

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La settimana prossima entra nel vivo la tornata di indagini congiunturali relative al mese di novembre, da cui pensiamo possano arrivare segnali di ulteriore debolezza nell'Eurozona e indicazioni di (moderato) rallentamento ciclico tra fine 2023 e inizio 2024 anche negli Stati Uniti, dopo la robusta espansione vista nei mesi estivi. Il sentiero recente e atteso dell'inflazione, e le dichiarazioni dei principali banchieri centrali, confermano che il ciclo di rialzi dei tassi dovrebbe essere terminato su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma anche che difficilmente Fed e BCE avvieranno un ciclo espansivo già nei primi mesi del 2024.

**Area euro.** Saranno diffusi la settimana prossima i PMI flash e le indagini nazionali Ifo in Germania, Insee in Francia e BNB in Belgio, oltre al dato preliminare sulla fiducia dei consumatori della Commissione. Anche se alcune survey potrebbero mostrare un modesto recupero (in particolare l'Ifo, il PMI servizi e il morale delle famiglie), **il messaggio complessivo che dovrebbe arrivare dalle indagini di novembre sarebbe una conferma della sostanziale stagnazione dell'economia**, col rischio che la marginale contrazione del PIL vista in estate possa protrarsi. La probabilità di una recessione più ampia resta non trascurabile, ma tutto sommato moderata.

**Martedì 21 è atteso il parere della Commissione Europea sui Documenti Programmatici di Bilancio:** sulla base delle nuove proiezioni pubblicate in settimana nelle [Autumn 2023 Economic Forecast](#), **diversi Paesi, tra cui Francia, Italia, Spagna e Belgio, sono a rischio di Procedura per Deficit Eccessivo**, in quanto secondo la Commissione manterranno un deficit superiore al 3% sino al 2025 (e in tutti questi Paesi, con la sola eccezione della Spagna, il debito è visto in salita nel prossimo biennio). È possibile che giovedì 23 venga convocato un Ecofin straordinario per riprendere il negoziato sulla riforma delle regole fiscali UE, ma non è da escludere che il tutto sia rimandato alla riunione già programmata dell'8 dicembre. **In Olanda si terranno mercoledì 22 le elezioni anticipate** dopo la caduta del governo Rutte lo scorso luglio.

Nel frattempo, i membri del Consiglio direttivo BCE hanno espresso un orientamento a escludere tagli dei tassi su un orizzonte di due trimestri; oltre tale periodo, le opinioni espresse sono variegate. **Nel nostro scenario base, il primo taglio avviene a settembre.** Lo scenario scontato dai mercati (un avvio dei tagli già in primavera) richiede verosimilmente una moderata recessione già a partire dal trimestre in corso. **La prossima settimana (giovedì) saranno pubblicati i verbali della riunione BCE di ottobre**, e proseguirà l'intenso flusso di discorsi dei membri del Consiglio.

**Stati Uniti.** Il principale evento della settimana uscente è stato **il CPI di ottobre, che è tornato a calare dopo la risalita dei mesi precedenti** (l'indice è risultato stabile nel mese e in calo a 3,2% da 3,7% sull'anno); anche il CPI core ha sorpreso lievemente al ribasso, rallentando a 0,2% m/m e 4% a/a; il CPI al netto di alimentari, energia e servizi abitativi ha mostrato un aumento di un decimo a ottobre (come a settembre, in decelerazione rispetto allo 0,3% m/m di agosto) ed è rallentato al 2% su base annua. **Anche il PPI ha sorpreso al ribasso. Tali dati hanno rafforzato l'attesa che anche la Fed abbia terminato il ciclo di rialzi dei tassi ufficiali.**

Pure negli USA, **i principali dati della settimana saranno i PMI flash** di novembre, attesi poco variati; gli ordini di beni durevoli sono visti in calo per via della correzione dell'aeronautica civile. I dati diffusi nei giorni scorsi (vendite al dettaglio e produzione industriale di ottobre *in primis*) mostrano che **stanno cominciando a emergere segnali di minor vigore del ciclo rispetto al picco visto nei mesi estivi, ma la crescita è attesa ancora in territorio significativamente positivo nel trimestre in corso, il che non pare coerente con un taglio dei tassi Fed già nei primi mesi del 2024.** La settimana prossima (martedì) saranno diffusi anche i verbali del FOMC del 1° novembre.

17 novembre 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

### International Research Network

**Silvia Guizzo**  
Economista - Asia Ex Giappone



## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (20 – 24 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	20/11	02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	nov	4.2	%	
		02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	nov	3.5	%	
	08:00	GER	PPI a/a		ott	-14.7	%	-11.0	
		GER	PPI m/m		ott	-0.2	%	0.0	
		USA	Indice anticipatore m/m		ott	-0.7	%	-0.7	
Mar	21/11	16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		ott	3.96	Mln	3.93
Mer	22/11	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	231	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.865	Mln	
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	ott	4.6	%	-3.0
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	ott	0.4	%	
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	nov	-17.9		-17.5
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		nov	prel 60.4		
Gio	23/11	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	nov	98		98
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	nov	45.2		45.6
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	nov	42.8		43.0
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	nov	48.2		48.4
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	nov	40.8		41.0
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	nov	47.8		48.0
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	nov	46.5		46.8
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	nov	43.1		43.4
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	nov	49.5		49.7
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	nov	44.8		45.0
		Ven	24/11	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	ott	3.0
00:30	GIA			CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	ott	2.8	%	3.0
01:30	GIA			PMI manifatturiero prelim		nov	48.7		
08:00	GER			PIL s.a. t/t dettagliato	*	T3	-0.1	%	-0.1
08:00	GER			PIL s.a. a/a dettagliato		T3	-0.3	%	
10:00	GER			IFO (attese)		nov	84.7		85.9
10:00	GER			IFO (sit. corrente)		nov	89.2		89.5
10:00	GER			IFO	**	nov	86.9		87.5
15:00	BEL			Indice ciclico BNB		nov	-16.8		
15:45	USA			Markit PMI Servizi prelim.	*	nov	50.6		
15:45	USA			Markit PMI Manif. prelim.	*	nov	50.0		
15:45	USA			Markit PMI Composito prelim.		nov	50.7		

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 (20 – 24 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	20/11	10:10	EUR	Discorso di Vujčić (BCE)
		14:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		19:45	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		20:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
Mar	21/11	11:15	GB	* Testimonianza di Bailey (BoE) al Parlamento
		17:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		18:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		18:35	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
		EUR	* Parere della Commissione UE sui Documenti Programmatici di Bilancio	
Mer	22/11	OLA	* Elezioni anticipate nei Paesi Bassi	
Gio	23/11	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di ottobre
Ven	24/11	11:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		14:00	EUR	Discorso di De Guindos (BCE)
		16:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
			SVK	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Slovacchia

Note: (\*\*) molto importante; (\*) importante  
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	ott	0.4		%	0.1	0.0
CPI a/a	ott	3.7		%	3.3	3.2
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	ott	4.1		%	4.1	4.0
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	ott	0.3		%	0.3	0.2
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	ott	0.2	(0.3)	%	0.3	0.0
PPI m/m	ott	0.4	(0.5)	%	0.1	-0.5
Indice Empire Manufacturing	nov	-4.6			-2.8	9.1
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	ott	0.8	(0.6)	%	0.0	0.1
Vendite al dettaglio m/m	ott	0.9	(0.7)	%	-0.3	-0.1
Scorte delle imprese m/m	set	0.4		%	0.4	0.4
Richieste di sussidio	settim	218	(217)	x1000	220	231
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.833	(1.834)	Mln	1.847	1.865
Prezzi all'import m/m	ott	0.4	(0.1)	%	-0.3	-0.8
Indice Philadelphia Fed	nov	-9.0			-9.0	-5.9
Produzione industriale m/m	ott	0.1	(0.3)	%	-0.3	-0.6
Impiego capacità produttiva	ott	79.5	(79.7)	%	79.4	78.9
Indice Mercato Immobiliare NAHB	nov	40			40	34
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	set	62.2	(63.5)	Mld \$		-1.7
Licenze edilizie	ott	1.471		Mln	1.450	
Nuovi cantieri residenziali	ott	1.358		Mln	1.350	

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

**Stati Uniti: sorprende al ribasso il CPI di ottobre.** I dati sul CPI di ottobre sono risultati migliori delle attese, con un indice headline invariato nel mese, grazie al raffreddamento della componente energia, e pressioni core in rallentamento sia su base congiunturale che tendenziale. Il dato fornisce ulteriori argomenti a favore della fine del ciclo di rialzi dei tassi da parte della Fed.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
PIL t/t prelim	T3	1.1	(1.2)	%	-0.1	-0.5
PIL t/t, ann. prelim	T3	4.5	(4.8)	%	-0.6	-2.1
Produzione industriale m/m finale	set	0.2		%		0.5
Ordinativi di macchinari m/m	set	-0.5		%	0.9	1.4
Bilancia commerciale	ott	72.1	(62.4)	Mld ¥ JP	-735.7	-662.5

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

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PIL a/a 2a stima	T3	0.1	%	0.1	0.1
EUR	PIL t/t 2a stima	T3	-0.1	%	-0.1	-0.1
EUR	Produzione industriale m/m	set	0.6	%	-1.0	-1.1
EUR	CPI a/a finale	ott	2.9	%	2.9	2.9
EUR	CPI m/m finale	ott	0.3	%	0.1	0.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	ott	5.0	%	5.0	5.0
FRA	Tasso di disoccupazione	T3	7.2	%	7.3	7.4
FRA	IPCA m/m finale	ott	0.2	%	0.2	0.2
FRA	IPCA a/a finale	ott	4.5	%	4.5	4.5
FRA	CPI m/m Ex Tob	ott	-0.5	%		0.1
GER	ZEW (Sit. corrente)	nov	-79.9		-76.9	-79.8
GER	ZEW (Sentiment econ.)	nov	-1.1		5.0	9.8
ITA	IPCA a/a finale	ott	1.9	%	1.9	1.8
ITA	IPCA m/m finale	ott	0.2	%	0.2	0.1
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	ott	-0.1	%	-0.1	-0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	ott	1.8	%	1.8	1.7
ITA	Bilancia commerciale (totale)	set	2.35	(2.07)	Mld €	2.35
ITA	Bilancia commerciale (UE)	set	-1.13	(-1.01)	Mld €	-0.47
SPA	IPCA a/a finale	ott	3.5	%	3.5	3.5

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

**Germania: ZEW, poca luce in fondo al tunnel.** L'indagine ZEW di novembre mostra un miglioramento che muta di poco le prospettive pessimistiche sull'economia tedesca. L'indice sulle aspettative prosegue lungo un trend di recupero; le valutazioni sulla situazione corrente risultano poco variate dopo sei mesi di calo. La relazione tra ZEW e PIL è piuttosto debole ma confermerebbe una probabile nuova contrazione dell'attività economica nel trimestre in corso.

**Previsioni d'autunno della Commissione Europea. La Commissione europea ha pubblicato le previsioni economiche d'autunno 2023 con il consueto aggiornamento sulle finanze pubbliche,** propedeutico alla preparazione del parere di Bruxelles sui Documenti Programmatici di Bilancio nazionali previsto per la prossima settimana. Per quanto riguarda l'Italia, la Commissione prevede un aumento del debito pubblico in rapporto al PIL, sia nel 2024 che nel 2025. Anche ipotizzando un accordo sulla riforma delle regole di bilancio, le nuove proiezioni della Commissione UE dipingono complesse prospettive di finanza pubblica per l'Italia.

**BCE: l'elusivo concetto di durata sufficiente.** La BCE ha detto di ritenere che i tassi di interesse di riferimento si collochino su livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al conseguimento dell'obiettivo del 2%. Ma quanto è "sufficientemente lungo"?

#### Cina

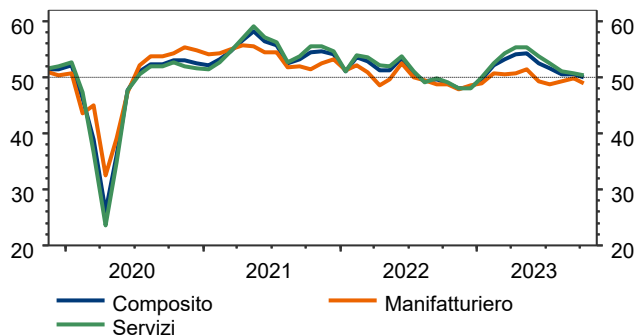
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
M2 a/a	ott	10.3		%	10.3
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ott	2310.0	Mld ¥ CN		665.0
Finanza sociale aggregata (flusso)	ott	4120	Mld ¥ CN		1900
Produzione industriale cumulata a/a	ott	4.0		%	4.1
Vendite al dettaglio cumulate a/a	ott	6.81		%	6.90
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	ott	3.1		%	3.1
Produzione industriale a/a	ott	4.5		%	4.4
Vendite al dettaglio a/a	ott	5.5		%	7.0

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

**In Cina la ripresa continua ma rimane moderata.** I dati relativi al mese di ottobre sono stati nel complesso migliori delle attese di consenso, aiutati anche da un effetto confronto favorevole che proseguirà fino a fine anno. Si registra un miglioramento dei consumi e della produzione, sia industriale sia dei servizi, ma un'ulteriore contrazione degli investimenti, in particolare nel settore immobiliare. Il raggiungimento del target di crescita annua del governo resta possibile. Tuttavia, la ripresa rimane moderata, e necessiterebbe di ulteriori misure di sostegno per guadagnare velocità nei prossimi trimestri.

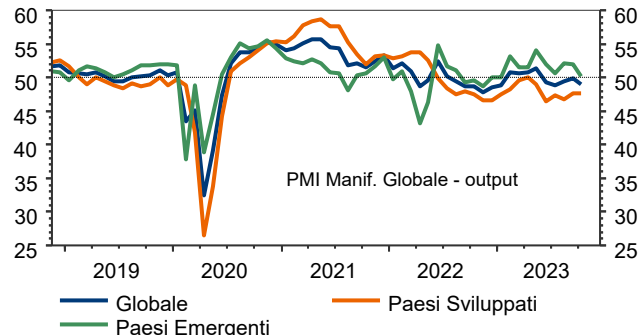
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



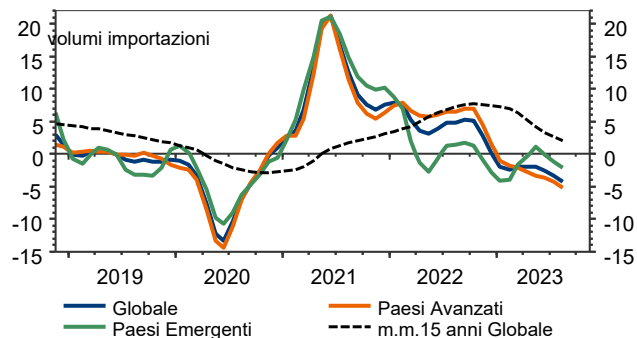
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



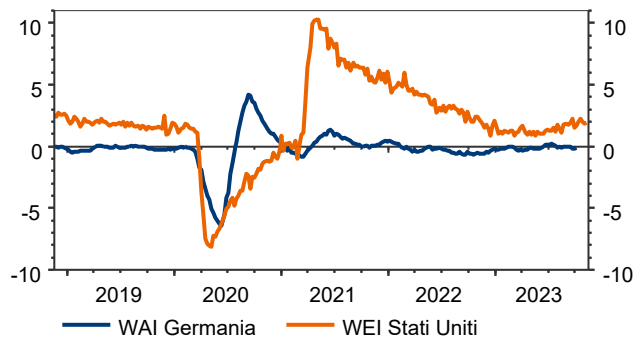
Fonte: S&P Global

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



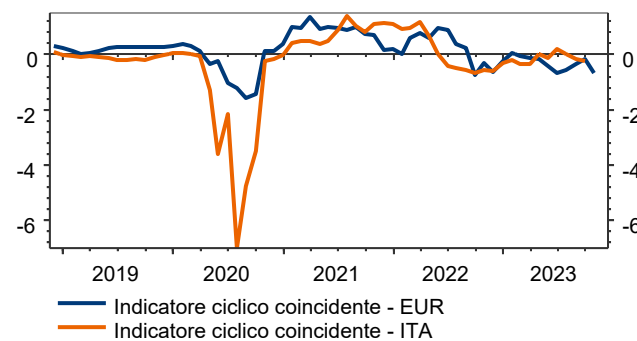
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



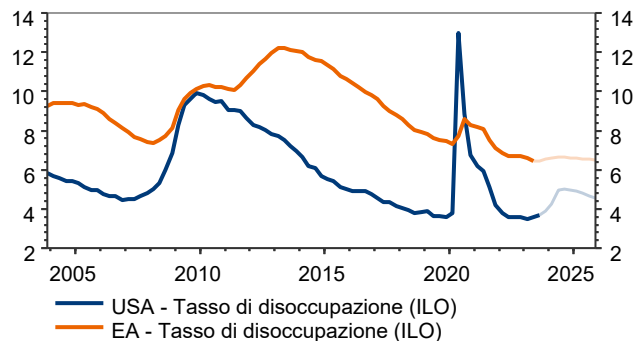
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

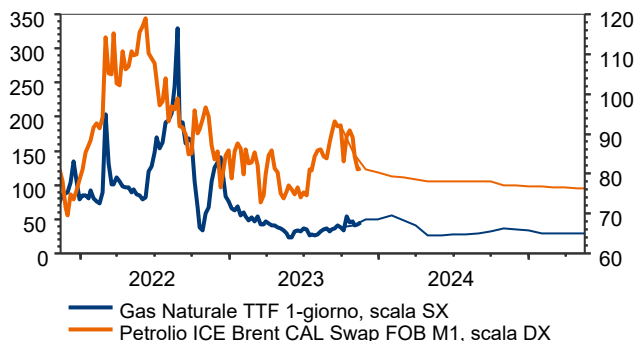
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

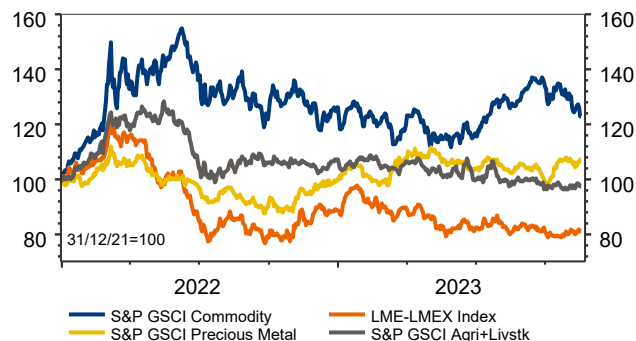
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



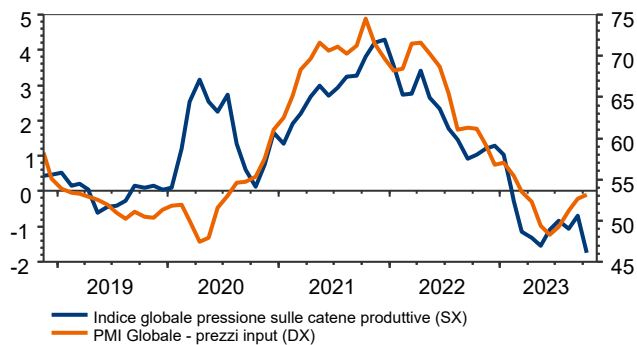
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



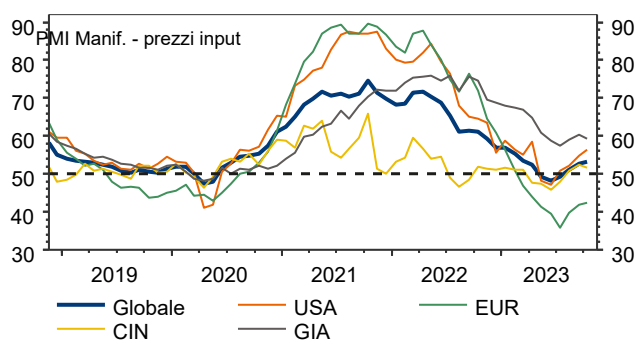
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



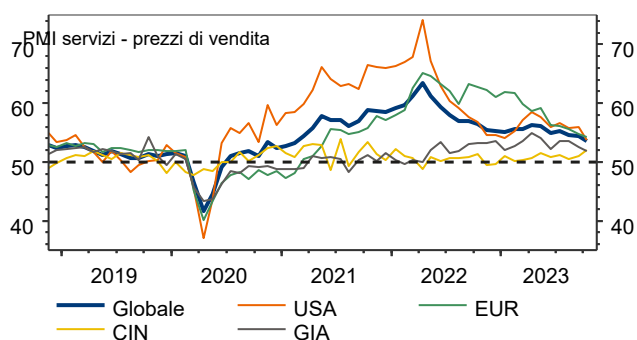
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



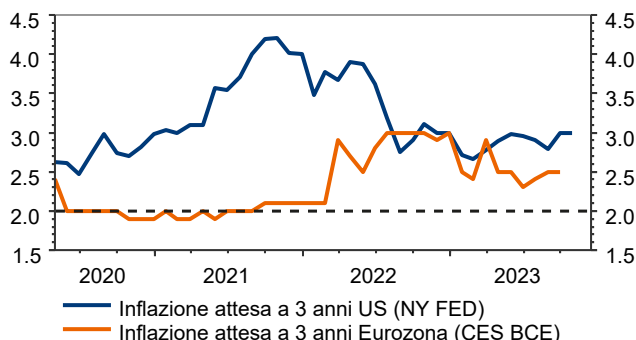
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

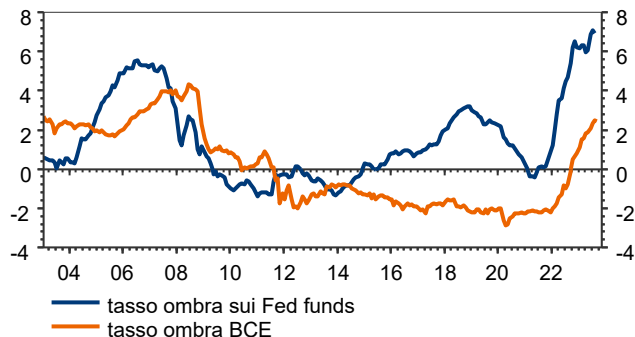
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

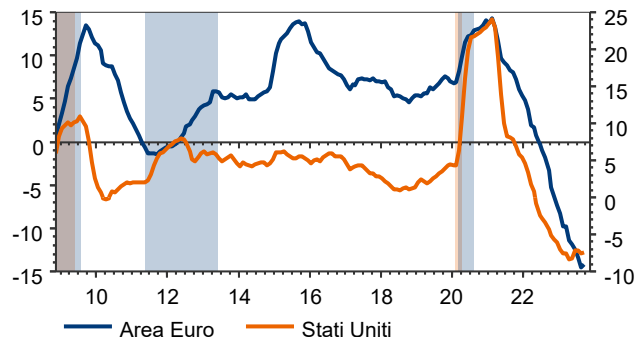
## Condizioni Finanziarie

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



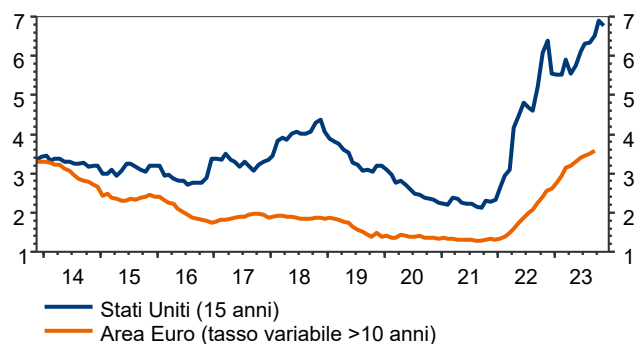
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



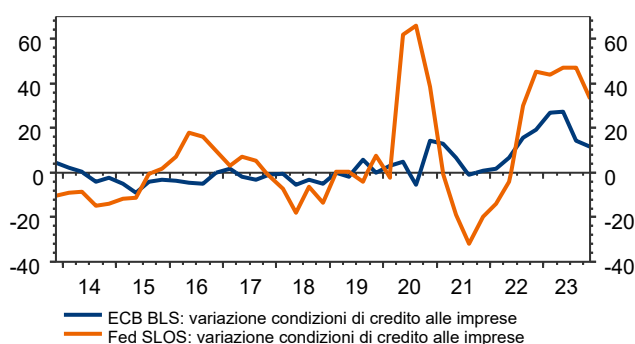
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



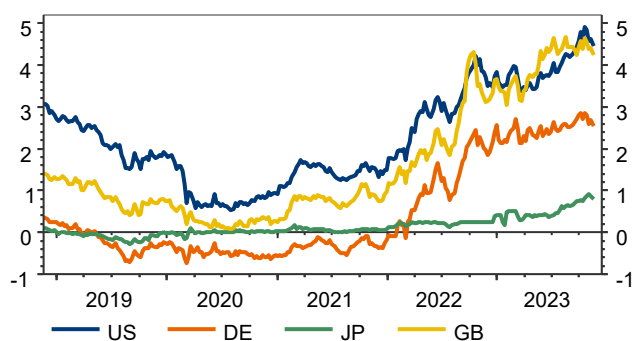
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



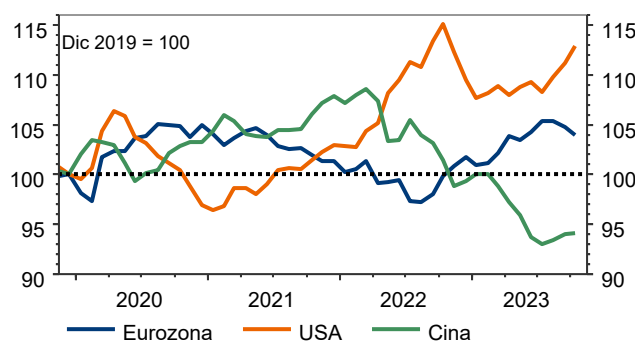
Fonte: Fed, BCE

### Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

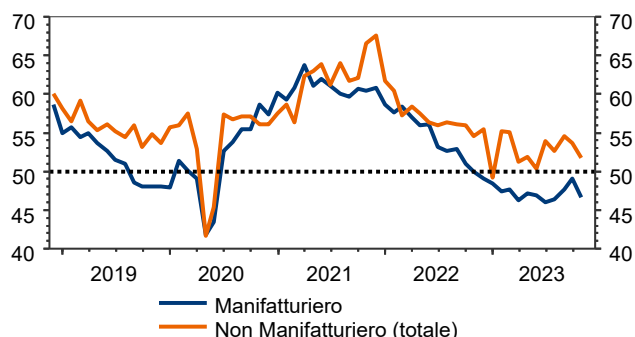
### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

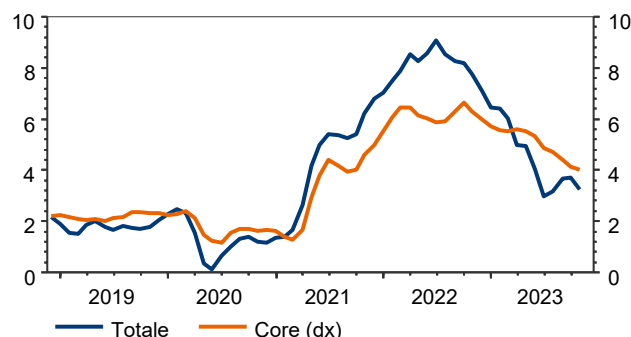
## Stati Uniti

### Indagini ISM



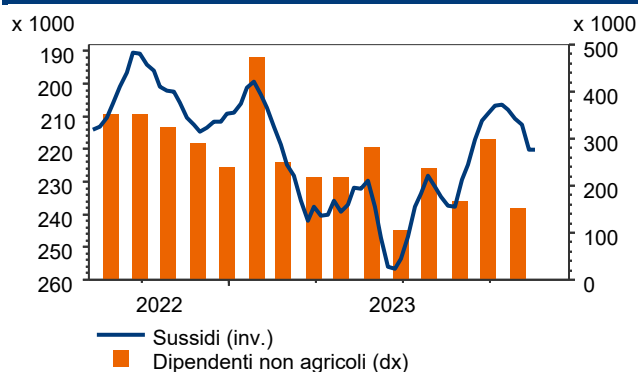
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



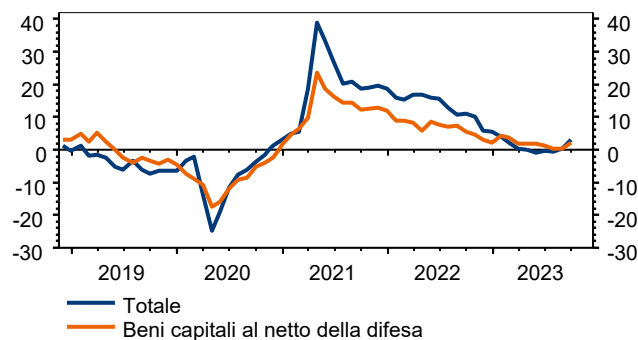
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

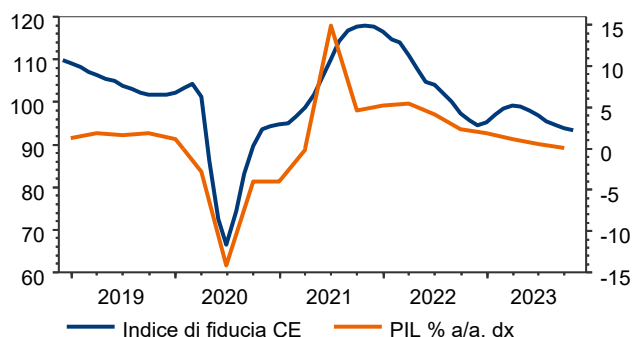
	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	2.4	1.4	1.7	0.7	1.7	2.4	2.9	2.6	2.0	1.7
- trim./trim. annualizzato				2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	1.2	0.1	0.7
Consumi privati	2.5	2.2	1.3	1.6	1.2	3.8	0.8	4.0	1.4	0.3	0.7
IFL - privati non residenziali	5.2	4.1	0.5	4.7	1.7	5.7	7.4	-0.1	0.5	-1.7	0.4
IFL - privati residenziali	-9.0	-11.5	3.2	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	3.9	-7.6	-1.6	4.8
Consumi e inv. pubblici	-0.9	3.7	1.7	2.9	5.3	4.8	3.3	4.6	1.9	1.0	0.8
Esportazioni	7.0	2.5	1.1	16.2	-3.5	6.8	-9.3	6.2	0.8	0.6	1.1
Importazioni	8.6	-1.6	1.0	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	5.7	0.1	0.5	1.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.4	0.1	-0.4	1.5	-2.3	-0.2	1.2	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.2	-3.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-7.5	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	142.0	141.5	145.8								
CPI (a/a)	8.0	4.2	2.7	8.3	7.1	5.8	4.0	3.5	3.4	3.0	2.7
Produzione industriale	3.4	0.2	-0.4	0.5	-0.6	-0.1	0.2	0.5	-0.6	-0.8	0.3
Disoccupazione (%)	3.7	3.7	4.1	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	3.9	4.0	4.1

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



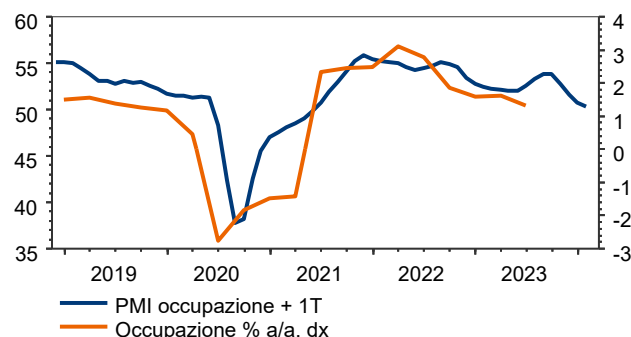
## Area euro

## PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



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

## Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	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	116.6	123.1	5.5	6.8	5.5	5.5
lug-23	123.4	119.5	116.4	123.0	5.3	6.6	5.5	5.3
ago-23	124.0	119.9	116.8	123.7	5.2	6.2	5.3	5.2
set-23	124.4	120.1	117.0	124.1	4.3	5.5	4.5	4.3
ott-23	124.6	120.4	117.3	124.2	2.9	5.0	4.2	2.8
nov-23	124.3	120.0	117.4	123.8	2.7	4.4	4.3	2.6
dic-23	124.8	120.6	117.8	124.3	3.5	4.2	4.0	3.4
<b>Media</b>	<b>123.3</b>	<b>119.0</b>	<b>116.0</b>	<b>122.9</b>	<b>5.5</b>	<b>6.2</b>	<b>5.1</b>	<b>5.5</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 BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-24	124.0	119.5	116.5	123.5	3.1	3.7	3.7	3.0
feb-24	124.8	120.4	117.3	124.4	3.0	3.5	3.5	2.8
mar-24	125.8	121.5	118.4	125.3	2.8	3.2	3.2	2.7
apr-24	126.5	122.3	119.4	126.0	2.7	3.0	3.0	2.6
mag-24	126.5	122.3	119.2	126.0	2.7	2.6	2.6	2.6
giu-24	126.6	122.3	119.1	126.1	2.6	2.3	2.2	2.4
lug-24	126.5	122.2	118.8	125.9	2.5	2.2	2.0	2.4
ago-24	126.8	122.5	119.1	126.2	2.2	2.2	2.0	2.1
set-24	127.1	122.9	119.6	126.6	2.2	2.3	2.2	2.0
ott-24	127.4	123.0	119.8	126.8	2.3	2.2	2.1	2.1
nov-24	127.2	122.8	120.1	126.6	2.4	2.3	2.2	2.3
dic-24	127.8	123.3	120.4	127.2	2.4	2.3	2.2	2.3
<b>Media</b>	<b>126.4</b>	<b>122.1</b>	<b>119.0</b>	<b>125.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</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.

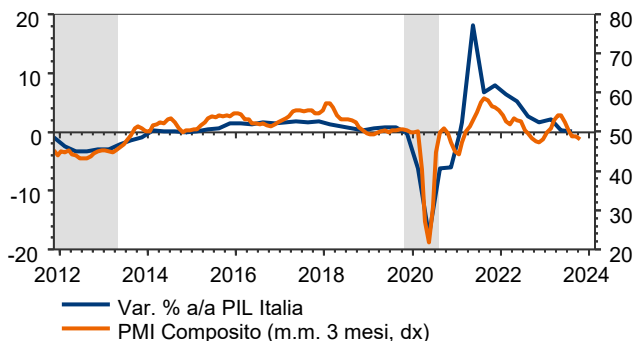
## Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.5	0.6	2.4	1.8	1.2	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2
- t/t				0.3	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2
Consumi privati	4.2	0.4	0.9	1.0	-0.7	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.4
Investimenti fissi	2.8	1.2	1.1	1.2	-0.2	0.4	0.1	0.3	0.1	0.1	0.4
Consumi pubblici	1.6	0.1	0.5	-0.1	0.5	-0.6	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	7.4	0.2	0.9	1.0	-0.1	0.0	-0.9	0.1	0.0	0.2	0.5
Importazioni	8.0	-0.6	0.9	2.2	-1.1	-1.1	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.3	-0.3	0.1	-0.1	-0.5	0.5	-0.4	0.0	-0.1	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.7	2.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	91.0	90.0	89.7								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.5	2.6	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	3.1	3.0	2.7
Produzione industriale (a/a)	2.2	-2.4	0.2	3.3	2.2	0.3	-1.2	-4.8	-3.8	-2.3	-0.4
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.8	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.6	6.8	6.9
Euribor 3 mesi	0.34	3.43	3.89	0.48	1.77	2.63	3.36	3.75	3.98	4.01	3.99

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

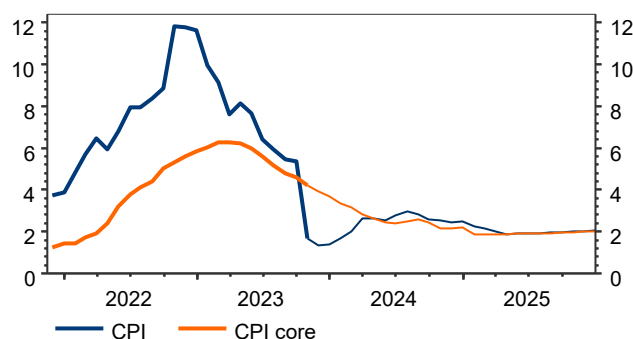
## Italia

### 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	118.3	118.4	8.6	8.2	7.7	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	118.6	118.7	6.3	5.9	5.6	5.7
ago-23	120.1	120.1	119.0	119.1	5.5	5.4	5.1	5.2
set-23	122.1	120.3	119.2	119.3	5.6	5.3	5.0	5.1
ott-23	122.2	120.1	119.1	119.2	1.8	1.7	1.7	1.7
nov-23	122.6	120.3	119.3	119.4	1.5	1.3	1.4	1.3
dic-23	123.0	120.7	119.8	119.9	1.5	1.4	1.4	1.4
<b>Media</b>	<b>121.1</b>	<b>119.8</b>	<b>118.7</b>	<b>118.8</b>	<b>6.1</b>	<b>5.8</b>	<b>5.5</b>	<b>5.6</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	121.5	121.1	120.1	120.2	1.8	1.7	1.6	1.6
feb-24	122.0	121.7	120.7	120.8	2.2	2.0	1.9	1.9
mar-24	123.7	121.9	121.0	121.0	2.8	2.6	2.5	2.5
apr-24	124.7	122.5	121.4	121.4	2.8	2.7	2.6	2.5
mag-24	125.0	122.7	121.6	121.6	2.7	2.5	2.6	2.5
giu-24	125.4	123.0	121.9	121.9	2.9	2.8	2.9	2.8
lug-24	123.6	123.2	122.1	122.1	3.1	3.0	3.0	2.9
ago-24	123.7	123.5	122.3	122.3	3.0	2.8	2.8	2.7
set-24	125.4	123.4	122.3	122.3	2.7	2.6	2.6	2.5
ott-24	125.5	123.2	121.9	121.9	2.7	2.5	2.4	2.3
nov-24	125.8	123.2	122.0	122.0	2.6	2.5	2.3	2.2
dic-24	126.2	123.7	122.6	122.6	2.6	2.5	2.3	2.3
<b>Media</b>	<b>124.4</b>	<b>122.8</b>	<b>121.7</b>	<b>121.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</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)	3.9	0.7	1.0	2.6	1.6	2.1	0.3	0.0	0.3	0.0	0.9
- t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.0	0.0	0.3	0.4
Consumi privati	5.0	1.3	0.9	2.5	-1.7	0.6	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
Investimenti fissi	10.1	0.9	0.2	-0.3	1.0	1.0	-1.7	0.1	0.2	0.0	0.1
Consumi pubblici	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.6	0.3	-0.8	0.2	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	10.7	0.7	2.5	-0.5	1.8	-1.0	-0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Importazioni	13.1	1.0	2.1	2.1	-2.0	1.0	0.0	-0.2	0.5	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	-0.2	0.2	-0.2	-0.8	0.6	0.2	-0.3	-0.2	0.3	0.2
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-5.4	-4.5								
Debito pubblico (% PIL)	141.7	140.9	140.9								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.1	2.7	8.9	12.5	9.5	7.8	5.8	1.6	2.3	2.8
Produzione industriale (a/a)	0.4	-2.3	0.2	0.3	-2.0	-1.3	-3.8	-2.8	-1.2	-0.9	0.5
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	7.6	7.9	8.0	7.9	7.9	7.6	7.4	7.6	7.8	8.0
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.22	4.59	3.50	4.13	4.13	4.09	4.20	4.44	4.53	4.70

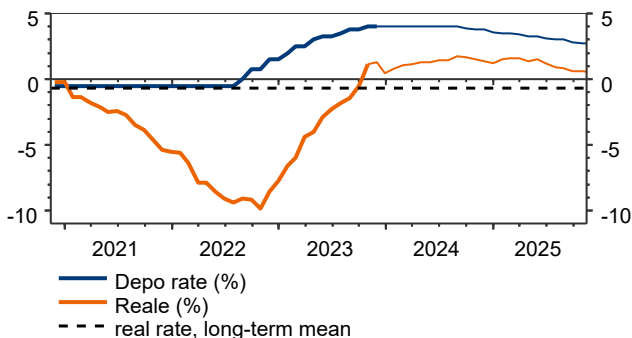
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datstream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	mar	giu	set	16/11	dic	mar	giu	set
Refi	3.50	4.00	4.50	<b>4.50</b>	4.50	4.50	4.50	4.25
Euribor 1m	2.92	3.40	3.85	<b>3.82</b>	3.90	3.92	3.93	3.77
Euribor 3m	3.04	3.58	3.95	<b>3.98</b>	4.01	4.01	3.99	3.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

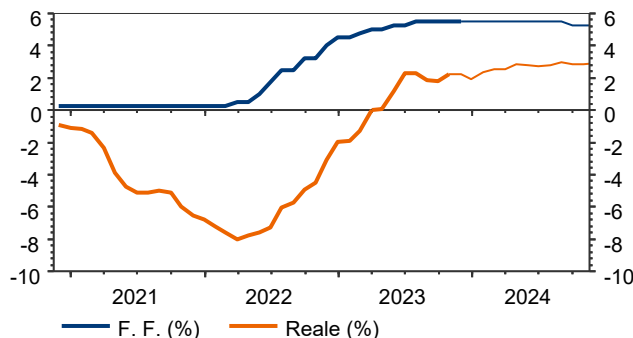


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	mar	giu	set	16/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	5.00	5.25	5.50	<b>5.50</b>	5.50	5.50	5.50	5.25
OIS 3m	4.93	5.27	5.41	<b>5.37</b>	5.37	5.43	5.43	5.25

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

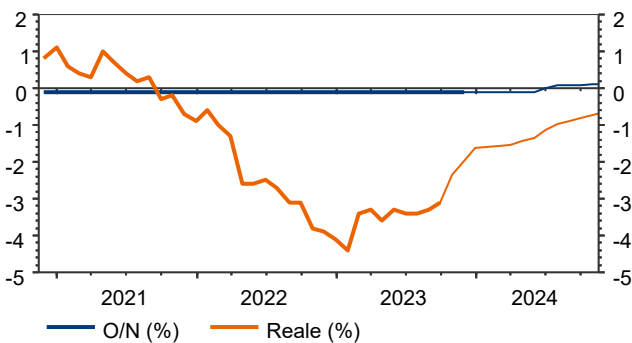


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	mar	giu	set	16/11	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	0.01	0.08
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	-0.05	0.06	0.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

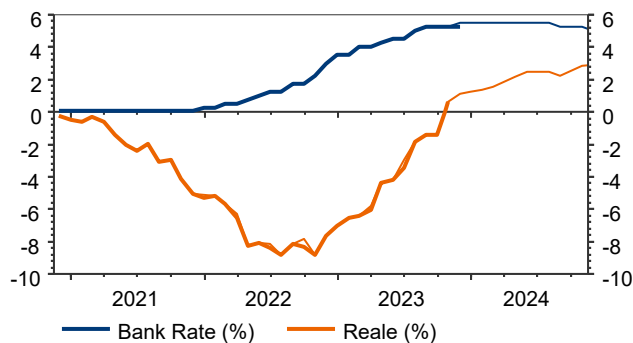


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	16/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	4.25	5.00	5.25	<b>5.25</b>	5.50	5.50	5.50	5.25
Libor GBP 3m	4.42	5.39	5.41	<b>5.35</b>	5.60	5.50	5.40	5.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	17/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.03	1.08	1.09	1.06	<b>1.0863</b>	1.06	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	115	141	137	146	150	<b>149.40</b>	149	142	135	127	122
GBP/USD	1.35	1.18	1.25	1.28	1.22	<b>1.2430</b>	1.23	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.05	0.98	0.97	0.96	0.95	<b>0.9637</b>	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	130	145	148	159	158	<b>162.32</b>	158	156	150	142	139
EUR/GBP	0.84	0.87	0.87	0.85	0.87	<b>0.8739</b>	0.86	0.87	0.87	0.88	0.88

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., 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

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com