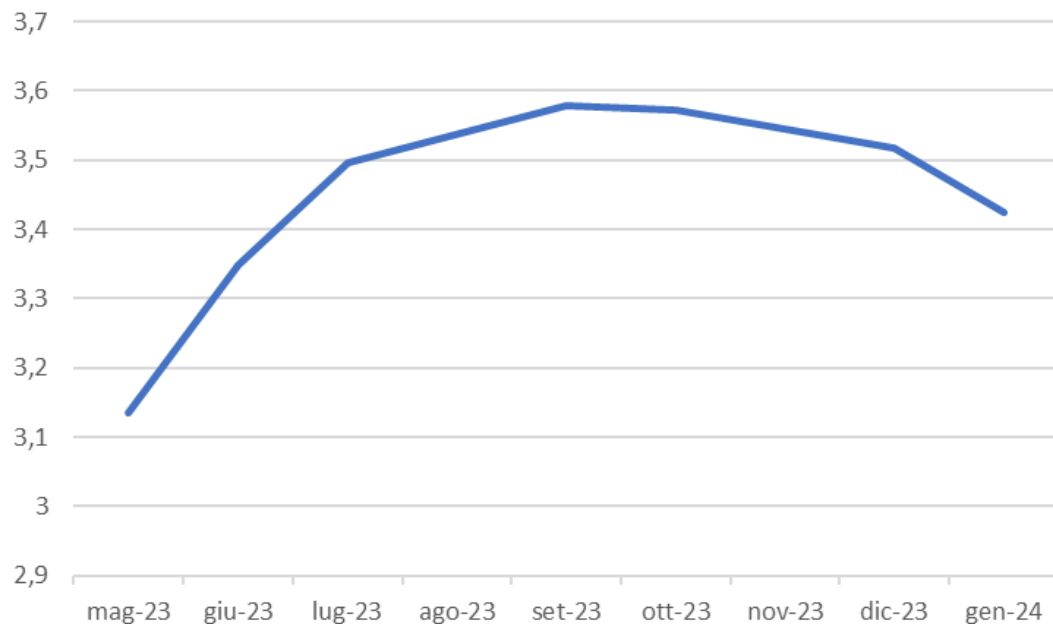
## ...nonostante le pressioni salariali



Fonte: Bloomberg

# La BCE prosegue nei rialzi ma rallenta il passo

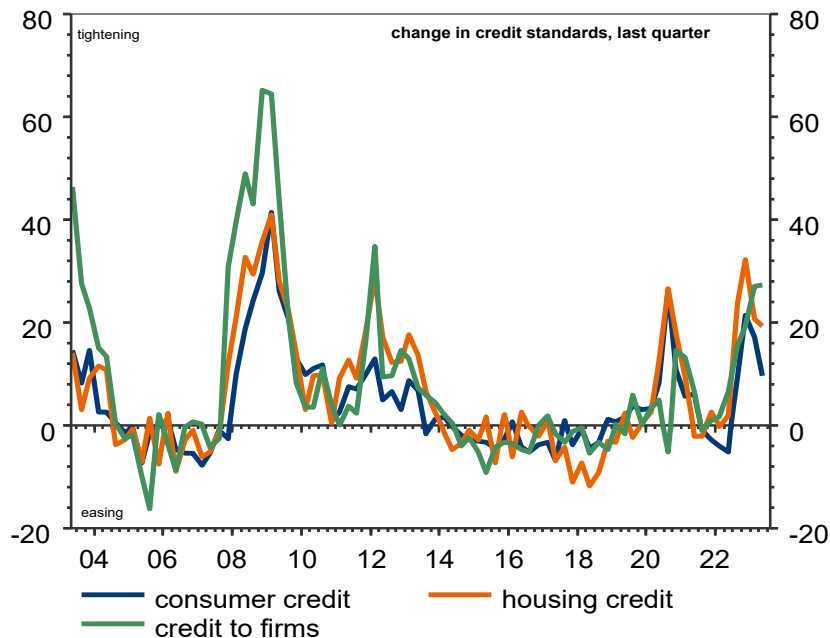
## Attese di mercato sul tasso BCE



Fonte: Bloomberg

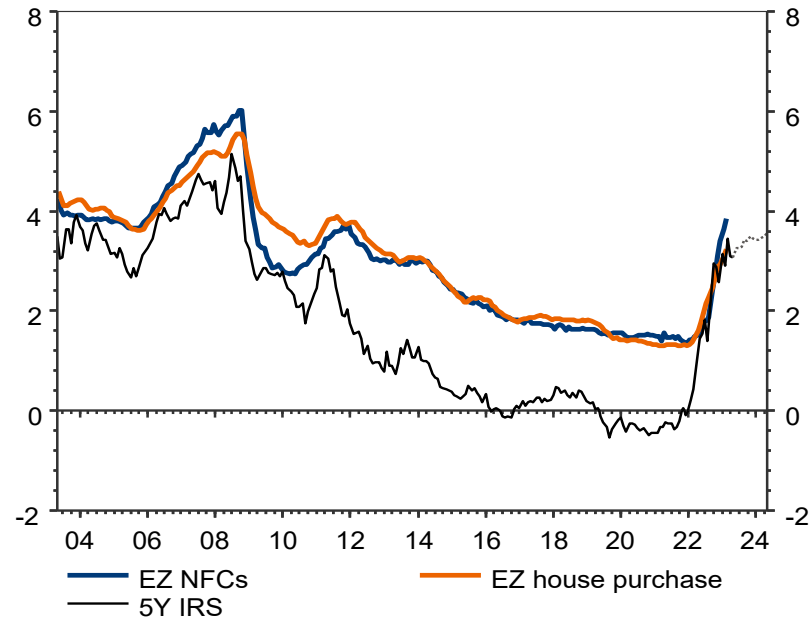
# Peggiorano le condizioni creditizie

Le condizioni creditizie si stanno facendo più restrittive per famiglie e imprese



Fonte: ECB Bank Lending Survey

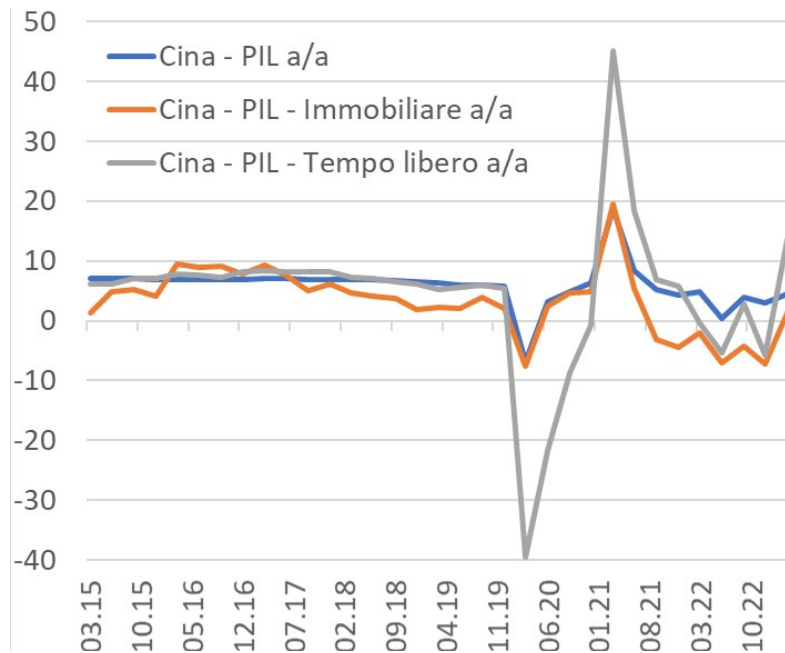
Il costo medio ponderato del finanziamento è ai livelli più alti dal 2011



Fonte: ECB

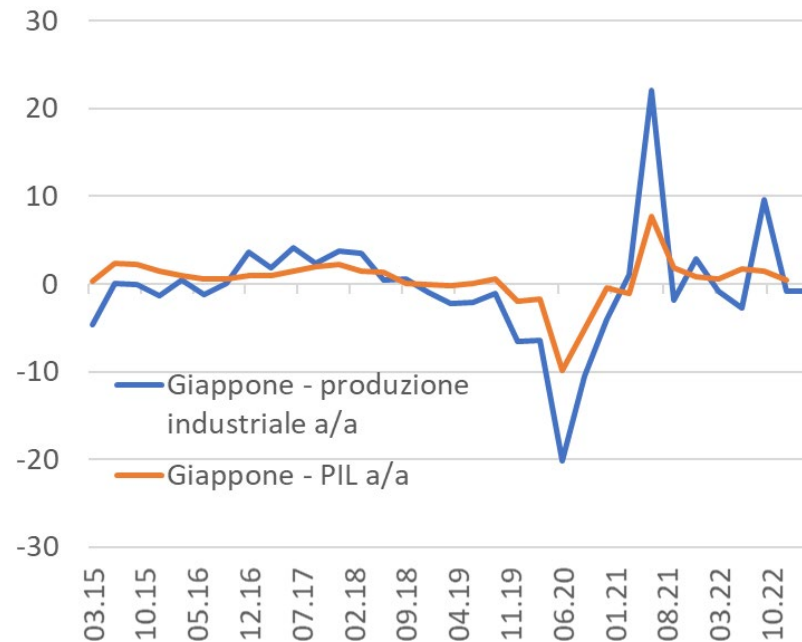
# Cina in ripartenza, Giappone in crescita moderata

La fine della politica zero-Covid rilancia l'economia



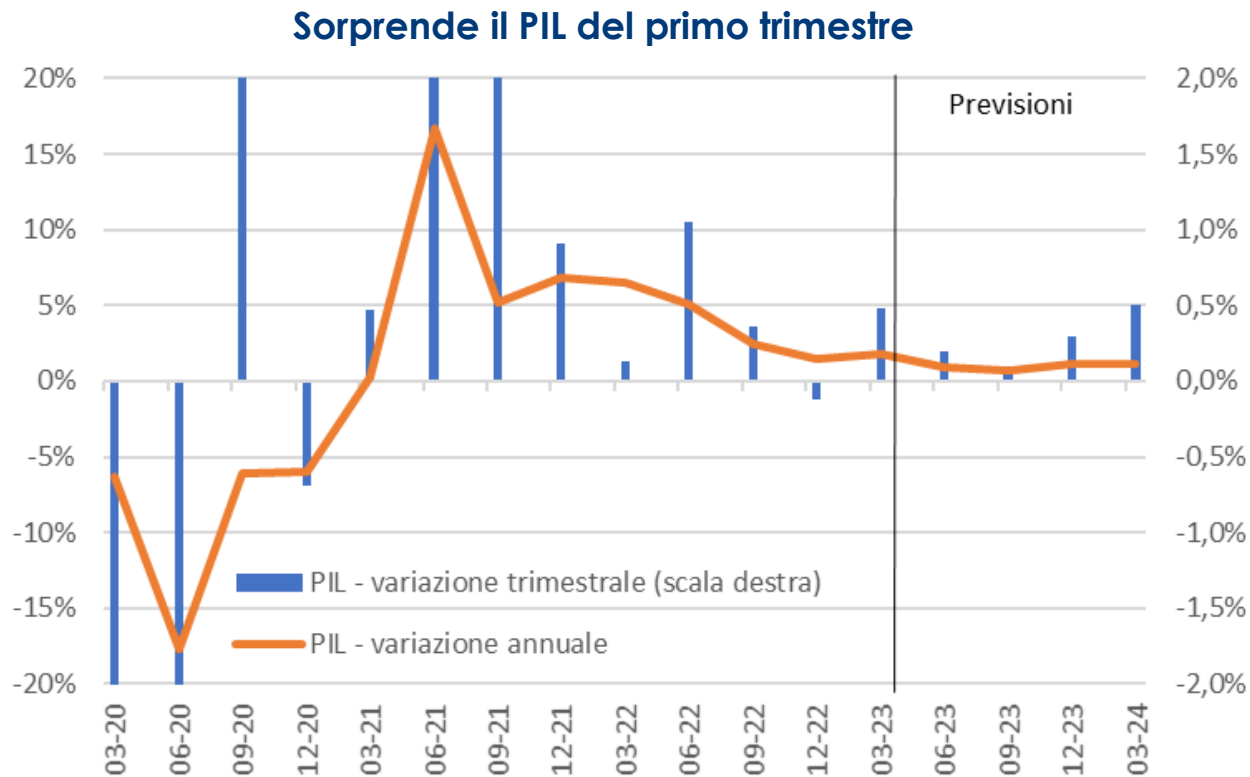
Fonte: Bloomberg

Il Giappone rallenta ma resta in crescita



Fonte: Bloomberg

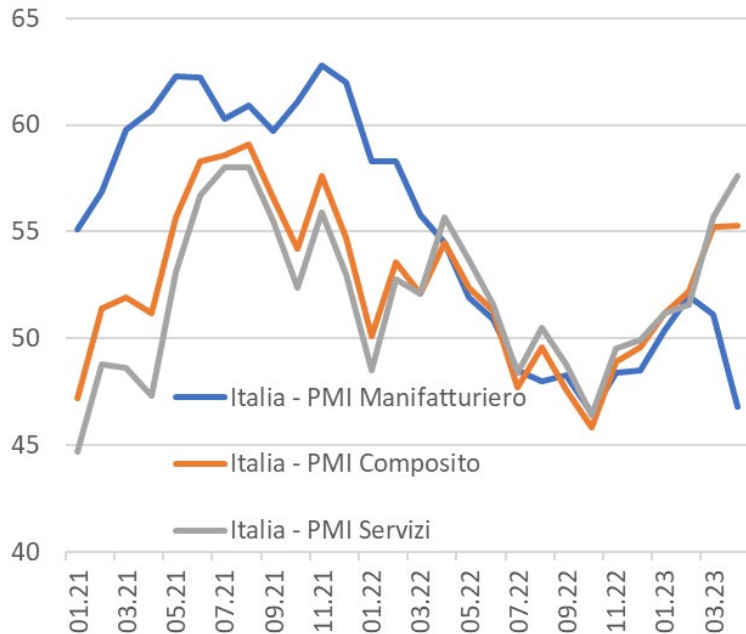
# Italia: crescita lenta ma superiore alle attese



Fonte: Bloomberg e Intesa Sanpaolo

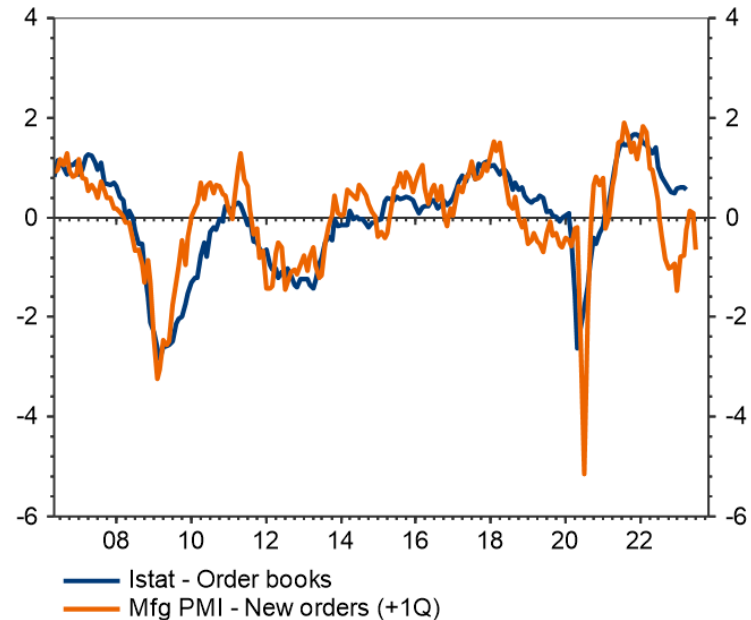
# Servizi in accelerazione, industria stabile

Fiducia in recupero nei servizi,  
in calo nell'industria..



Fonte: Bloomberg

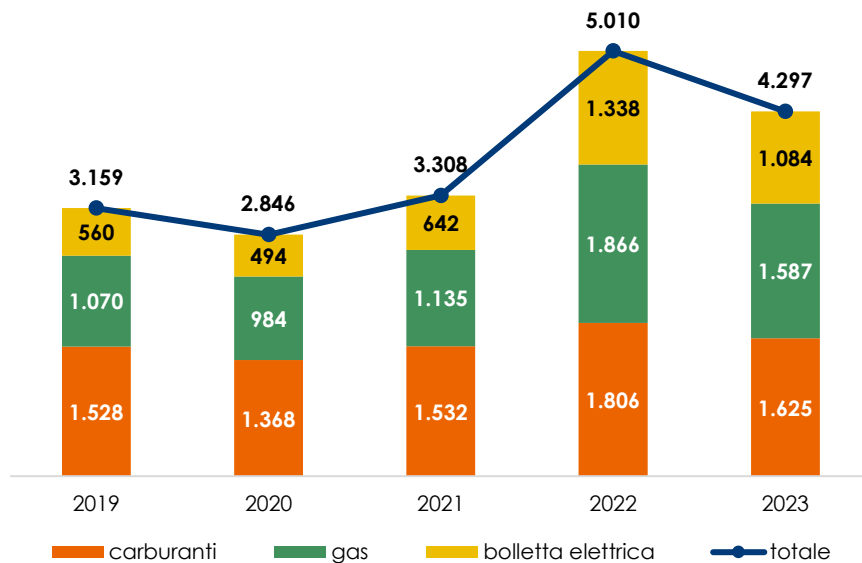
...dove però gli ordinativi iniziano a  
mostrare segnali di stabilizzazione



Fonte: Bloomberg

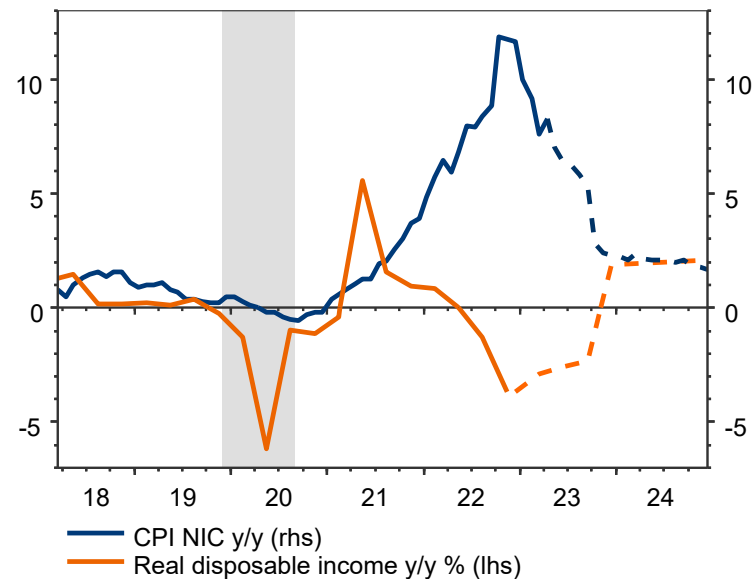
# Italia: in calo la bolletta energetica

In base agli ultimi sviluppi, la bolletta energetica per la famiglia tipo dovrebbe costare meno nel 2023 rispetto al 2022 (ma molto più che nel 2019-21)



Nota: la simulazione ipotizza l'assenza di variazioni dei volumi.  
Fonte: elaborazioni e previsioni di Intesa Sanpaolo su dati Istat, ARERA

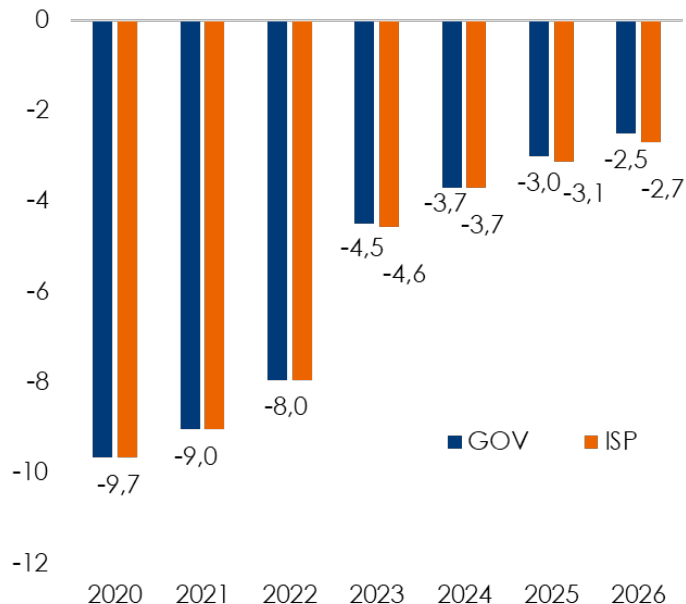
L'inflazione sta rallentando, ma il reddito disponibile reale delle famiglie potrebbe rimanere in territorio negativo su base annua per quasi tutto il 2023



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

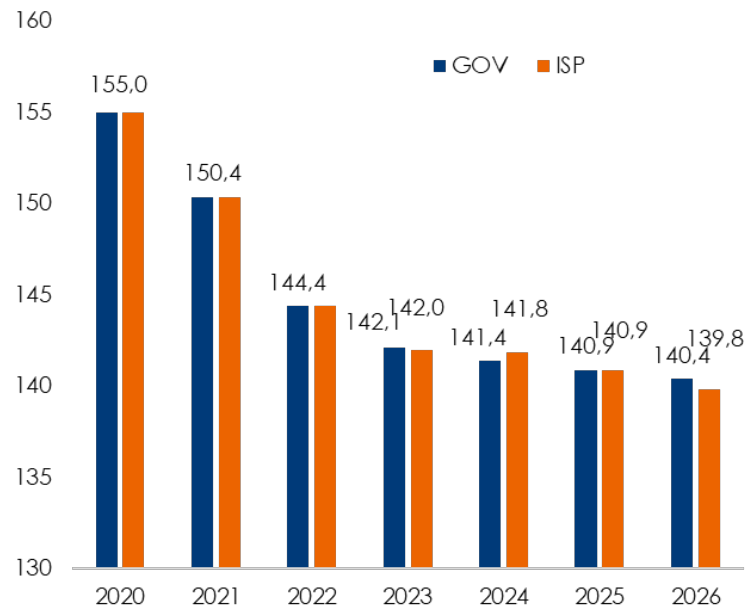
# Italia: deficit e debito in riduzione

**Prevediamo che il deficit/PIL rimanga superiore agli obiettivi del governo, ma la tendenza al ribasso non sembra a rischio**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico del Governo italiano (DEF 2023)

**Il rapporto debito/PIL continuerà a scendere (anche se di poco)**



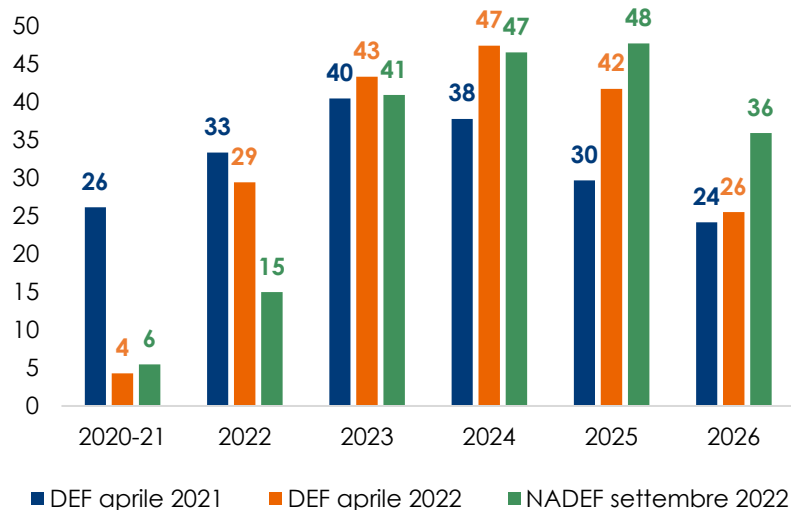
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico del Governo italiano (DEF 2023)



# Una spinta agli investimenti verrà dal PNRR

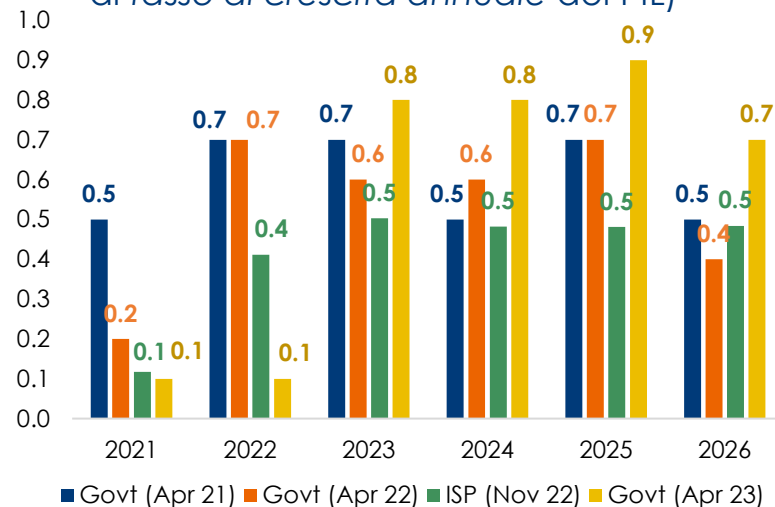
Nelle stime del Governo, il PNRR dovrebbe aumentare la crescita del PIL potenziale nel 2026 all'1,4% dal precedente 0,6% (+0,8%, di cui +0,5% dovuto alla spesa finanziata dal PNRR e +0,3% dovuto all'impatto delle riforme). Nel **DEF di aprile 2023**, il Governo ha ribadito che sono in corso colloqui con le istituzioni europee per rivedere alcuni interventi.

**Risorse del RRF stanziare** (miliardi di euro),  
**successive revisioni del profilo atteso dal Governo**



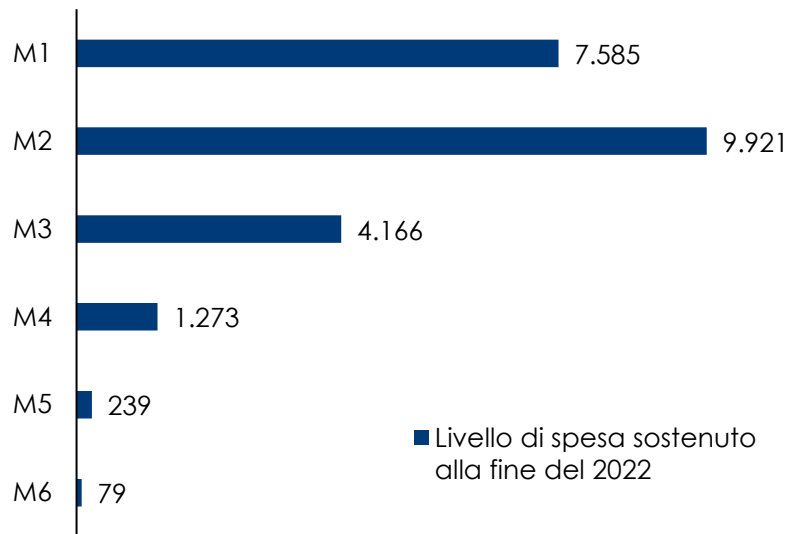
Fonte: Governo italiano

**Stime dell'impatto sul PIL**  
(deviazioni dallo scenario di base in termini  
di tasso di crescita annuale del PIL)



# La spesa effettiva a fine 2022 è stata di 23,3 mld

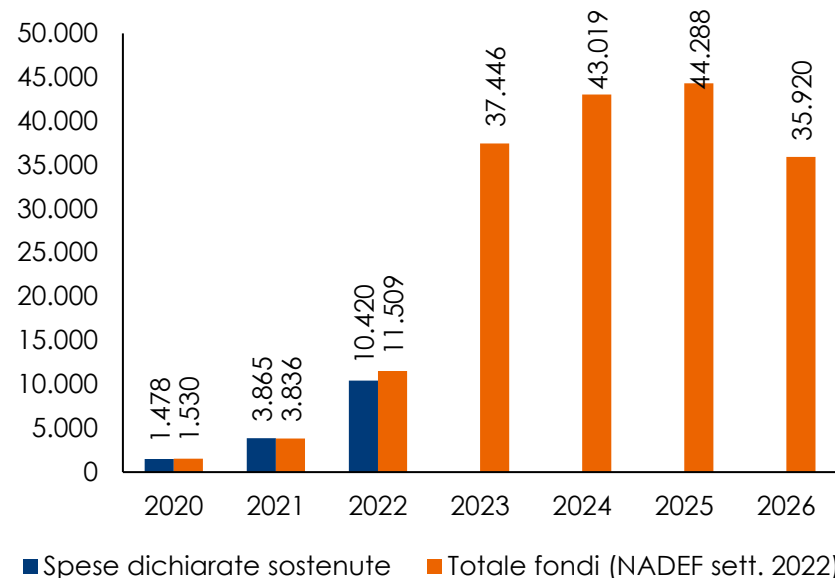
**Il 75% della spesa totale è attribuibile alla transizione ecologica e digitale**  
(milioni di euro)



Nota: Missione 1 = Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura, Missione 2 = Rivoluzione verde e transizione ecologica, Missione 3 = Infrastrutture per la mobilità sostenibile, Missione 4 = Istruzione e ricerca, Missione 5 = Inclusione e coesione, Missione 6 = Salute.

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Corte dei Conti

**Al netto del Superbonus, il piano implica una accelerazione della spesa da 11,5 mld nel 2022 a 37,4 mld nel 2023**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Corte dei Conti

# Principali cause dei ritardi nella capacità di spesa

- **Colli di bottiglia nel reclutamento del personale:** i piani di reclutamento straordinario hanno incontrato difficoltà nella ricerca di professionalità tecniche specializzate, specie nel caso dei Comuni.
- **Lentezza delle procedure ministeriali per selezionare i progetti da finanziare** (ad esempio asili nido / scuole infanzia, economia circolare).
- **Carenze di liquidità negli enti** per mismatch tra anticipi richiesti dalle imprese aggiudicatrici e acconti iniziali garantiti dal MEF.
- **Inadeguatezze e lacune del sistema «ReGiS»**, che consente il monitoraggio dell'implementazione del Piano.

Alcuni di questi nodi sono stati affrontati da **interventi normativi**, tra i quali i decreti semplificazioni e in tema di governance, e il «Fondo per l'avvio delle opere indifferibili» da 7,5 miliardi sul 2022-26 per fronteggiare gli aumenti dei prezzi (ma la sola AV Palermo-Catania ha assorbito 1,2 miliardi). Inoltre, il Governo ha di recente approvato il «Codice Appalti».

## Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

## 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, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono 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 le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti 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 Operazioni personali 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. – Industry & Banking Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

### A cura di:

Gregorio De Felice, *Chief Economist, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo*