

Weekly Economic Monitor

Il punto

La settimana prossima i dati più importanti in calendario sono l'inflazione di marzo nell'Eurozona (che vediamo stabile a 2,6%, con un indice core BCE in calo al 3%) e l'employment report di marzo negli Stati Uniti, che potrebbe mostrare una moderazione nei payrolls (attorno a 215 mila unità), con un tasso di disoccupazione stabile al 3,9%, e salari orari in riaccelerazione a 0,3% m/m. Tale flusso di dati dovrebbe essere compatibile con il nostro scenario di base di avvio del ciclo espansivo a giugno, sia per la Fed, sia per la BCE.

**Area euro. Questa settimana, il completamento della tornata di indagini congiunturali di marzo ha confermato i segnali positivi registrati la settimana scorsa; l'indice ESI della Commissione Europea ha visto un recupero (a 96,3 da 95,5 precedente) diffuso a tutti i principali macro-settori con la sola eccezione delle costruzioni.** Anche in Italia **la fiducia delle imprese ha parzialmente recuperato il calo di febbraio**, con miglioramenti che hanno interessato tutti i settori, costruzioni incluse. In Francia si è registrato un recupero dopo la flessione del mese precedente per la fiducia dei consumatori a marzo mentre la spesa per consumi a febbraio è risultata stagnante, appesantita dal deciso calo dell'energia per via di temperature superiori alla media stagionale. I dati sulle vendite al dettaglio in Germania, in calo per il quarto mese e molto più delle attese, hanno confermato un quadro di debolezza per i consumi tedeschi a inizio anno.

**I primi dati sui prezzi al consumo di marzo hanno mostrato una accelerazione in Spagna**, da 2,9% a 3,2% a/a sulla misura armonizzata spinta dalla componente energetica. L'indice core, sulla misura nazionale, è infatti calato da 3,5% a 3,3% a/a). **Inflazione in risalita anche in Italia** (da 0,8% a 1,3%), **a fronte di una frenata superiore alle attese in Francia** (da 3,2% a 2,4%) dove si registrano rallentamenti diffusi a tutte le principali componenti. Nel complesso, **i dati nazionali sinora comunicati, ipotizzando un rallentamento in Germania** (da 2,7% a 2,3% sull'IPCA), **sono coerenti con un'inflazione area euro (in uscita mercoledì 3 aprile) stabile a 2,6% in marzo; invece, stimiamo un calo pronunciato per l'indice "core BCE"** (al netto di energia e alimentari freschi), **da 3,3% a 3%** (che sarebbe il minimo da oltre due anni). Pensiamo che l'indice generale possa toccare un punto di minimo a 2,1% a settembre, prima di risalire negli ultimi mesi del 2024; per quanto riguarda la misura core BCE, ci aspettiamo un ulteriore rallentamento sino al 2,1% a fine anno. Entrambi gli indici sono visti sotto il 2% già dai primi mesi del 2025.

Tale scenario è a nostro avviso compatibile con un primo taglio **BCE** a giugno, tagli cumulati per 75-100pb nel corso di quest'anno e un punto di arrivo del ciclo espansivo (verosimilmente, nel 2025) in area 2-2,50% per il tasso depo. **Le numerose esternazioni di membri del consiglio direttivo BCE segnalano che si è formato un chiaro orientamento a tagliare i tassi ufficiali in giugno**, ormai condiviso dai membri in precedenza più restii ad allentare il freno (ad esempio, Holzmann e Müller). La riunione di aprile potrebbe vedere qualche novità nei contenuti del comunicato, fermo restando che l'approccio della Banca centrale resterà dipendente dai dati e, quindi, senza un chiaro indirizzo sui tempi della fase di riduzione dei tassi.

**Stati Uniti. La settimana prossima il dato più importante in calendario è l'employment report di marzo** (in uscita venerdì 5 aprile), che potrebbe mostrare una minor crescita dei payrolls (attorno a 215 mila unità, dalle 275 di febbraio), un tasso di disoccupazione stabile al 3,9% dopo la salita di febbraio e salari orari in riaccelerazione a 0,3% m/m dopo che la frenata a 0,1% del mese precedente era dovuta all'effetto delle condizioni meteo tra gennaio e febbraio. Nel complesso, **il dato dovrebbe confermare che il mercato del lavoro, sebbene robusto, è in graduale ribilanciamento**. Tra gli altri dati in uscita la settimana prossima spicca l'**ISM di marzo, visto in ripresa dopo la flessione del mese precedente** sia nel manifatturiero (ma per il 17° mese in territorio recessivo, a 48,4 da 47,8 precedente) che nei servizi (a 52,8 da 52,6).

29 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



Per quanto concerne i dati usciti nei giorni scorsi, **le vendite di nuove case hanno deluso le attese**, dopo il dato molto positivo sulle case esistenti comunicato la settimana scorsa, calando a sorpresa di -0,3% m/m a febbraio. **Gli ordini di beni durevoli viceversa hanno mostrato un rimbalzo superiore al previsto**, di 1,4% m/m (0,5% al netto dei trasporti, 0,7% al netto di difesa e aerei), che potrebbe segnalare l'inizio di una riaccelerazione per la spesa in conto capitale.

I dati hanno lasciato il segno sulla comunicazione della **Fed. I discorsi degli ultimi giorni hanno rimarcato che non c'è fretta di tagliare i tassi**, anche se ulteriori progressi sul fronte dell'inflazione ne renderanno appropriata una riduzione in futuro (così si è espresso Waller, membro del Board). Un altro membro del Board, Lisa Cook, ha sostenuto la necessità di "un approccio cauto all'allentamento della politica monetaria". Alla fine della scorsa settimana, Bostic (Atlanta Fed) aveva dichiarato di attendersi un unico taglio dei tassi nel 2024 invece dei due attesi in dicembre a causa di preoccupazioni per la vischiosità dell'inflazione.

Ricordiamo che questa settimana abbiamo pubblicato l'aggiornamento di marzo del nostro rapporto sullo **Scenario macroeconomico**, che fornisce una lettura organica e articolata delle prospettive. A inizio anno, l'evoluzione dei dati ha confortato la nostra precedente cautela sui tempi dell'allentamento delle politiche monetarie, che a dicembre e gennaio ci aveva posto in netto contrasto con le attese dei mercati. Dal secondo semestre, come tanti altri, ci attendiamo una maggiore convergenza nei ritmi di crescita e tagli quasi sincroni dei tassi ufficiali nei paesi occidentali. Nel rapporto sottolineiamo che la stabilità delle previsioni e l'alto livello di accordo tra i previsori veicolato dagli scenari di base potrebbe offrire un'immagine ingannevole di sicurezza sull'affidabilità delle proiezioni: in realtà, l'incertezza geopolitica, a cominciare dalle elezioni americane di novembre, potrebbe condurre a significative deviazioni dallo scenario base.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (2 – 7 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	1/4	01:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifatt.	**	T1	30.0	33.0
		01:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T1	12.0	10.0
		02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 48.2	
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	mar	50.9	51.0
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		mar	52.5	
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		feb	-0.2	% 0.5
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	mar	47.8	48.5
Mar	2/4	09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	mar	48.7	48.9
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		mar	prel 45.8	45.8
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 41.6	41.7
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	mar	prel 45.7	45.7
		10:30	GB	Credito al consumo		feb	1.877	Mld £ 1.600
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	mar	49.9	49.9
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	mar	2.8	% 2.5
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	mar	0.6	% 0.7
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	mar	2.5	% 2.3
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	mar	0.4	% 0.5
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		feb	-3.6	% 1.0
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	feb	prel 0.5	%
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	feb	prel 1.4	%
Mer	3/4	03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	mar	52.5	
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	feb	7.2	%
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	feb	6.4	% 6.4
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	mar	3.3	%
		11:00	EUR	CPI a/a sfima flash	**	mar	2.6	% 2.6
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		mar	140	x1000 150
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		mar	51.7	
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		mar	52.2	
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	mar	52.6	52.5
Gio	4/4	09:45	ITA	PMI servizi	*	mar	52.2	53.4
		09:50	FRA	PMI servizi finale		mar	prel 47.8	47.8
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	mar	prel 49.8	49.8
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	mar	prel 51.1	51.1
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	mar	prel 49.9	49.9
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	mar	53.4	53.4
		11:00	EUR	PPI a/a		feb	-8.6	%
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	210	x1000
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.819	Mln
		14:30	USA	Bilancia commerciale		feb	-67.4	Mld \$ -66.5
Ven	5/4	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	feb	-6.3	% -3.0
		08:00	GER	Prezzi import a/a		feb	-5.9	%
		08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	feb	-11.3	% 1.0
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	feb	-1.1	% 0.6
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		feb	-0.6	%
		11:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T4	5.0	%
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		feb	0.1	% 0.3
		14:30	USA	Salari orari m/m		mar	0.1	% 0.3
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	mar	3.9	% 3.9
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	mar	275	x1000 198
Dom	7/4	10:00	CN	Riserve in valuta estera		mar	3.226	1000Mld \$

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 (2 – 5 aprile)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>	
Mar	2/4	18:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		18:05	USA	Discorso di Mester (Fed)
		19:30	USA	Discorso di Daly (Fed)
Mer	3/4	18:00	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		18:10	USA	Discorsi di Powell (Fed)
Gio	4/4	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di marzo
		16:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		18:45	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
Ven	5/4	01:20	USA	Discorso di Musalem (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite di nuove case (mln ann.)	feb	0.664 (0.664)	Mln	0.675	0.662
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	feb	-6.9 (-6.2)	%	1.1	1.4
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	feb	-0.3 (-0.4)	%	0.4	0.5
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	gen	+6.2 (6.1)	%	6.7	+6.6
Indice dei prezzi delle case m/m	gen	0.1	%		-0.1
Fiducia consumatori (CB)	mar	104.8 (106.7)		107.0	104.7
Richieste di sussidio	settim	212 (210)	x1000	212	210
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.795 (1.807)	Mln	1.815	1.819
PIL t/t ann. finale	T4	3.2	%	3.2	3.4
Deflatore consumi core t/t finale	T4	2.1	%	2.1	2.0
PIL, deflatore t/t ann. finale	T4	1.7	%	1.6	1.7
PMI (Chicago)	mar	44.0		46.0	41.4
Fiducia famiglie (Michigan) finale	mar	76.5		76.5	79.4
Bilancia commerciale dei beni prelim	feb	-90.51	Mld \$		
Deflatore consumi (core) a/a	feb	2.8	%	2.8	
Deflatore consumi a/a	feb	2.4	%	2.5	
Spesa per consumi (nominale) m/m	feb	0.2	%	0.5	
Redditi delle famiglie m/m	feb	1.0	%	0.4	
Deflatore consumi (core) m/m	feb	0.4	%	0.3	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Fiducia consumatori finale	mar	-14.9		-14.9	-14.9
EUR	Fiducia servizi	mar	6.0		7.8	6.3
EUR	Fiducia industria	mar	-9.4 (-9.5)		-9.0	-8.8
EUR	Indice di fiducia economica	mar	95.5 (95.4)		96.3	96.3
EUR	M3 dest. a/a	feb	0.1	%	0.3	0.4
FRA	Fiducia consumatori	mar	90 (89)		90	91
FRA	Spese per consumi m/m	feb	-0.6 (-0.3)	%	0.2	0.0
FRA	IPCA a/a prelim	mar	3.2	%	2.8	2.4
GER	Fiducia consumatori	apr	-28.8 (-29.0)		-27.9	-27.4
GER	Vendite al dettaglio a/a	feb	-1.4	%	-0.8	-2.7
GER	Vendite al dettaglio m/m	feb	-0.4	%	0.3	-1.9
GER	Tasso di disoccupazione	mar	5.9	%	5.9	5.9
GER	Variazione n° disoccupati	mar	11	x1000	10	+4
ITA	Fiducia delle imprese manif.	mar	87.5 (87.3)		87.6	88.6
ITA	Fiducia consumatori	mar	97.0		97.5	96.5
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	feb	2.89	Mld €		6.74
ITA	IPCA m/m prelim	mar	0.0	%	1.4	1.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	mar	0.8	%	1.4	1.3
ITA	IPCA a/a prelim	mar	0.8	%	1.5	1.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	mar	0.1	%	0.2	0.1
SPA	PIL t/t finale	T4	0.6	%	0.6	0.6
SPA	IPCA a/a prelim	mar	2.9	%	3.3	3.2

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro ESI: rimbalza la fiducia a marzo ma su livelli ancora deboli.** A marzo l'indice composito di fiducia economica ESI della Commissione Europea è salito a 96,3 da un precedente 95,5. Le aspettative sui prezzi di vendita sono diminuite ulteriormente nei servizi e nel commercio al dettaglio, ma sono rimaste a livelli elevati. Nel complesso, la stringa di indagini di marzo è coerente con una sostanziale stagnazione del PIL nel 1° trimestre e, nonostante ci siano alcuni segnali leggermente incoraggianti, non punta ancora verso una significativa riaccelerazione nei prossimi mesi. Le più recenti indagini sulla fiducia non modificano nella sostanza il nostro scenario e manteniamo la nostra previsione per un primo taglio dei tassi da parte della BCE a giugno.

**Italia: indagini di fiducia di marzo.** L'indice composito della fiducia delle imprese è rimbalzato a marzo a 97 da 95,9, ma rimane al di sotto del livello di gennaio. Il morale tra i consumatori è sceso a 96,5 da 97. Nel complesso, il messaggio principale che emerge dalle indagini è che è improbabile che l'attività economica, soprattutto nel settore manifatturiero, si risollevi in modo significativo nel breve termine, ma il miglioramento delle aspettative è compatibile con la nostra opinione che la ripresa acquisterà slancio a partire dalla metà del 2024.

**Italia: inflazione risale a marzo.** L'inflazione italiana è salita, circa in linea con le attese, a marzo all'1,3% a/a dal precedente 0,8% a/a, per via di un effetto base meno favorevole sulla componente energetica. Escludendo alimentari freschi ed energia, l'inflazione è salita di 0,1pp al 2,4% a/a a causa dell'aumento dei prezzi dei servizi di trasporto, anche se l'anticipo della Pasqua potrebbe aver giocato un ruolo e questo fattore potrebbe invertirsi in aprile.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	feb	1.27		1.27	1.26
Tasso di disoccupazione	feb	2.4	%	2.4	2.6
Vendite al dettaglio a/a	feb	2.1	(2.3)	3.0	+4.6
Produzione industriale m/m prelim	feb	-6.7	%	1.4	-0.1

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

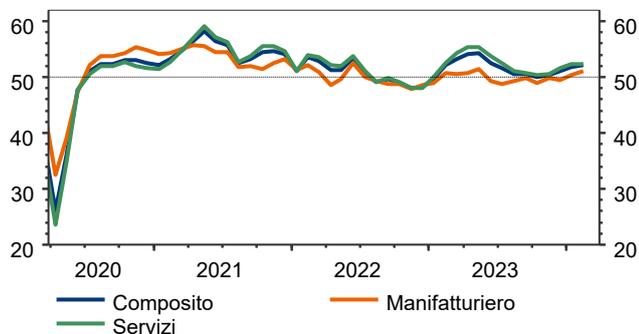
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	mar	50.9			
PMI manifatturiero - NBS	mar	49.1		49.9	
PMI non manifatturiero - NBS	mar	51.4			

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

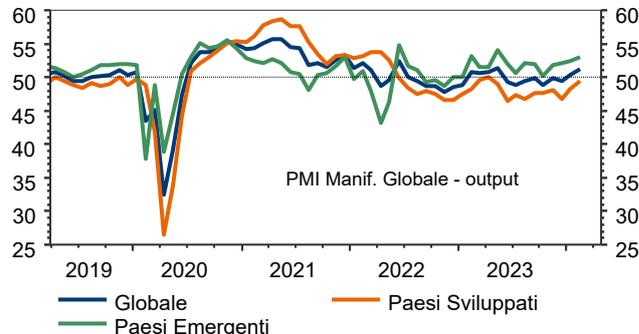
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



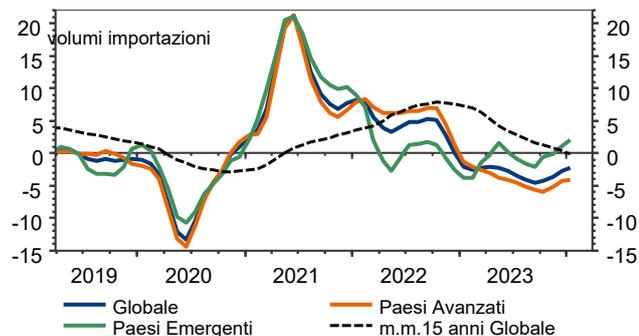
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



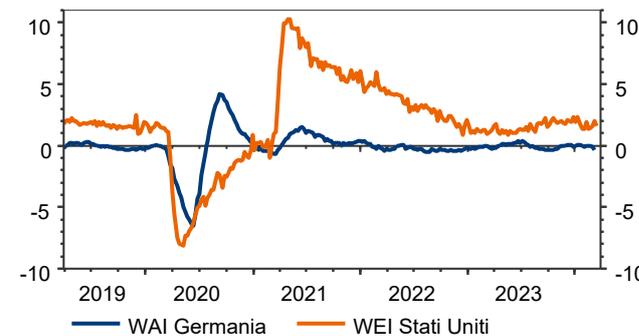
Fonte: S&P Global

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



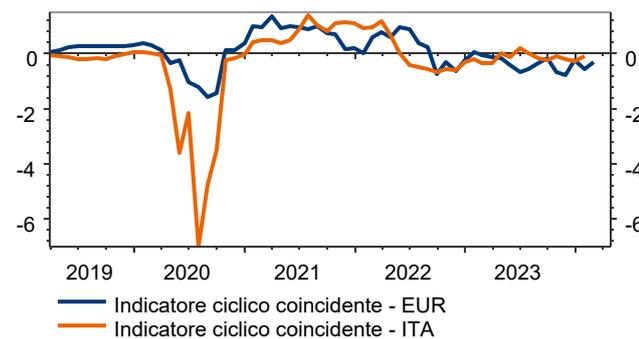
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



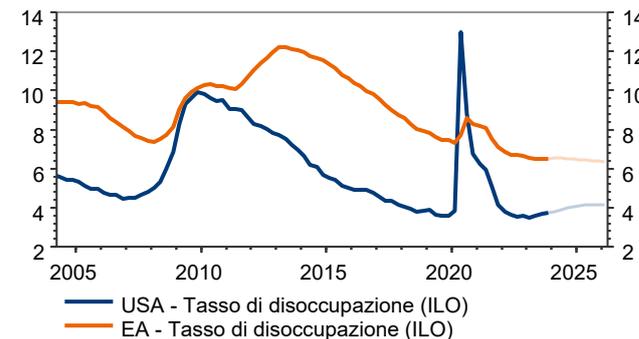
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

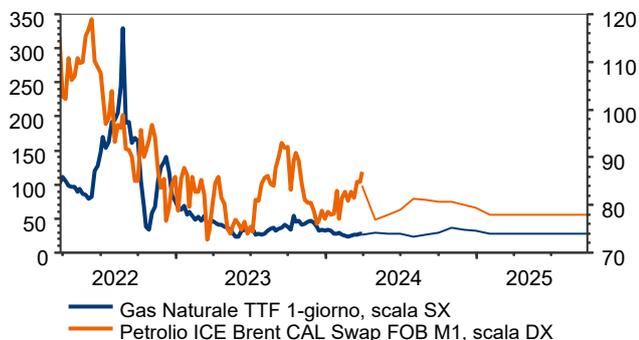
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

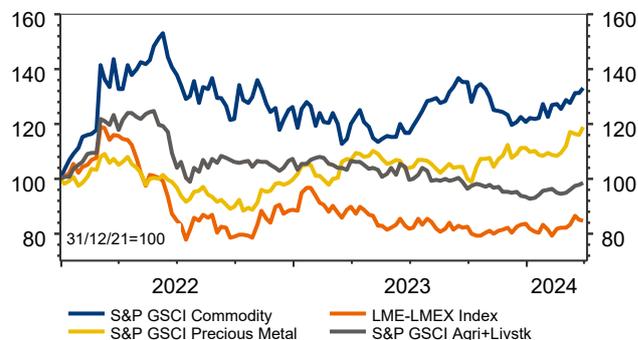
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



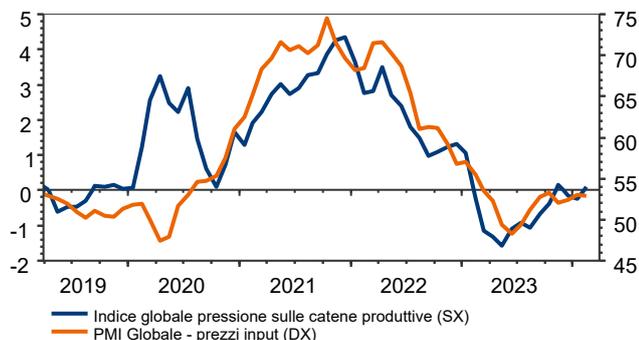
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



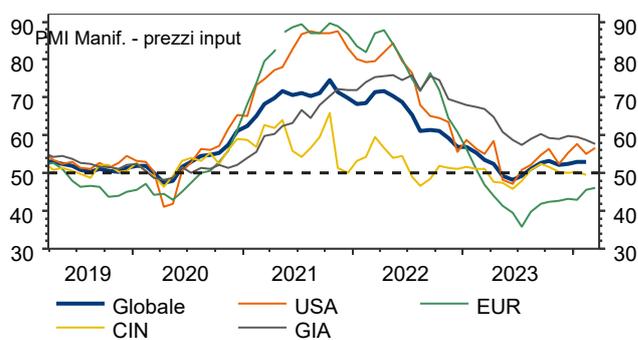
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



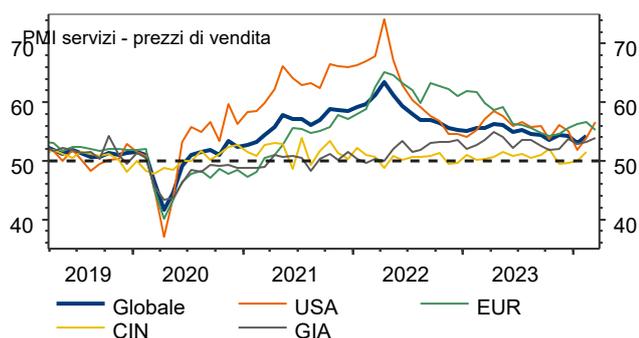
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



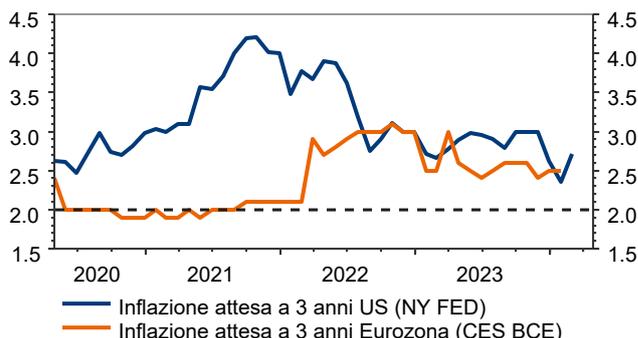
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

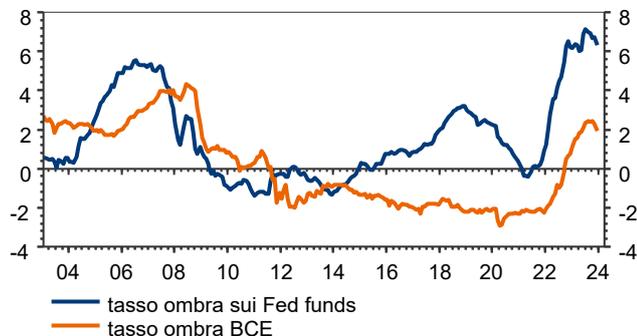
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

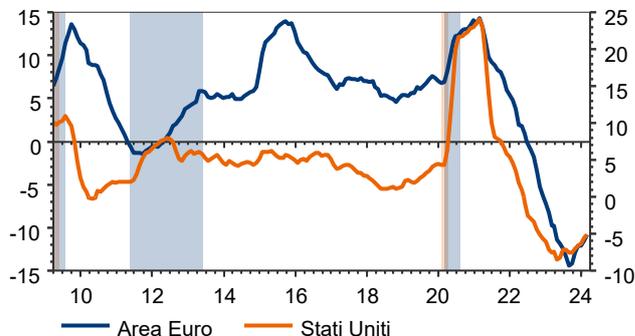
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



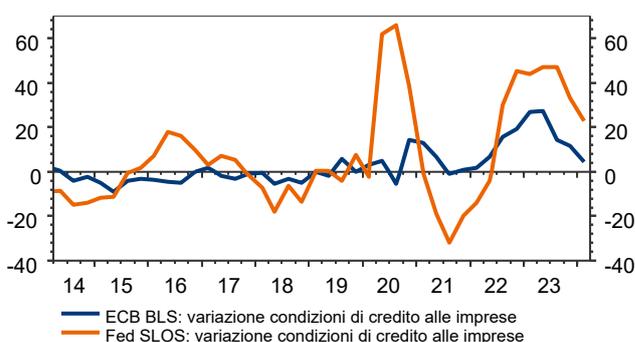
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



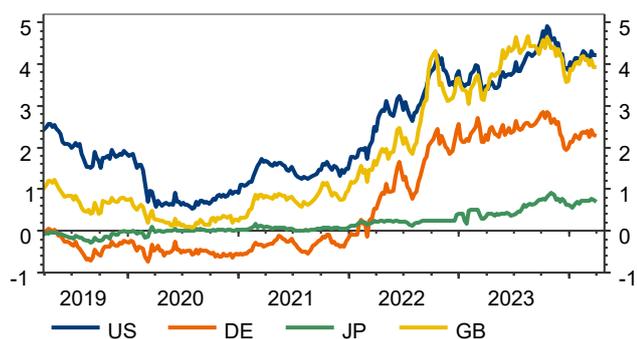
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



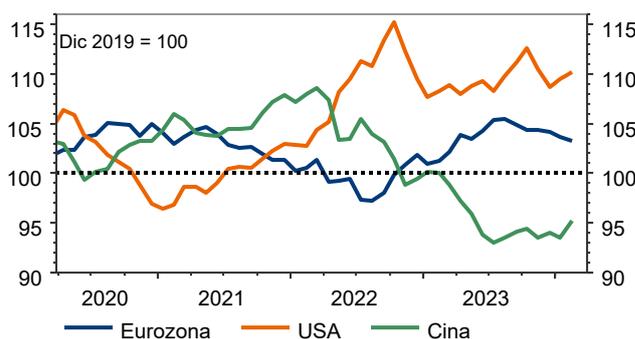
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: Refinitiv-Datastream

### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

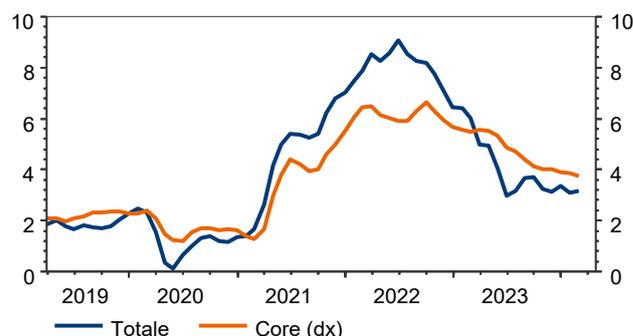
## Stati Uniti

### Indagini ISM



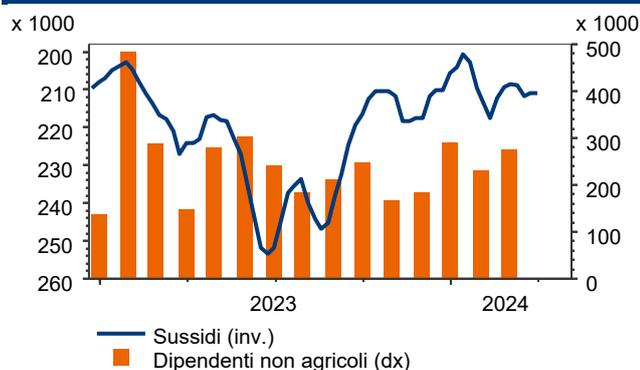
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



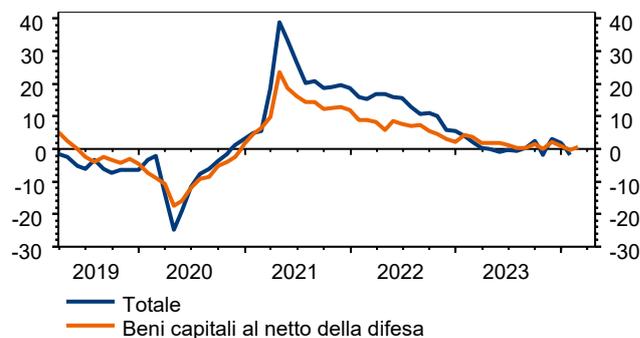
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

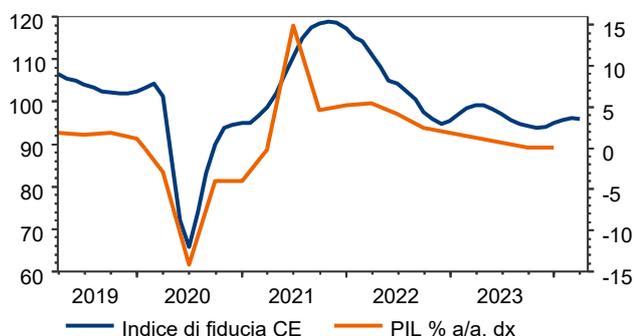
### Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024			2025		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.3	1.8	2.9	3.1	3.2	2.9	1.7	1.2	1.1	1.5
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.4	2.6	0.8	0.1	1.2	2.2	2.7
Consumi privati	2.2	2.1	1.8	3.1	3.3	2.7	1.0	0.8	1.4	2.4	2.5
IFL - privati non residenziali	4.5	2.3	5.6	1.4	3.7	-0.1	1.0	3.9	5.8	6.2	6.6
IFL - privati residenziali	-10.6	1.9	1.3	6.7	2.8	1.5	0.9	0.9	0.9	1.5	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.1	2.1	1.1	5.8	4.6	0.5	0.5	0.7	0.9	1.3	1.6
Esportazioni	2.6	2.0	3.6	5.4	5.1	1.3	1.1	2.7	3.1	3.5	4.2
Importazioni	-1.7	1.6	6.6	4.2	2.2	-2.0	3.1	5.5	7.0	7.9	6.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	0.1	1.1	-0.4	0.2	0.3	-0.5	0.0	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.3	-3.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.7	-7.2	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	135.3	136.7	138.6								
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

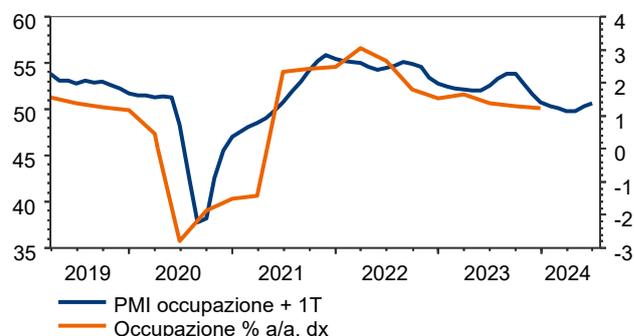
## Area euro

## PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&amp;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	ex tob	BCE	AEAT	ex tob	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	125.6	121.3	117.7	125.0	2.6	3.0	2.6	2.4
apr-24	126.2	121.8	118.5	125.6	2.5	2.5	2.3	2.3
mag-24	126.5	122.1	119.4	125.9	2.7	2.5	2.8	2.5
giu-24	126.9	122.8	119.5	126.3	2.8	2.6	2.5	2.6
lug-24	126.6	122.5	119.1	126.0	2.7	2.4	2.3	2.5
ago-24	126.9	122.7	119.2	126.2	2.3	2.3	2.1	2.1
set-24	127.1	122.9	119.4	126.5	2.2	2.3	2.0	2.0
ott-24	127.4	123.0	119.4	126.8	2.3	2.2	1.8	2.1
nov-24	127.0	122.4	118.8	126.4	2.6	2.2	1.9	2.4
dic-24	127.3	122.8	119.1	126.7	2.7	2.1	1.7	2.5
<b>Media</b>	<b>126.3</b>	<b>122.0</b>	<b>118.6</b>	<b>125.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</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 di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob	ex tob	BCE	AEAT	ex tob	ex tob
gen-25	126.1	122.0	118.3	125.4	2.0	2.1	2.0	1.8
feb-25	126.5	122.3	118.6	125.8	1.7	1.7	1.5	1.5
mar-25	127.4	123.2	119.2	126.7	1.4	1.5	1.3	1.4
apr-25	128.5	124.0	120.4	127.8	1.8	1.8	1.6	1.7
mag-25	128.8	124.3	121.3	128.1	1.8	1.7	1.6	1.7
giu-25	129.1	124.6	121.1	128.3	1.7	1.5	1.3	1.6
lug-25	128.9	124.6	120.9	128.1	1.8	1.7	1.6	1.7
ago-25	129.0	124.6	120.8	128.2	1.7	1.5	1.3	1.6
set-25	129.3	124.9	121.1	128.6	1.7	1.6	1.4	1.7
ott-25	129.7	124.9	121.1	129.0	1.8	1.6	1.4	1.8
nov-25	129.5	124.5	120.6	128.8	2.0	1.7	1.5	1.9
dic-25	129.7	124.8	120.9	129.0	1.9	1.7	1.5	1.8
<b>Media</b>	<b>128.5</b>	<b>124.1</b>	<b>120.4</b>	<b>127.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</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.

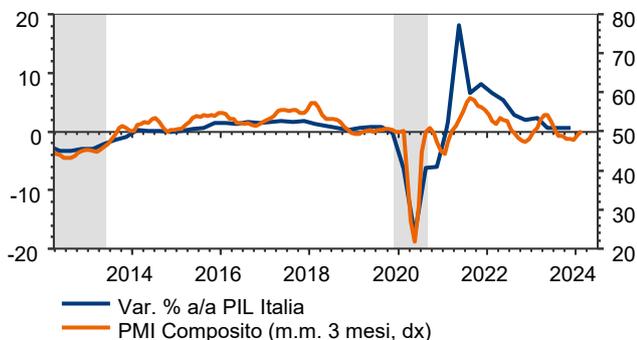
## Previsioni

	2023			2024			2025				
	T3	T4	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	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	2.7	2.7	2.4	2.5	1.7	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	3.68	2.61	3.78	3.96	3.92	3.82	3.63	3.33	2.87	2.51

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

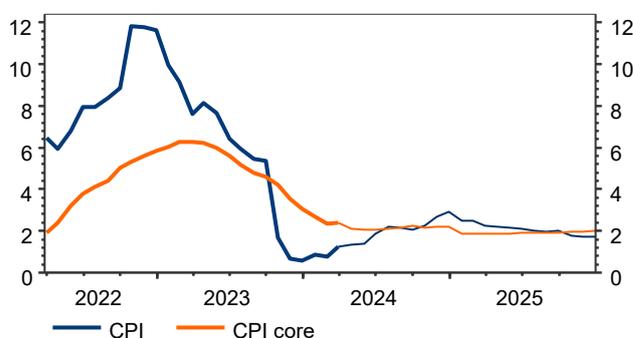
## Italia

### 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	121.9	120.3	119.5	119.4	1.3	1.3	1.3	1.2
apr-24	123.0	120.9	120.0	119.9	1.4	1.4	1.4	1.3
mag-24	123.5	121.5	120.4	120.3	1.5	1.5	1.6	1.4
giu-24	124.2	122.1	121.0	120.9	2.0	2.0	2.1	1.9
lug-24	122.7	122.5	121.4	121.3	2.4	2.3	2.4	2.2
ago-24	123.0	122.9	121.8	121.7	2.4	2.4	2.4	2.2
set-24	125.0	123.1	122.0	121.9	2.4	2.3	2.3	2.2
ott-24	125.3	123.1	121.9	121.8	2.5	2.5	2.4	2.2
nov-24	125.2	123.1	121.9	121.8	3.0	3.0	2.8	2.6
dic-24	125.6	123.5	122.4	122.3	3.2	3.2	3.0	2.9
<b>Media</b>	<b>123.4</b>	<b>121.9</b>	<b>120.9</b>	<b>120.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-25	123.3	123.0	121.7	121.6	2.4	2.4	2.1	1.9
feb-25	123.3	123.1	121.8	121.7	2.4	2.4	2.1	2.0
mar-25	124.7	123.0	121.8	121.6	2.3	2.3	1.9	1.8
apr-25	125.7	123.6	122.2	122.0	2.2	2.2	1.8	1.8
mag-25	126.3	124.1	122.6	122.4	2.2	2.2	1.8	1.7
giu-25	126.9	124.6	123.1	122.9	2.1	2.1	1.7	1.7
lug-25	125.3	125.0	123.4	123.2	2.0	2.0	1.6	1.6
ago-25	125.4	125.3	123.8	123.6	2.0	1.9	1.6	1.6
set-25	127.5	125.5	124.0	123.8	2.0	2.0	1.6	1.6
ott-25	127.6	125.3	123.7	123.5	1.8	1.8	1.5	1.4
nov-25	127.4	125.2	123.6	123.4	1.7	1.7	1.4	1.3
dic-25	127.9	125.7	124.1	123.9	1.8	1.7	1.4	1.3
<b>Media</b>	<b>125.9</b>	<b>124.4</b>	<b>123.0</b>	<b>122.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>

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	2.0	2.1	5.8	1.0	1.0	1.6	2.4	2.9	2.4	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

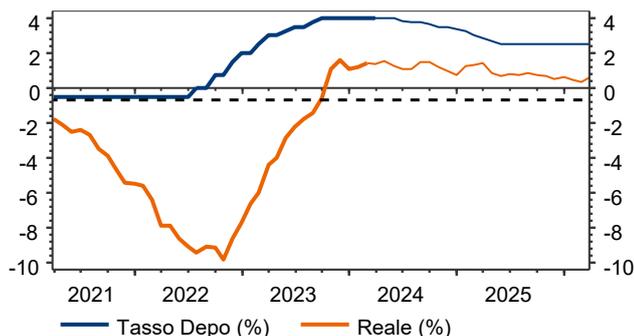
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datstream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	giu	set	dic	28/3	mar	giu	set	dic
Deposit rate	3.50	4.00	4.00	<b>4.00</b>	4.00	3.75	3.50	3.25
Euribor 1m	3.40	3.85	3.85	<b>3.86</b>	3.86	3.69	3.52	3.30
Euribor 3m	3.58	3.95	3.91	<b>3.89</b>	3.93	3.72	3.53	3.24

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

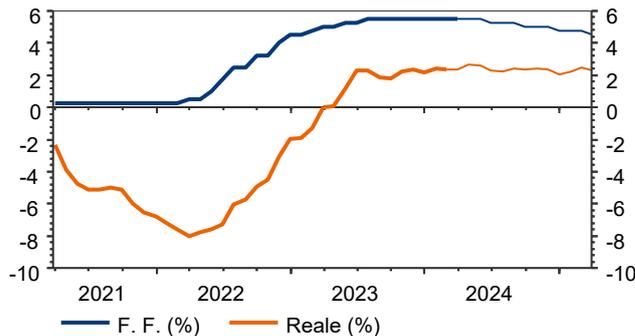


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	giu	set	dic	28/3	mar	giu	set	dic
Fed Funds	5.25	5.50	5.50	<b>5.50</b>	5.50	5.25	5.00	4.75
OIS 3m	5.27	5.41	5.31	<b>5.32</b>	5.33	5.11	4.84	4.59

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

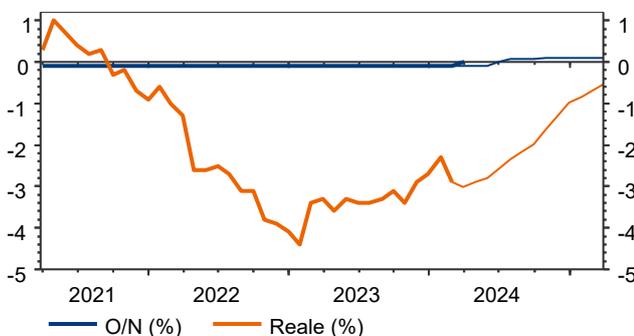


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	giu	set	dic	28/3	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>0.00</b>	-0.10	0.01	0.08	0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	0.06	0.13	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

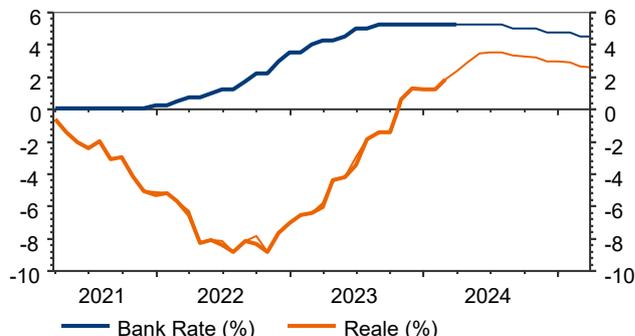


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	28/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	5.00	5.25	5.25	<b>5.25</b>	5.25	5.25	5.00	4.75
Libor GBP 3m	5.39	5.41	5.32	<b>5.30</b>	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	29mar	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.11	1.08	1.06	1.11	1.08	<b>1.0786</b>	1.07	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	123	133	149	141	150	<b>151.32</b>	151	143	135	130	125
GBP/USD	1.31	1.23	1.22	1.27	1.26	<b>1.2609</b>	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.04	1.00	0.97	0.93	0.95	<b>0.9723</b>	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	137	144	158	156	163	<b>163.21</b>	163	157	150	146	143
EUR/GBP	0.84	0.88	0.86	0.87	0.86	<b>0.8550</b>	0.86	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