

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli USA, la riunione del FOMC di marzo ha visto una revisione al rialzo delle stime su crescita e inflazione, nonché della mediana delle proiezioni sui tassi per fine 2025, sia pur bilanciata dai toni accomodanti di Powell in conferenza stampa: manteniamo l'idea di 75pb di tagli cumulati nel 2024, con una prima mossa a giugno, anche se la probabilità dello scenario di rischio con 50pb di tagli, e un primo intervento rimandato al trimestre estivo, ci pare in aumento; al contempo, riduciamo le nostre aspettative di tagli per il 2025, da 100 a 75pb. In Europa, le indagini di fiducia di marzo hanno mostrato un moderato miglioramento del morale, trainato dai servizi.

Stati Uniti. La [riunione del FOMC di marzo](#) ha visto una revisione al rialzo delle stime su crescita e inflazione, nonché della mediana delle proiezioni sui tassi per fine 2025, sia pur bilanciata dai toni accomodanti di Powell in conferenza stampa, che hanno finito per prevalere nelle considerazioni degli investitori (la probabilità implicita nei futures di un taglio a giugno è salita all'80%, e i tagli attesi entro fine 2024 sono aumentati a 81 punti base). Le nostre previsioni economiche, rispetto a quelle della Fed, vedono un calo più lento dell'inflazione core, mentre sul fronte della crescita siamo più cauti sul 2024 ma più ottimisti per il 2025. Nel complesso, le differenze non sono tali al momento da giustificare uno scenario di base radicalmente diverso da quello del FOMC, anche se riteniamo che i rischi rispetto allo scenario di base della Fed sui tassi siano al rialzo. **Manteniamo l'idea di 75 punti base di tagli cumulati nel 2024, con una prima mossa a giugno, anche se la probabilità dello scenario di rischio con 50pb di tagli, e un primo intervento rimandato al trimestre estivo, ci pare in aumento. Al contempo, riduciamo le nostre aspettative di tagli per il 2025, da 100 a 75 punti base** (punto di arrivo dei tassi sui fed funds a fine 2025: 3,75-4,00%).

I dati della settimana hanno evidenziato segnali di miglioramento nel settore immobiliare: l'indice NAHB di fiducia dei costruttori è salito per il quinto mese consecutivo a marzo, tornando in territorio espansivo per la prima volta da luglio dello scorso anno; sia le aperture di nuovi cantieri che i nuovi permessi edilizi hanno mostrato un rimbalzo a febbraio dopo il calo (dovuto alle condizioni meteo) di gennaio, le vendite di case esistenti sono cresciute a sorpresa del 9,5% m/m a febbraio (un massimo da un anno).

Gli altri segnali sul ciclo sono stati contrastanti: la produzione industriale ha fatto segnare solo un rimbalzo marginale a febbraio (0,1% m/m) dopo il calo di -0,5% m/m di gennaio, e le indagini hanno mostrato un ampio calo dell' Empire Manufacturing ma un recupero del Philly Fed, mentre l'indagine PMI ha visto un'accelerazione nel manifatturiero (a 52,5, massimo da giugno 2022) ma un rallentamento nei servizi (a 51,7). **Nel complesso, le nuove informazioni congiunturali non cambiano radicalmente il quadro prospettico.**

La prossima settimana, l'attenzione sarà rivolta principalmente al deflatore dei consumi core, la misura di inflazione prediletta dalla Fed (in uscita venerdì 29): è attesa una crescita di 0,3% m/m, in lieve moderazione da 0,4% m/m di gennaio, e un incremento annuale stabile a 2,8%; il deflatore headline è visto in accelerazione a 0,4% da 0,3% m/m, e da 2,4% a 2,5% a/a. Il reddito personale è atteso rallentare a 0,4% dopo l'1% m/m precedente, mentre le spese sono viste accelerare a 0,4% da 0,2% m/m (ne deriverebbe dunque una salita del tasso di risparmio). Le vendite di nuove case sono attese in accelerazione a febbraio. Gli ordini di beni durevoli dovrebbero mostrare un rimbalzo solo parziale a febbraio dopo l'ampio calo di gennaio, ma l'aggregato al netto di difesa e aerei potrebbe tornare a crescere, sia pur marginalmente, dopo la stabilità del mese precedente.

22 marzo 2024

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista – Asia Ex Giappone



Area euro. Questa settimana, le prime indagini di fiducia relative al mese di marzo sono state in media migliori del previsto (soprattutto al di fuori del settore manifatturiero). Il PMI composito è salito più del previsto, a 49,9 da 49,2 precedente, tornando in prossimità della soglia che separa l'espansione dalla contrazione dell'attività per la prima volta da giugno dello scorso anno; il recupero è trainato dai servizi, che hanno visto un'accelerazione a 51,1 da 50,2, mentre l'indice manifatturiero è calato a sorpresa a 45,7 da 46,5. [In Germania, si registra un miglioramento sia per l'indice IFO](#) che per lo ZEW, sia pure entrambi trainati soprattutto dalle aspettative per il futuro più che dalle valutazioni sulla situazione corrente. Anche gli indici INSEE in Francia sono migliorati, sia nel manifatturiero (da 101 a 102), evidenziando piani di incremento della produzione aziendale, che per quanto concerne l'indice composito di morale delle imprese (da 98 a 100).

Viceversa, [il dato sulla produzione industriale in Italia è stato di molto inferiore al previsto](#), evidenziando come **difficilmente l'industria in senso stretto tornerà a sostenere il PIL nel breve termine. Il dato segnala rischi al ribasso sul PIL italiano nel trimestre corrente**, anche rispetto alla nostra stima di rallentamento a 0,1% t/t dopo lo 0,2% visto nel 2° semestre 2023: in generale, anche per i prossimi 3-6 mesi, è necessaria un'accelerazione dei servizi (che sarebbe peraltro coerente con i segnali giunti dal PMI del settore) per impedire una contrazione del PIL, visto che l'industria in senso stretto, e verosimilmente anche le costruzioni dopo la corsa al Superbonus di fine 2023, potrebbero frenare il valore aggiunto.

La tornata di indagini congiunturali di marzo si completerà la settimana prossima con la survey della Commissione Europea, che dovrebbe vedere un recupero sia nell'industria che, in maggior misura, nei servizi, con un indice composito ESI a 96,1 da 95,4 di febbraio. **Anche in Italia si dovrebbe vedere una risalita degli indici di fiducia delle imprese, trainata da servizi e commercio**, dopo il calo di marzo. In Francia si dovrebbe vedere un rimbalzo dopo la flessione del mese precedente, ma solo parziale, sia per la fiducia dei consumatori a marzo che per la spesa per consumi a febbraio, e l'inflazione di marzo dovrebbe calare a 2,6% da 3,1% precedente (sui dati armonizzati UE). Infine, dopo l'inatteso rallentamento di gennaio, la crescita di M3 potrebbe risalire di due decimi a 0,3% a/a a febbraio; in generale, i dati sugli aggregati monetari hanno ormai superato il punto di minimo ma le indicazioni sul credito non sono ancora compatibili con una riaccelerazione del ciclo nel breve termine.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (25 – 31 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso			
Lun	25/3	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T4	prel 0.3	%		
		15:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	feb	0.661	Mln	0.673	
Mar	26/3	08:00	GER	Fiducia consumatori		apr	-29.0		-27.8	
		09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T4	prel 0.6	%		
		13:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	feb	-6.2	%	1.0	
		13:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	feb	-0.4	%		
		14:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		gen	6.1	%		
		14:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		gen	0.1	%		
Mer	27/3	15:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	mar	106.7		106.7	
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		mar	89			
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		mar	3.0	%		
		11:00	EUR	Fiducia servizi		mar	6.0			
		11:00	EUR	Fiducia industria		mar	-9.5			
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	mar	95.4		95.8	
Gio	28/3	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		mar	prel -14.9		-14.9	
		08:00	GB	PIL t/t finale		T4	prel -0.3	%	-0.3	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	feb	-0.4	%	0.3	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		feb	-1.4	%		
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		mar	5.9	%	5.9	
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	mar	11	x1000	10	
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	feb	0.1	%	0.3	
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	mar	87.3			
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		mar	97.0			
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		feb	2.9	Mld €		
		12:00	ITA	PPI m/m	0	feb	-1.7	%		
		12:00	ITA	PPI a/a	0	feb	-10.7	%		
		13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	210	x1000		
		13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.807	Mln		
		13:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T4	prel 2.1	%		
		13:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T4	prel 1.7	%		
		13:30	USA	PIL t/t ann. finale		T4	prel 3.2	%	3.2	
Ven	29/3	14:45	USA	PMI (Chicago)	*	mar	44.0			
		15:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		mar	prel 76.5		77.0	
		00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		feb	2.4	%	2.4	
		00:30	GIA	Job to applicant ratio		feb	1.3		1.3	
		00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		feb	2.1	(2.3)	%	3.0
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		feb	-6.7	%	1.4	
		08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	feb	-0.3	%		
		08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	mar	3.1	%		
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	mar	0.1	%		
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	mar	0.8	%		
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	mar	0.0	%		
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	mar	0.8	%		
		13:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		feb	-90.2	Mld \$		
		13:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	feb	2.8	%	2.8	
		13:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	feb	2.4	%	2.5	
		13:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	feb	0.4	%	0.3	
		13:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	feb	0.2	%	0.4	
13:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		feb	1.0	%	0.4			
Dom	31/3	03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	mar	49.1			
		03:30	CN	PMI composito - Caixin		mar	50.9			
		03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		mar	51.4			

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 (25 – 29 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 25/3	00:50	GIA	** BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di gennaio
	11:30	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
	13:25	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	15:15	GB	Discorso di Mann (BoE)
Mer 27/3	02:00	GIA	Discorso di Tamura (BoJ)
	10:00	EUR	Discorso di Cipollone (BCE)
	23:00	USA	Discorso di Waller (Fed)
Gio 28/3	00:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di marzo
	18:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Indice Mercato Immobiliare NAHB	mar	48		48	51	
Licenze edilizie	feb	1.489	Mln	1.495	1.518	
Nuovi cantieri residenziali	feb	1.374	(1.331)	Mln	1.425	1.521
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	gen	158.6	(160.2)	Mld \$		36.1
Richieste di sussidio	settim	212	(209)	x1000	215	210
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.803	(1.811)	Mln	1.820	1.807
Indice Philadelphia Fed	mar	5.2		-2.3	3.2	
Saldo partite correnti	T4	-196.4	(-200.3)	Mld \$	-209.0	-194.8
Markit PMI Manif. prelim.	mar	52.2		51.7	52.5	
Markit PMI Servizi prelim.	mar	52.3		52.0	51.7	
Markit PMI Composito prelim.	mar	52.5			52.2	
Indice anticipatore m/m	feb	-0.4		%	-0.2	0.1
Vendite di case esistenti (mln ann.)	feb	4.00		Mln	3.94	4.38

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

FOMC: toni dovish, ma le nuove proiezioni trimestrali sono meno accomodanti. La riunione del FOMC di marzo ha visto una revisione al rialzo delle stime su crescita e inflazione, nonché della mediana sulle proiezioni sui tassi per fine 2025, sia pur bilanciata dai toni accomodanti di Powell in conferenza-stampa, che hanno finito per prevalere nelle considerazioni degli investitori. Manteniamo l'idea di 75pb di tagli cumulati nel 2024, con una prima mossa a giugno, anche se la probabilità dello scenario di rischio con 50pb di tagli, e un primo intervento rimandato al trimestre estivo, ci pare in aumento. Al contempo, riduciamo le nostre aspettative di tagli per il 2025, da 100 a 75pb.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
BEL	Indice ciclico BNB	mar	-12.8				
EUR	CPI a/a finale	feb	2.6	%	2.6	2.6	
EUR	CPI m/m finale	feb	-0.4	%	0.6	0.6	
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	feb	3.3	%	3.3	3.3	
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T4	5.2	(5.3)	%	3.4	
EUR	Fiducia consumatori flash	mar	-15.5		-15.0	-14.9	
EUR	PMI servizi prelim.	mar	50.2		50.5	51.1	
EUR	PMI composito prelim.	mar	49.2		49.7	49.9	
EUR	PMI manifatturiero prelim.	mar	46.5		47.0	45.7	
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	mar	101	(100)	100	102	
FRA	PMI servizi prelim.	mar	48.4		48.7	47.8	
FRA	PMI manifatturiero prelim.	mar	47.1		47.5	45.8	
GER	ZEW (Sit. corrente)	mar	-81.7		-82.0	-80.5	
GER	ZEW (Sentiment econ.)	mar	19.9		20.5	31.7	
GER	PPI a/a	feb	-4.4	%	-3.8	-4.1	
GER	PPI m/m	feb	0.2	%	-0.1	-0.4	
GER	PMI servizi prelim.	mar	48.3		48.8	49.8	
GER	PMI manifatturiero prelim.	mar	42.5		43.1	41.6	
GER	Prezzi import a/a	gen	-7.0	(-8.5)	%	-7.4	-5.9
GER	IFO	mar	85.7	(85.5)		86.0	87.8
GER	IFO (sit. corrente)	mar	86.9		86.8	88.1	
GER	IFO (attese)	mar	84.4	(84.1)		84.7	87.5

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

Italia: torna a calare la produzione industriale. Chi riceve il presente messaggio è tenuto a verificare se lo stesso non gli sia pervenuto per errore. In tal caso è pregato di avvisare immediatamente il mittente e, tenuto conto delle responsabilità connesse all'indebito utilizzo e/o

divulgazione del messaggio e/o delle informazioni in esso contenute, voglia cancellare l'originale e distruggere le varie copie o stampe.

Germania: segnali di stabilizzazione dall'IFO. In Germania l'indice IFO è salito più del previsto a 87,8 dal precedente 85,5 (poi rivisto a 85,7), grazie al miglioramento della valutazione della situazione corrente e delle aspettative. Ieri il PMI composito è rimbalzato dopo il calo del mese precedente, ma l'indice manifatturiero è peggiorato ulteriormente. Prevediamo ancora una contrazione del PIL nel 1° trimestre, pari a -0,1% t/t, ma il recente miglioramento delle indagini suggerisce che il ciclo potrebbe essere in fase di stabilizzazione con l'economia che potrebbe tornare a crescere, seppur modestamente, nel 2° trimestre.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	gen	1.9 (2.7)	%	-1.0	-1.7
Bilancia commerciale	feb	-1760.3	Mld ¥ JP	-810.2	-379.4
PMI manifatturiero prelim	mar	47.2			48.2
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	feb	2.0	%	2.8	2.8
CPI (naz.) a/a	feb	2.2	%		2.8

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

Cina

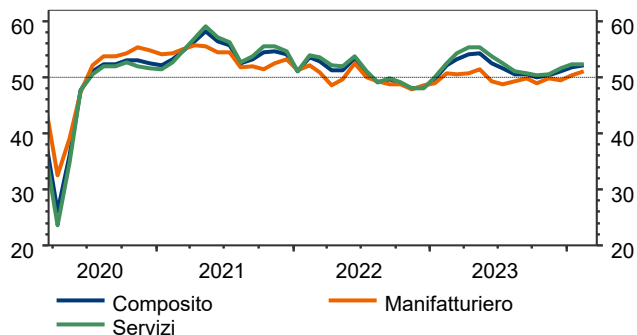
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	feb	4.6	%		7.0
Vendite al dettaglio cumulate a/a	feb	7.22	%		5.50
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	feb	3.0	%	3.2	4.2
Produzione industriale a/a	feb	6.8	%	5.0	7.0
Vendite al dettaglio a/a	feb	7.4	%	5.2	5.5
Tasso prime rate a 1 anno	mar	3.45	%		3.45
Tasso prime rate a 5 anni	mar	3.95	%		3.95

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

Cina: dati di febbraio 2024. I dati cumulati dei primi due mesi dell'anno segnalano un miglioramento sul fronte della produzione industriale e degli investimenti, ancora trainati da infrastrutture e settore manifatturiero, mentre dipingono un quadro ancora misto sul fronte dei consumi e di difficoltà per il settore immobiliare.

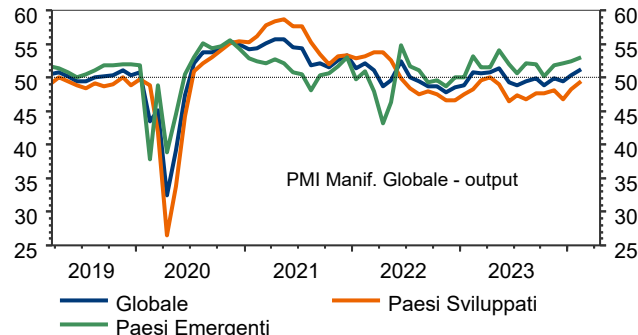
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



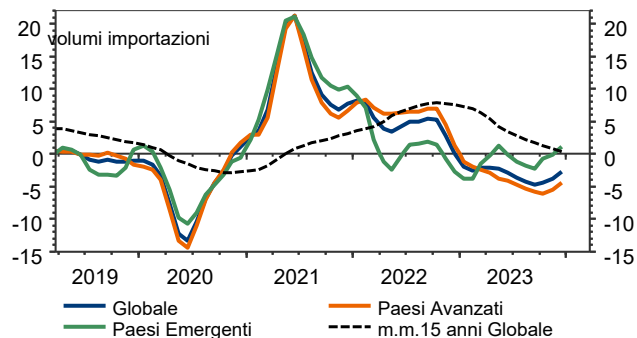
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



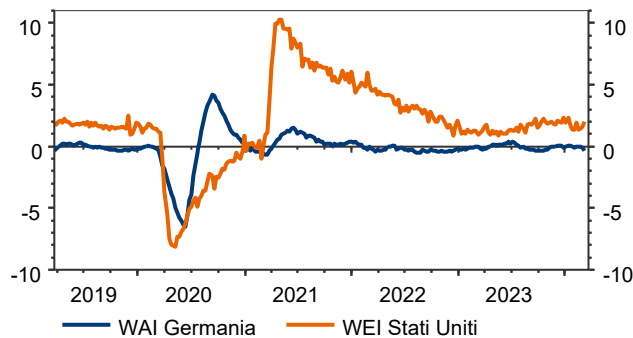
Fonte: S&P Global

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



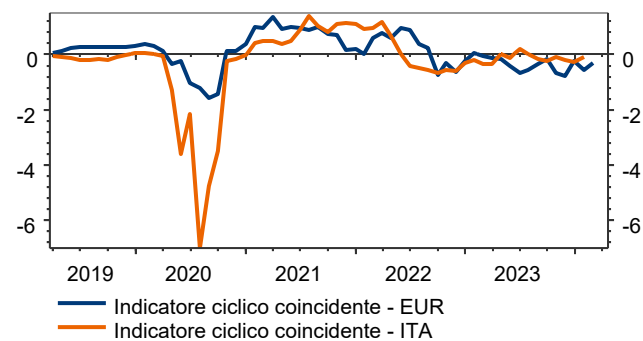
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



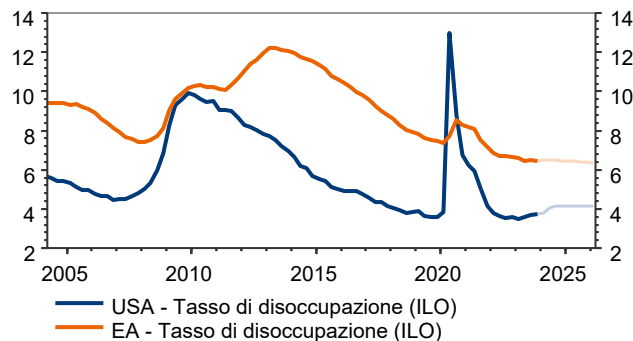
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

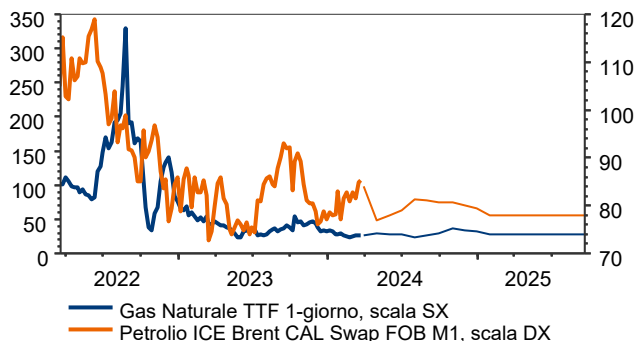
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

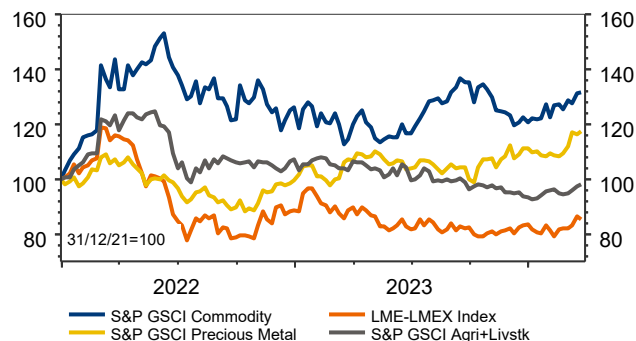
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



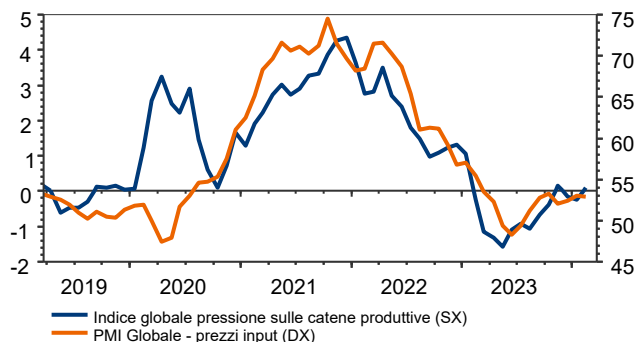
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



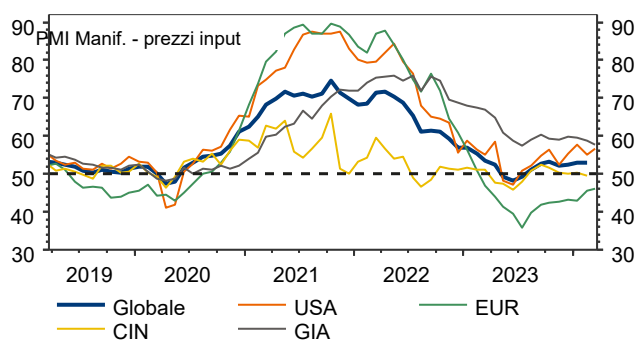
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



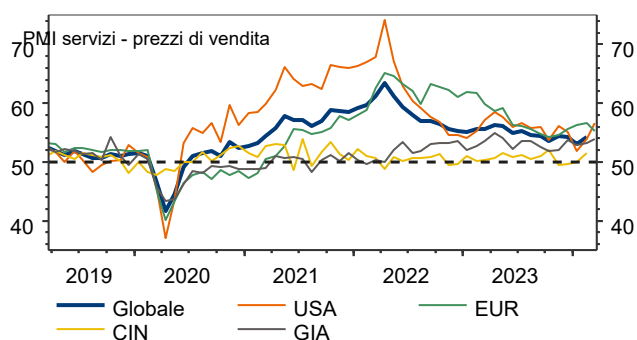
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



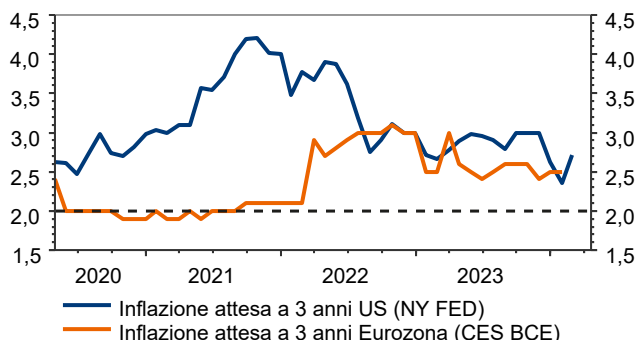
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

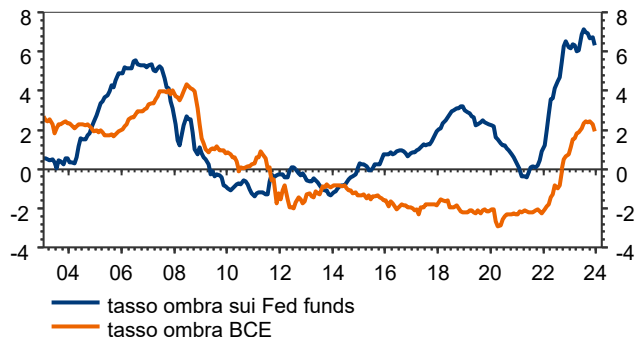
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

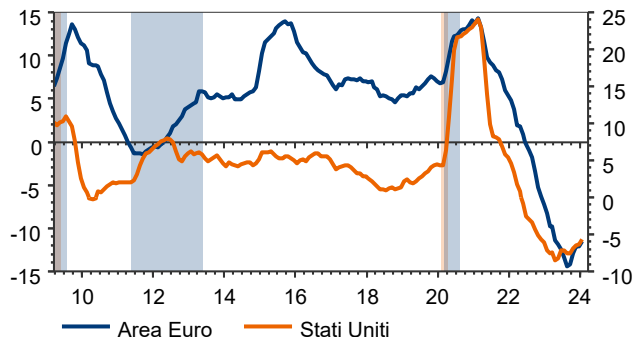
Condizioni Finanziarie

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



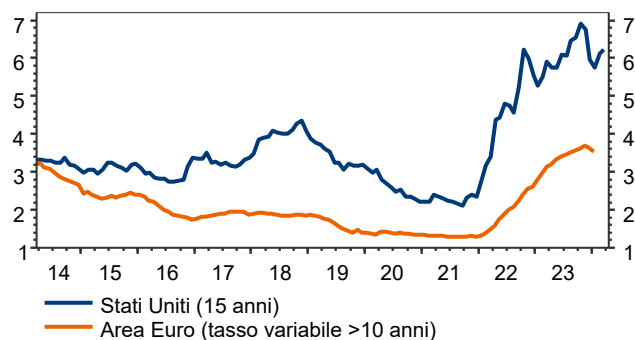
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



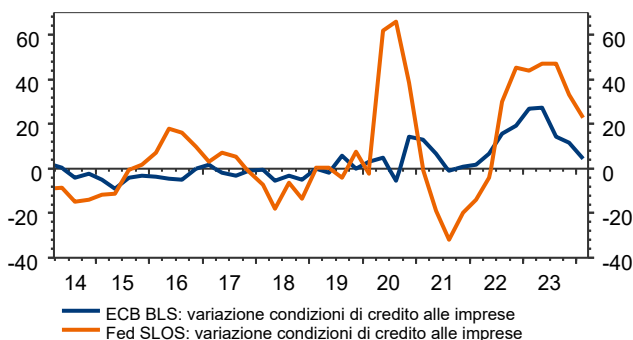
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



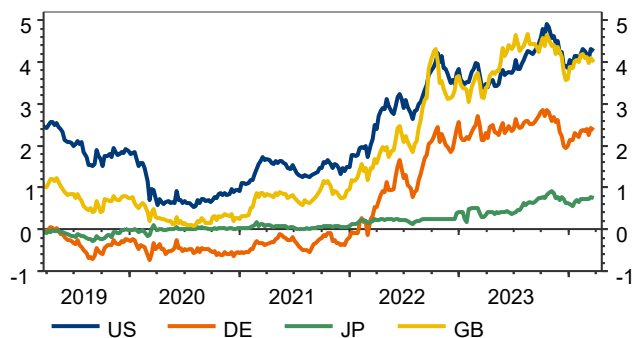
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



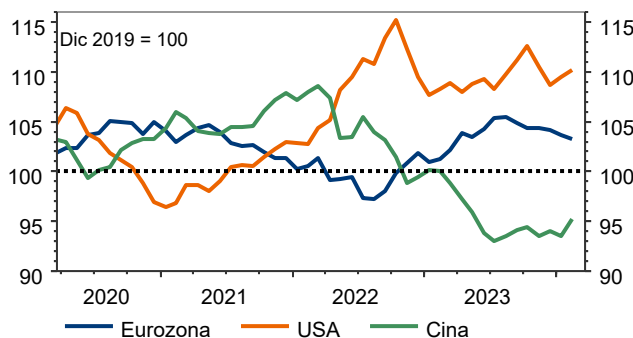
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

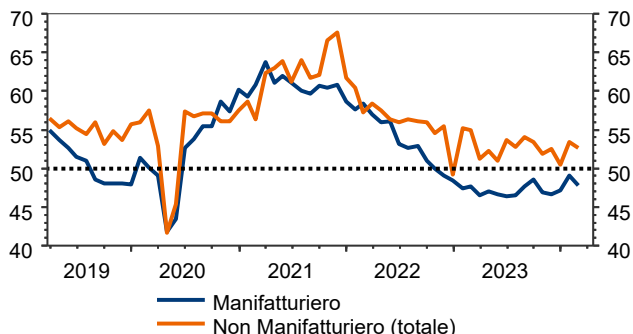
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

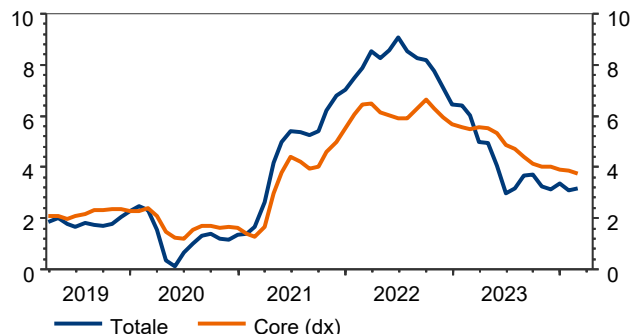
Stati Uniti

Indagini ISM



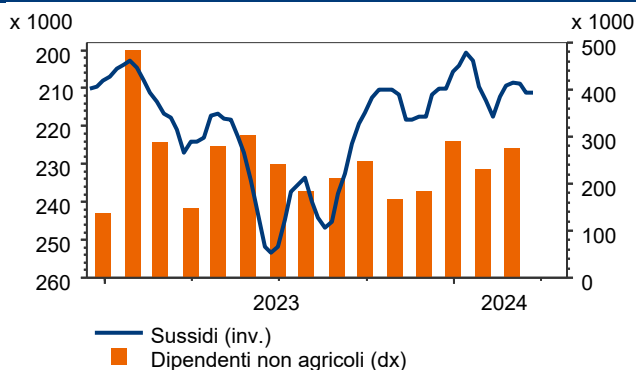
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



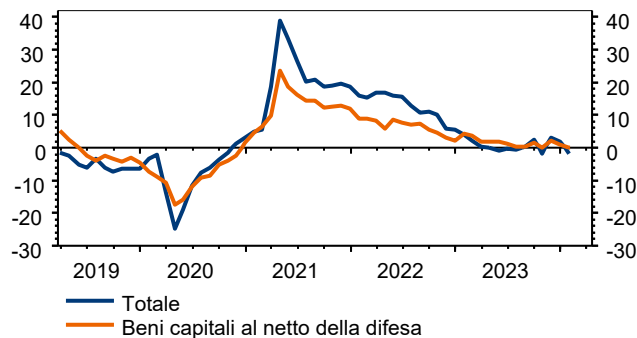
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

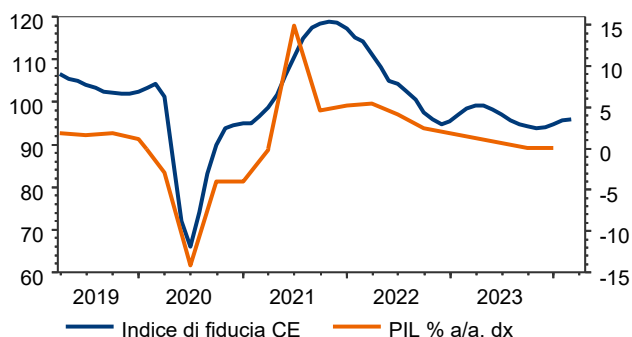
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024			2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.2	1.8	2.9	3.1	3.2	2.9	1.7	1.2	1.1	1.5
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.2	2.6	0.8	0.1	1.2	2.2	2.7
Consumi privati	2.2	2.0	1.8	3.1	3.0	2.7	1.0	0.8	1.4	2.4	2.5
IFL - privati non residenziali	4.4	2.1	5.6	1.4	2.4	-0.1	1.0	3.9	5.8	6.2	6.6
IFL - privati residenziali	-10.6	1.9	1.3	6.7	2.9	1.5	0.9	0.9	0.9	1.5	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.0	2.0	1.1	5.8	4.2	0.5	0.5	0.7	0.9	1.3	1.6
Esportazioni	2.7	2.3	3.6	5.4	6.4	1.3	1.1	2.7	3.1	3.5	4.2
Importazioni	-1.6	1.7	6.6	4.2	2.7	-2.0	3.1	5.5	7.0	7.9	6.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	0.1	1.1	-0.2	0.2	0.3	-0.5	0.0	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.1	-3.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.7	-7.3	-7.3								
Debito pubblico (% PIL)	135.3	137.1	139.6								
CPI (a/a)	4.1	2.9	2.1	3.5	3.2	3.1	2.9	2.8	2.6	2.3	2.1
Produzione industriale	0.2	-0.1	1.6	0.4	-0.4	-0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Disoccupazione (%)	3.6	4.0	4.1	3.7	3.7	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1

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

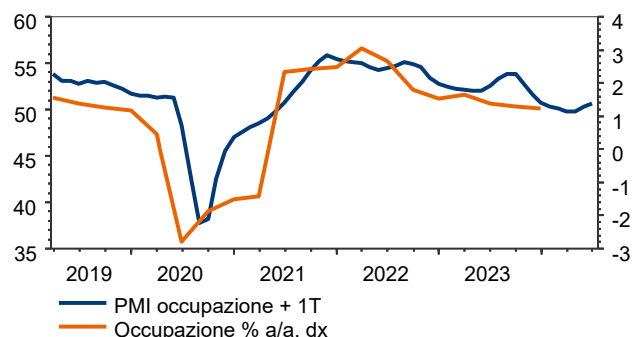
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-24	123.6	119.5	116.1	123.2	2.8	3.6	3.3	2.7
feb-24	124.4	120.2	116.8	123.9	2.6	3.3	3.1	2.5
mar-24	125.5	121.3	117.7	124.9	2.5	3.0	2.6	2.3
apr-24	126.1	121.8	118.5	125.5	2.4	2.5	2.3	2.2
mag-24	126.4	122.1	119.4	125.8	2.6	2.5	2.8	2.4
giu-24	126.8	122.8	119.5	126.1	2.7	2.6	2.5	2.5
lug-24	126.5	122.5	119.1	125.9	2.6	2.4	2.3	2.4
ago-24	126.7	122.7	119.2	126.1	2.2	2.3	2.1	2.0
set-24	127.0	122.9	119.4	126.4	2.1	2.3	2.0	1.9
ott-24	127.3	123.0	119.4	126.7	2.2	2.2	1.8	2.0
nov-24	126.9	122.4	118.8	126.2	2.5	2.2	1.9	2.3
dic-24	127.2	122.8	119.1	126.6	2.6	2.1	1.7	2.4
Media	126.2	122.0	118.6	125.6	2.5	2.6	2.4	2.3

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	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-25	125.9	122.0	118.3	125.2	1.9	2.1	2.0	1.7
feb-25	126.3	122.3	118.6	125.7	1.6	1.7	1.5	1.4
mar-25	127.3	123.2	119.2	126.5	1.4	1.5	1.3	1.4
apr-25	128.3	124.0	120.4	127.6	1.8	1.8	1.6	1.7
mag-25	128.7	124.3	121.3	128.0	1.8	1.7	1.6	1.7
giu-25	128.9	124.6	121.1	128.2	1.7	1.5	1.3	1.6
lug-25	128.7	124.6	120.9	128.0	1.8	1.7	1.6	1.7
ago-25	128.8	124.6	120.8	128.1	1.7	1.5	1.3	1.6
set-25	129.2	124.9	121.1	128.5	1.7	1.6	1.4	1.7
ott-25	129.6	124.9	121.1	128.9	1.8	1.6	1.4	1.8
nov-25	129.4	124.5	120.6	128.6	2.0	1.7	1.5	1.9
dic-25	129.6	124.8	120.9	128.9	1.9	1.7	1.5	1.8
Media	128.4	124.1	120.4	127.7	1.8	1.7	1.5	1.7

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.

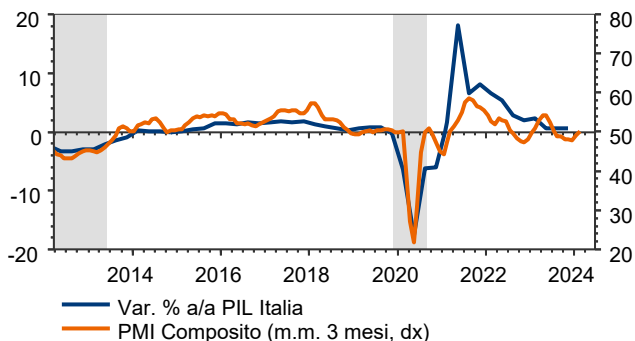
Previsioni

	2023			2024			2025				
	T3	T4	T2	T1	T2	T3	T4	T1	T2		
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.4	1.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	1.2	1.3
- t/t	-0.1	0.0		0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	0.6	0.8	1.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	1.4	-0.3	2.4	0.0	1.0	-1.6	0.4	0.2	0.7	0.8	0.6
Consumi pubblici	0.7	1.0	0.4	0.6	0.6	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-0.9	-0.5	2.9	-1.2	0.0	-0.1	0.2	0.5	0.5	0.9	0.9
Importazioni	-1.4	0.7	2.0	-1.4	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.4	-0.5	-0.4	-0.1	0.5	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.2
Partite correnti (% PIL)	1.5	1.8	2.2								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.0	-2.9	-2.4								
Debito pubblico (% PIL)	90.0	89.7	89.5								
Prezzi al consumo (a/a)	5.4	2.5	1.8	5.0	2.7	2.6	2.6	2.3	2.4	1.6	1.8
Produzione industriale (a/a)	-2.3	-0.9	2.2	-4.9	-4.0	-4.0	-1.4	0.5	1.2	2.5	2.3
Disoccupazione (%)	6.5	6.7	6.7	6.5	6.5	6.5	6.8	6.8	6.8	6.8	6.7
Euribor 3 mesi	3.43	3.62	2.48	3.78	3.96	3.91	3.77	3.57	3.23	2.75	2.38

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

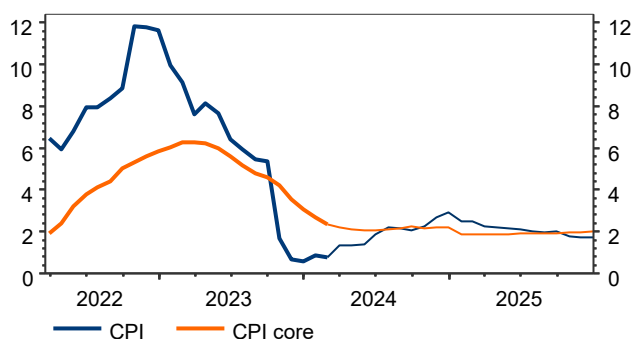
Italia

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-24	120.4	120.1	119.2	119.3	0.9	0.8	0.8	0.8
feb-24	120.4	120.2	119.3	119.3	0.8	0.8	0.8	0.7
mar-24	122.0	120.4	119.5	119.5	1.4	1.3	1.3	1.3
apr-24	123.0	120.9	119.9	119.9	1.4	1.4	1.4	1.3
mag-24	123.5	121.4	120.2	120.2	1.5	1.4	1.4	1.3
giu-24	124.1	121.9	120.7	120.7	1.9	1.8	1.9	1.8
lug-24	122.6	122.3	121.1	121.1	2.3	2.2	2.1	2.0
ago-24	122.8	122.7	121.5	121.5	2.2	2.2	2.1	2.0
set-24	124.7	122.8	121.6	121.6	2.2	2.1	2.0	1.9
ott-24	125.0	122.8	121.5	121.5	2.3	2.2	2.0	1.9
nov-24	124.9	122.7	121.5	121.5	2.8	2.7	2.4	2.4
dic-24	125.3	123.2	122.0	122.0	3.0	2.9	2.7	2.6
Media	123.2	121.8	120.7	120.7	1.9	1.8	1.7	1.7

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-25	123.5	123.1	121.8	121.8	2.6	2.5	2.2	2.1
feb-25	123.5	123.2	121.9	121.9	2.6	2.5	2.2	2.2
mar-25	124.9	123.1	121.8	121.8	2.3	2.3	1.9	1.9
apr-25	125.8	123.6	122.1	122.1	2.3	2.2	1.8	1.8
mag-25	126.3	124.0	122.4	122.4	2.3	2.2	1.8	1.8
giu-25	126.9	124.5	122.9	122.9	2.2	2.1	1.8	1.8
lug-25	125.2	124.8	123.2	123.2	2.1	2.0	1.7	1.7
ago-25	125.3	125.1	123.5	123.5	2.0	1.9	1.6	1.6
set-25	127.3	125.2	123.7	123.7	2.1	2.0	1.7	1.7
ott-25	127.4	125.0	123.3	123.3	1.9	1.8	1.5	1.5
nov-25	127.1	124.8	123.2	123.2	1.8	1.7	1.4	1.4
dic-25	127.6	125.3	123.7	123.7	1.8	1.7	1.4	1.4
Media	125.9	124.3	122.8	122.8	2.2	2.1	1.8	1.8

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024		2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	0.7	1.2	0.5	0.6	0.2	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2
- t/t				0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
Consumi privati	1.2	0.3	1.3	0.7	-1.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.9	1.6	1.5	0.7	2.4	-0.5	-0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.2	0.2	0.2	0.1	0.7	-0.5	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	0.5	1.3	2.6	1.2	1.2	-0.8	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6
Importazioni	-0.2	-1.1	2.5	-1.9	0.2	-1.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.2	-0.7	-0.1	-1.4	0.0	-0.2	0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.3	0.8	1.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-4.4	-3.7								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	138.6	139.5								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.9	2.2	5.8	1.0	1.1	1.6	2.2	2.7	2.5	2.2
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-0.9	1.6	-2.7	-1.5	-2.4	-0.9	-0.6	0.2	1.3	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	7.6	7.4	7.7	7.6	7.4	7.3	7.4	7.5	7.6	7.7	7.7
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.83	4.18	4.18	4.19	3.81	3.89	3.83	3.80	3.73	3.93

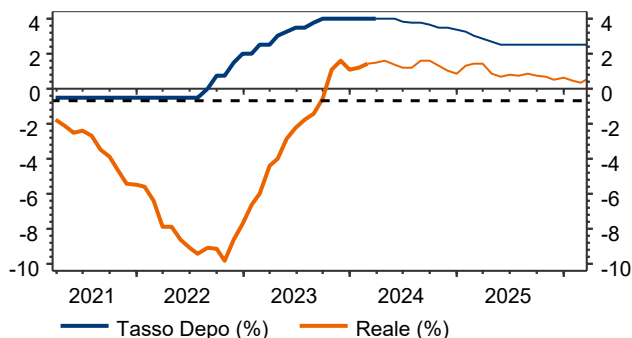
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	21/3	mar	giu	set	dic
Deposit rate	3.50	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	3.25
Euribor 1m	3.40	3.85	3.85	3.85	3.87	3.67	3.48	3.20
Euribor 3m	3.58	3.95	3.91	3.90	3.88	3.67	3.46	3.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

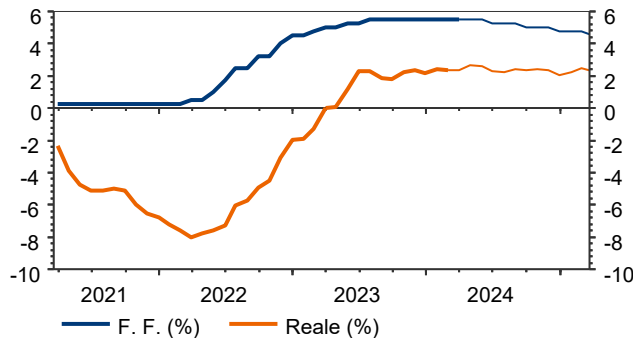


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	21/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75
OIS 3m	5.27	5.41	5.31	5.32	5.33	5.11	4.84	4.59

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

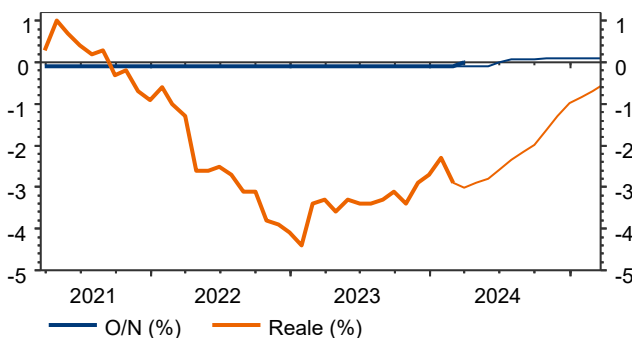


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	giu	set	dic	21/3	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	-0.10	0.01	0.08	0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	0.06	0.13	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

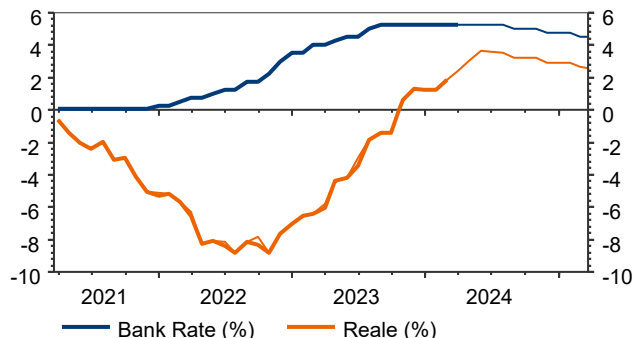


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	21/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75
Libor GBP 3m	5.39	5.41	5.32	5.32	5.30	5.20	4.90	4.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

GBP/USD	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.08	1.06	1.10	1.08	1.0814	1.07	1.10	1.11	1.12
USD/JPY	121	133	148	142	151	151.64	151	143	135	130
GBP/USD	1.33	1.22	1.23	1.27	1.26	1.2579	1.25	1.27	1.29	1.30
EUR/CHF	1.03	1.00	0.97	0.94	0.95	0.9739	0.95	0.96	0.98	1.00
EUR/JPY	133	143	158	157	163	164.01	163	157	150	146
EUR/GBP	0.83	0.88	0.87	0.87	0.86	0.8595	0.86	0.86	0.86	0.86

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)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com