

Weekly Economic Monitor

Il punto

Negli Stati Uniti, i nuovi dati economici, assieme alle dichiarazioni di Powell, hanno causato un ulteriore rientro delle aspettative di mercato sui tagli Fed (ora gli investitori non scontano nemmeno più pienamente due interventi entro fine anno); la settimana prossima, si potrebbero vedere ancora sorprese al rialzo nei dati sul PIL, e, forse, sul deflatore. Nell'Eurozona, verranno diffuse le indagini di fiducia di aprile, che riteniamo possano dare in media segnali di moderata ripresa del ciclo.

**Stati Uniti. Anche i dati diffusi questa settimana hanno confermato la tenuta del ciclo economico: in particolare, il dato sulle vendite al dettaglio è stato significativamente superiore alle attese, mostrando, oltre a una revisione al rialzo sul mese di febbraio, una accelerazione a marzo su tutti gli aggregati "core" (in particolare, il 'control group', il più correlato ai consumi di contabilità nazionale, ha fatto registrare un 1,1% m/m da 0,3% di febbraio). La produzione industriale è cresciuta in linea con le attese dello 0,4% m/m a marzo, ma anche in questo caso il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo (da 0,1% a 0,4% m/m). Anche i segnali giunti dalle indagini di aprile sono positivi, con un miglioramento sia dell'indice Empire Manufacturing che del Philly Fed. Più negative le indicazioni sul mercato immobiliare: l'indice di fiducia dei costruttori NAHB è rimasto stabile a 51 ad aprile, ma si è registrata una flessione più ampia del previsto, in marzo, sia per nuovi cantieri residenziali e licenze edilizie, sia per le vendite di case esistenti.**

**Il presidente della Fed Powell ha esplicitamente dichiarato che, a causa delle recenti sorprese al rialzo nei dati di inflazione, occorrerà attendere più a lungo di quanto precedentemente preventivato prima di tagliare i tassi di interesse.** Powell ha sottolineato la mancanza di ulteriori progressi nel CPI dopo il rapido calo registrato nella parte finale dello scorso anno, aggiungendo che, se le pressioni sui prezzi persistono, la Fed può mantenere i tassi fermi "per tutto il tempo necessario". Alle dichiarazioni di Powell si sono aggiunte le considerazioni del vicepresidente Jefferson, secondo cui la persistenza dell'inflazione giustifica il mantenimento di tassi elevati più a lungo, e quelle del governatore della Fed di Richmond Barkin, che ha affermato che alcuni dati recenti non sono "di supporto" allo scenario di "atterraggio morbido". **Il mercato sconta ora non più pienamente nemmeno un taglio dei tassi a settembre, e solo 40 punti base di tagli entro fine 2024. Abbiamo recentemente rivisto al ribasso l'entità attesa dei tagli Fed per quest'anno, da tre a due, ma il rischio al momento è che gli interventi possano essere di entità anche inferiore.**

**La prossima settimana, l'attenzione sarà focalizzata sul deflatore dei consumi di marzo, atteso in crescita di 0,3% m/m come a febbraio, e in rallentamento marginale su base annua, a 2,7% (con rischi al rialzo) da 2,8%, sull'aggregato core. Reddito e spesa personale dovrebbero mantenere ritmi di incremento congiunturale significativi (rispettivamente, 0,5% e 0,6% m/m). Sarà diffusa la stima preliminare sul PIL nel 1° trimestre: ci aspettiamo una possibile sorpresa al rialzo rispetto alle attese di consenso, a 2,6% t/t. I PMI di aprile sono visti poco variati sia nei servizi che nel manifatturiero. Gli ordinativi di beni durevoli dovrebbero mostrare un'accelerazione a marzo, mantenendo un ritmo di crescita di 0,3% m/m, come a febbraio, al netto dei trasporti. Infine, le vendite di nuove case sono attese rimbalzare a marzo dopo la flessione vista il mese precedente.**

**Area euro.** Questa settimana, l'agenda macro è stata leggera e non ha portato particolari novità nello scenario prospettico. **L'indice ZEW, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti finanziari e investitori istituzionali sull'economia tedesca, ha mostrato un ulteriore miglioramento** (per il nono mese di fila, ai massimi da oltre due anni), **ma la valutazione sulla situazione corrente, pur in recupero per il secondo mese, resta su livelli depressi. La produzione industriale nell'Eurozona ha registrato un rimbalzo solo parziale a febbraio** (0,8% m/m, in linea con le attese), dopo il brusco calo di -3% m/m il mese precedente, per una variazione annua che resta, a -6,4%, vicina ai minimi dai mesi del lockdown della primavera 2020.

19 aprile 2024

Nota Settimanale

Research Department

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



**La settimana prossima vedrà la diffusione delle indagini di fiducia di aprile, da cui ci attendiamo segnali in media incoraggianti:**

- **i PMI flash dovrebbero registrare progressi diffusi a manifattura e servizi** in Germania, Francia e nel complesso dell'Eurozona. I recenti segnali di recupero del commercio mondiale suggeriscono una risalita del morale nell'industria, e già le letture del mese precedente avevano mostrato un'attenuazione della contrazione di produzione e ordinativi: il PMI manifatturiero dovrebbe muoversi in direzione meno recessiva, a 46,8, dopo la flessione a 46,1 registrata in marzo. Nei servizi, l'indagine del mese precedente aveva evidenziato un ritorno in territorio espansivo dei nuovi ordini e un deciso miglioramento delle aspettative: ci attendiamo un miglioramento del PMI servizi a 52 da 51,5 precedente. L'indice composito potrebbe perciò portarsi a 50,8 da 50,3, un livello coerente con una moderata espansione del PIL dopo la stagnazione vista tra fine 2022 e inizio 2024;
- **in Germania, l'indice IFO potrebbe crescere per il terzo mese**, stimiamo a 88,8 da 87,8, con progressi diffusi ad aspettative (a 88,7 da 87,5) e valutazioni sulla situazione corrente (a 88,9 da 88,1). Come nella rilevazione di marzo, i progressi dovrebbero riguardare tutti i principali settori; l'indagine potrebbe segnalare come il punto di minimo del ciclo, anche per l'industria tedesca, sia stato superato;
- **in Francia l'indagine INSEE per il settore manifatturiero è attesa stabilizzarsi a 102**, per il terzo mese al di sopra della media storica. La rilevazione di inizio mese della Banque de France ha registrato aspettative di lieve incremento della produzione, confermando però che la ripresa è poco diffusa in quanto trainata da aeronautica ed elettronica (nonché dal recupero dell'agroalimentare) in presenza di una persistente debolezza degli altri comparti. La fiducia dei consumatori è al contrario attesa salire di un punto a 92;
- **anche in Italia le indagini Istat dovrebbero evidenziare un miglioramento sia per la fiducia delle imprese manifatturiere** (per il secondo mese, a 89 da 88,6), sulla scia del recupero delle aspettative riportato nella lettura di marzo, **sia per il morale dei consumatori** (a 96,8, dopo il calo a 96,5 registrato il mese precedente), anche se il rimbalzo in questo caso potrebbe essere frenato dai recenti rincari dei carburanti;
- **la stima preliminare dell'indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea è attesa in miglioramento per il terzo mese** a -14,4 da -14,9, come suggerito dalle indagini GfK e IPSOS già pubblicate.

**In calendario anche il dato sulla crescita di M3**, che vediamo in accelerazione a 0,7% a/a a marzo da un precedente 0,4% a/a. L'aggregato monetario dovrebbe aver superato il punto di minimo, ma non offre ancora prospettive di decisa riaccelerazione del ciclo nel breve termine.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (22 – 26 aprile)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	22/4	03:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	apr	4.0	%	
		03:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	apr	3.5	%	
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	apr	-14.9	-14.3	
Mar	23/4	02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		apr	48.2		
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	apr	48.3		
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	apr	46.2		
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	apr	50.1	50.5	
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	apr	41.9	43.0	
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	apr	51.5	51.9	
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	apr	50.3	50.7	
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	apr	46.1	46.6	
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	apr	53.1	53.0	
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	apr	50.3	50.2	
		15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	apr	51.7		
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	apr	51.9		
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.	*	apr	52.1		
16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	mar	0.662	Mln	0.670		
Mer	24/4	10:00	GER	IFO (attese)		apr	87.5	88.5	
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		apr	88.1	88.7	
		10:00	GER	IFO	**	apr	87.8	88.8	
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	apr	88.6		
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		apr	96.5		
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	mar	1.3	%	2.0
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	mar	0.3	%	
		16:00	BEL	Indice ciclico BNB		apr	-10.4		
Gio	25/4	08:00	GER	Fiducia consumatori		mag	-27.4	-26.0	
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	apr	102	103	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	212	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.812	Mln	
		14:30	USA	PIL t/f ann. advance		T1	3.4	%	2.1
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		mar	-91.8	Mld \$	
Ven	26/4	08:00	GER	Prezzi import a/a		mar	-4.9	%	
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		apr	91		
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	mar	0.4	%	0.6
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	mar	2.8	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	mar	2.5	%	
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	mar	0.3	%	0.3
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mar	0.8	%	0.4
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		mar	0.3	%	0.5
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		apr	prel 77.9		

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

### Calendario degli eventi (22 – 26 aprile)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	22/4	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)	
Mar	23/4	10:00	GB	Discorso di Haskel (BoE)
		13:15	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		14:30	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		15:30	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Mer	24/4	09:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		09:35	EUR	Discorso di Cipollone (BCE)
		16:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
Gio	25/4	09:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		10:20	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
		17:15	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		19:30	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
Ven	26/4	11:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		--	ITA	* DBRS si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia

Note: (\*\*) molto importante; (\*) importante. Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	mar	0.6 <del>(0.3)</del>	%	0.4	1.1
Vendite al dettaglio m/m	mar	0.9 <del>(0.6)</del>	%	0.3	0.7
Indice Empire Manufacturing	apr	-20.9		-7.5	-14.3
Scorte delle imprese m/m	feb	0.0	%	0.4	0.4
Indice Mercato Immobiliare NAHB	apr	51		51	51
Licenze edilizie	mar	1.523 <del>(1.524)</del>	Mln	1.515	1.458
Nuovi cantieri residenziali	mar	1.549 <del>(1.521)</del>	Mln	1.487	1.321
Produzione industriale m/m	mar	0.4 <del>(0.1)</del>	%	0.4	0.4
Impiego capacità produttiva	mar	78.2 <del>(78.3)</del>	%	78.5	78.4
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	feb	14.0 <del>(36.1)</del>	Mld \$		71.5
Richieste di sussidio	settim	212 <del>(211)</del>	x1000	215	212
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.810 <del>(1.817)</del>	Mln	1.810	1.812
Indice Philadelphia Fed	apr	3.2		2.3	15.5
Indice anticipatore m/m	mar	0.2 <del>(0.1)</del>	%	-0.1	-0.3
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mar	4.38	Mln	4.20	4.19

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	feb	-3.0 <del>(-3.2)</del>	%	0.8	0.8
EUR	CPI a/a finale	mar	2.4	%	2.4	2.4
EUR	CPI m/m finale	mar	0.6	%	0.8	0.8
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	mar	3.1	%	3.1	3.1
GER	ZEW (Sit. corrente)	apr	-80.5		-76.0	-79.2
GER	ZEW (Sentiment econ.)	apr	31.7		35.0	42.9
GER	PPI a/a	mar	-4.1	%	-3.2	-2.9
GER	PPI m/m	mar	-0.4	%	0.1	0.2
ITA	IPCA a/a finale	mar	1.3	%	1.3	1.2
ITA	IPCA m/m finale	mar	1.2	%	1.2	1.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	mar	0.1	%	0.1	0.0
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	mar	1.3	%	1.3	1.2
ITA	Bilancia commerciale (totale)	feb	2.495 <del>(2.655)</del>	Mld €		6.034
ITA	Bilancia commerciale (UE)	feb	-0.536 <del>(-0.376)</del>	Mld €		-0.851

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

**Germania ZEW: indagine cautamente meno pessimista.** Ad aprile le aspettative degli analisti per l'economia tedesca sono aumentate per il nono mese a 42,9 dal precedente 31,7, un massimo dall'inizio del 2022. La valutazione della situazione corrente è salita per il secondo mese, anche se meno del previsto, passando a -79,2 da -80,5. Abbiamo recentemente rivisto al rialzo le nostre previsioni sulla crescita del PIL del 1° trimestre, portandole a zero dal precedente -0,1% t/t, dopo i recenti dati reali migliori del previsto sulla produzione industriale e sul commercio estero, ma riteniamo che la dinamica sottostante dell'economia rimanga piuttosto debole e non ci aspettiamo una più sostenuta riaccelerazione prima di metà 2024.

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Ordinativi di macchinari m/m	feb	-1.7		%	0.8	7.7
Bilancia commerciale	mar	-377.8	(-379.4)	Mld ¥ JP	299.9	366.5
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mar	2.8		%	2.6	2.6
CPI (naz.) a/a	mar	2.8		%		2.7

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

**Cina**

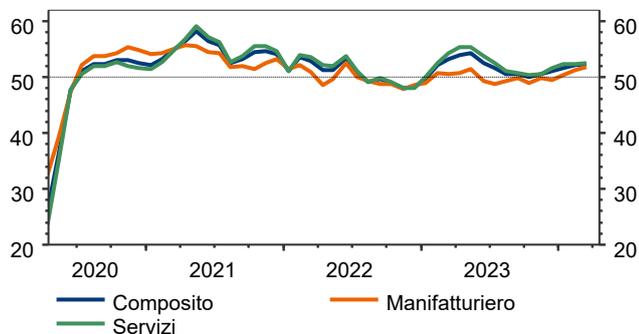
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
PIL s.a. t/t	T1	1.0		%	1.4	1.6
PIL cumulato a/a	T1	5.2		%		5.3
PIL a/a	T1	5.2		%	4.6	5.3
Produzione industriale cumulata a/a	mar	7.0		%		6.1
Vendite al dettaglio cumulate a/a	mar	5.5		%		4.7
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	mar	4.2		%	4.1	4.5
Produzione industriale a/a	mar	7.0		%	6.0	4.5
Vendite al dettaglio a/a	mar	5.5		%	4.6	3.1

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

**Cina: PIL del 1° trimestre e dati di marzo 2024.** La crescita tendenziale del PIL è accelerata nel 1° trimestre del 2024, contrariamente alle previsioni di consenso e alle nostre. Tuttavia, la ripresa appare fragile. I dati relativi al mese di marzo sono stati, infatti, inferiori alle attese di consenso, ad eccezione degli investimenti, e nel complesso dipingono un quadro meno ottimistico rispetto a quelli di contabilità nazionale, ancora caratterizzato da una bassa domanda per consumi e da una forte difficoltà nel mercato immobiliare.

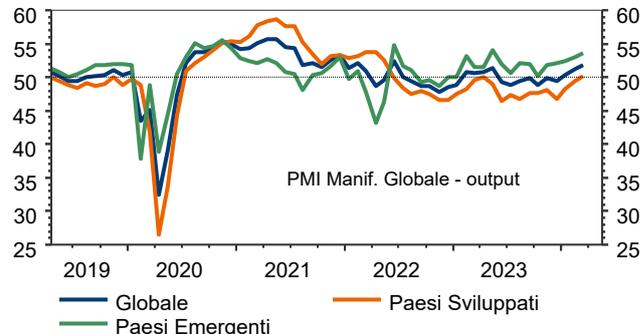
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



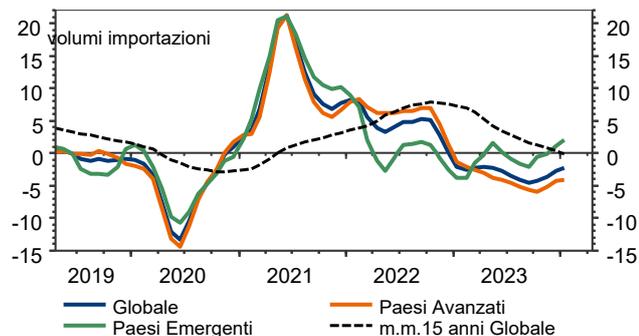
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



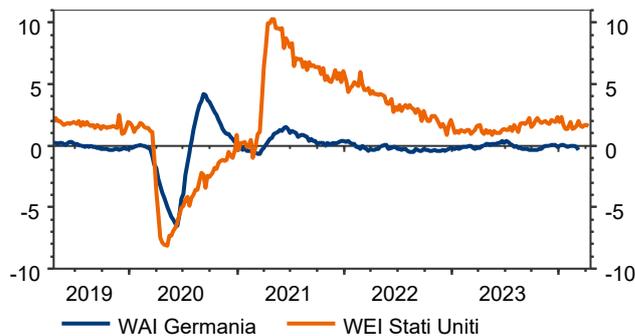
Fonte: S&P Global

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



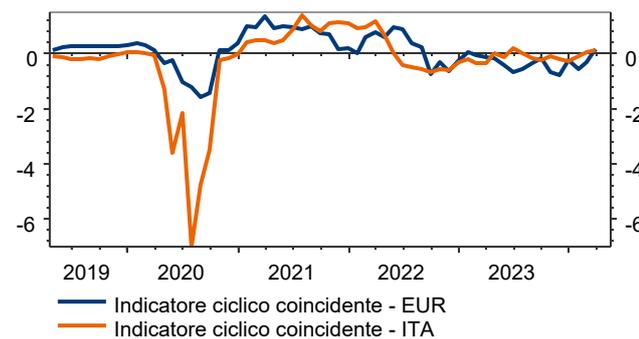
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



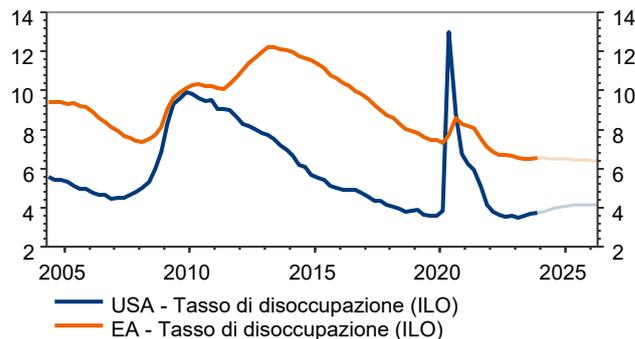
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

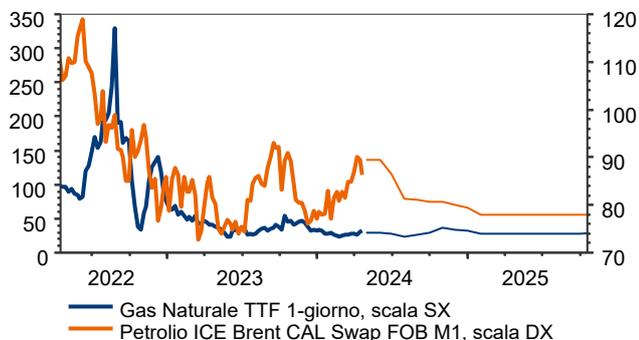
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

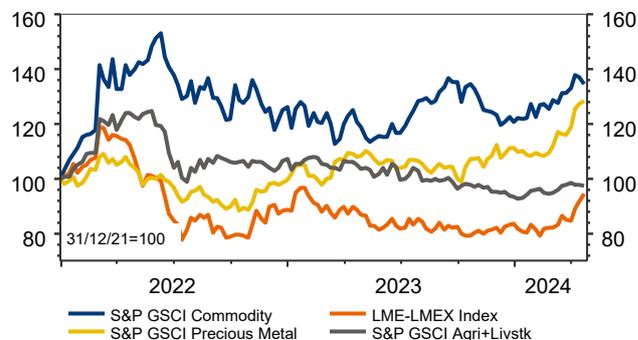
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



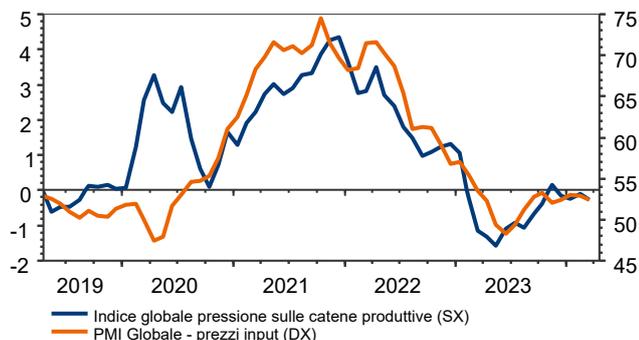
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



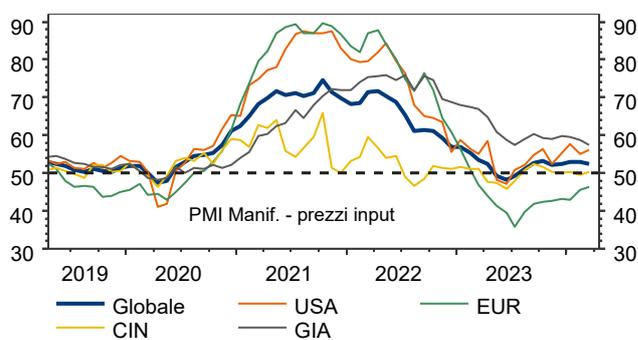
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



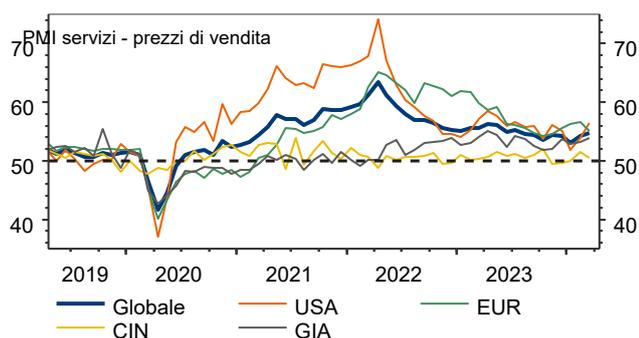
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



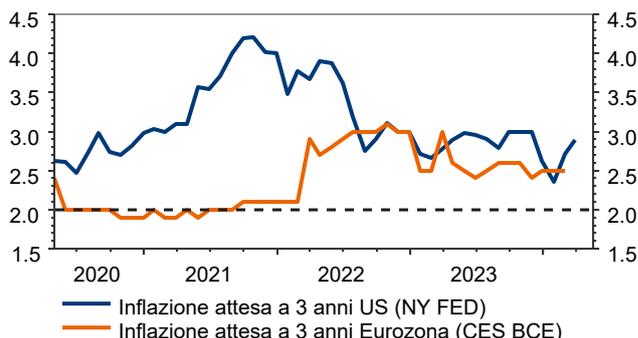
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

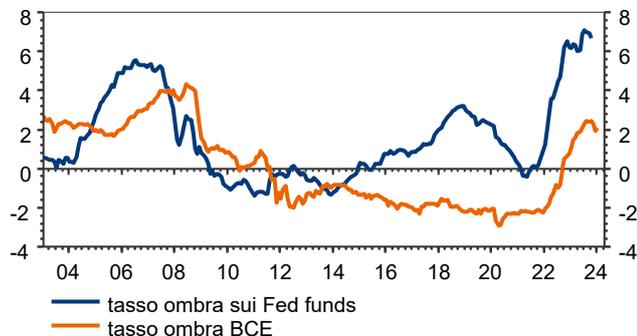
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

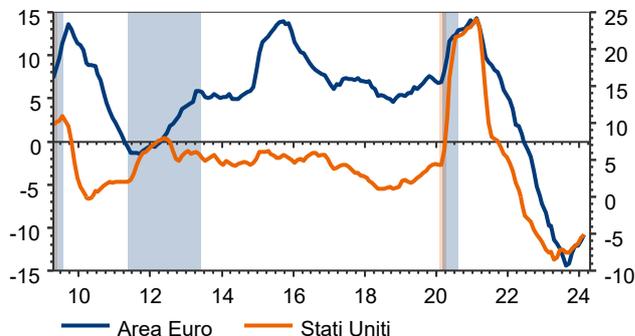
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



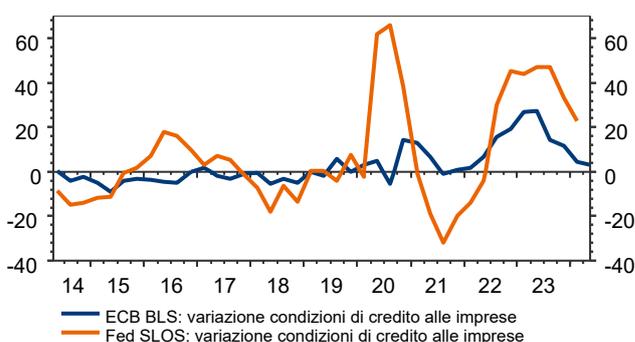
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



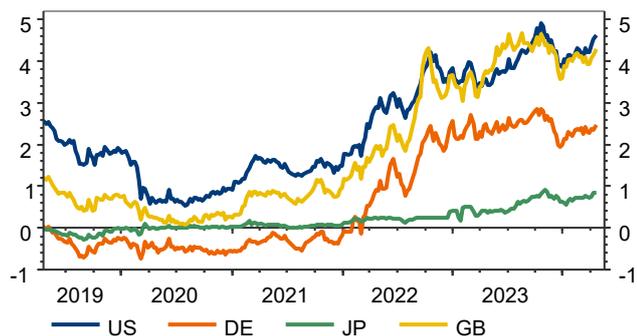
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



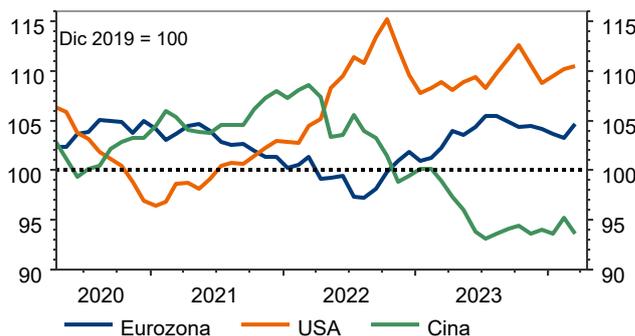
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: Refinitiv-Datastream

### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

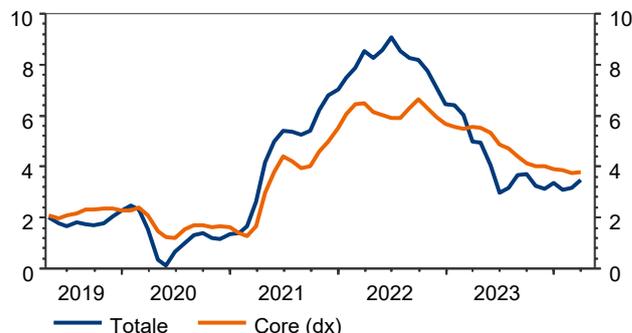
## Stati Uniti

### Indagini ISM



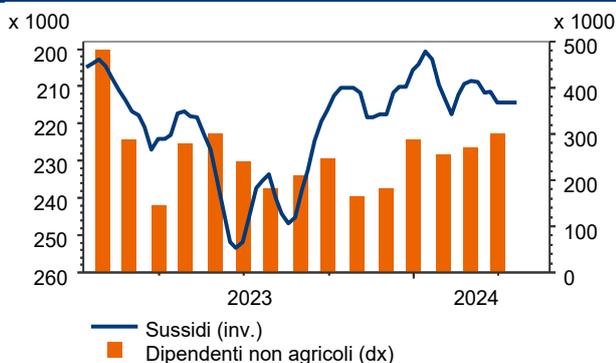
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



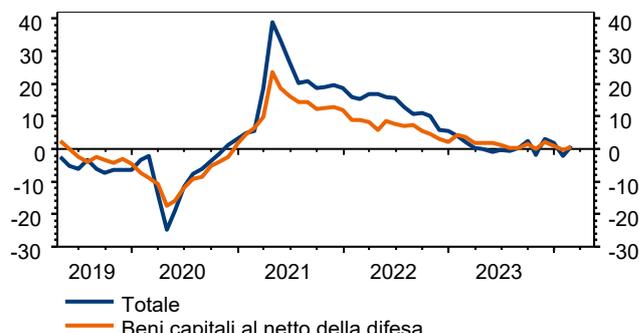
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

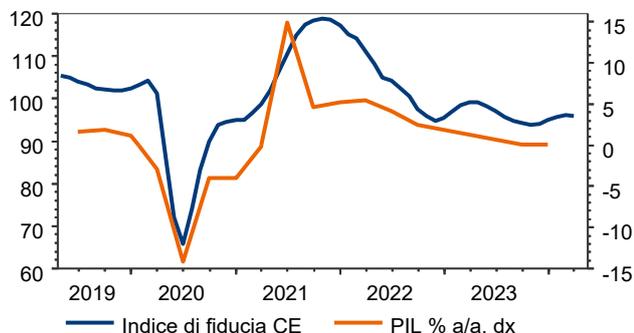
### Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024			2025		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.3	1.8	2.9	3.1	3.2	3.0	1.9	1.3	1.2	1.6
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.4	2.6	1.2	0.5	1.0	2.2	2.7
Consumi privati	2.2	2.1	1.8	3.1	3.3	2.6	1.2	1.2	1.1	2.4	2.4
IFL - privati non residenziali	4.5	2.7	5.7	1.4	3.7	-0.1	2.4	4.3	5.8	6.2	6.6
IFL - privati residenziali	-10.6	1.9	1.4	6.7	2.8	1.0	1.0	1.2	1.0	1.5	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.1	2.1	1.1	5.8	4.6	0.5	0.6	0.7	0.7	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	3.2	2.2	3.5	3.2	3.2	3.3	3.2	3.0	2.6	2.1
Produzione industriale	0.2	0.3	2.1	0.4	-0.5	-0.5	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
Disoccupazione (%)	3.6	3.9	4.1	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1

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

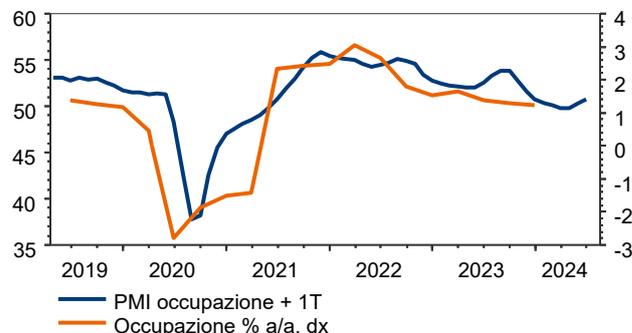
## Area euro

### 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	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	2.4
mar-24	125.3	121.3	118.1	124.9	2.4	3.1	2.9	2.3
apr-24	126.0	121.9	118.5	125.4	2.3	2.6	2.3	2.1
mag-24	126.3	122.2	119.4	125.7	2.6	2.6	2.8	2.4
giu-24	126.6	122.6	119.5	126.1	2.6	2.5	2.5	2.4
lug-24	126.3	122.3	119.1	125.7	2.4	2.3	2.3	2.2
ago-24	126.5	122.5	119.2	125.9	2.0	2.2	2.1	1.8
set-24	126.8	122.8	119.4	126.2	1.9	2.2	2.0	1.7
ott-24	127.1	122.8	119.5	126.5	2.0	2.0	1.8	1.9
nov-24	126.7	122.3	118.8	126.1	2.3	2.1	1.9	2.1
dic-24	127.0	122.6	119.1	126.4	2.4	2.0	1.7	2.2
<b>Media</b>	<b>126.0</b>	<b>121.9</b>	<b>118.6</b>	<b>125.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</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	125.7	121.8	118.3	125.1	1.7	1.9	2.0	1.5
feb-25	126.1	122.1	118.6	125.5	1.4	1.5	1.5	1.3
mar-25	127.1	123.2	119.3	126.4	1.4	1.6	1.0	1.3
apr-25	128.2	124.1	120.4	127.5	1.8	1.8	1.6	1.7
mag-25	128.5	124.4	121.3	127.8	1.7	1.8	1.6	1.6
giu-25	128.6	124.5	121.1	127.9	1.6	1.6	1.3	1.5
lug-25	128.5	124.5	120.9	127.7	1.7	1.8	1.6	1.6
ago-25	128.5	124.5	120.8	127.8	1.6	1.6	1.3	1.5
set-25	129.0	124.8	121.1	128.3	1.7	1.6	1.4	1.7
ott-25	129.4	124.9	121.1	128.7	1.8	1.7	1.4	1.8
nov-25	129.2	124.5	120.6	128.5	2.0	1.8	1.5	1.9
dic-25	129.4	124.8	120.9	128.7	1.9	1.8	1.5	1.8
<b>Media</b>	<b>128.2</b>	<b>124.0</b>	<b>120.4</b>	<b>127.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</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.

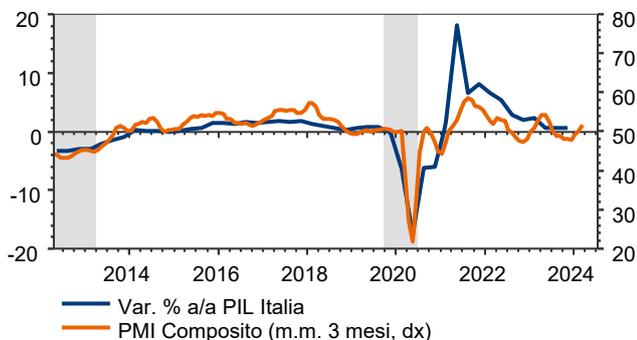
### Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024				2025	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.5	1.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.6	1.0	1.2	1.3
- t/t				-0.1	-0.1	0.1	0.2	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	0.0	2.4	0.0	1.0	-1.3	0.4	0.2	0.7	0.8	0.6
Consumi pubblici	0.8	0.9	0.4	0.7	0.5	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-1.0	0.5	2.9	-1.2	0.0	0.9	0.2	0.5	0.5	0.9	0.9
Importazioni	-1.4	1.2	2.0	-1.4	0.6	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.2	-0.5	-0.4	-0.1	0.3	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	2.3	1.7	5.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.2	1.5	1.7
Produzione industriale (a/a)	-2.2	-1.7	2.1	-4.8	-3.9	-4.9	-2.2	-0.2	0.6	2.4	2.3
Disoccupazione (%)	6.5	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.7	6.7	6.6	6.6	6.5
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

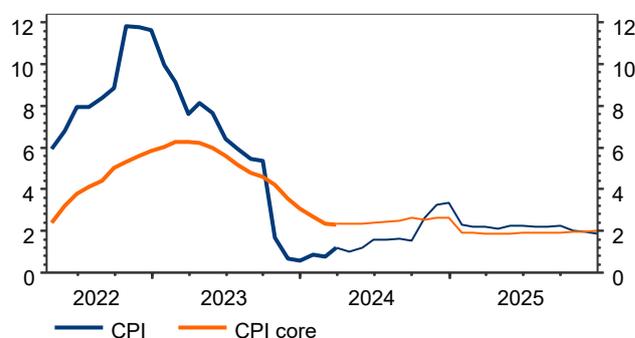
## Italia

## 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	121.8	120.2	119.3	119.4	1.2	1.2	1.1	1.2
apr-24	122.6	120.5	119.5	119.6	1.1	1.0	1.0	1.0
mag-24	123.3	121.2	120.1	120.2	1.3	1.2	1.4	1.3
giu-24	123.8	121.6	120.5	120.6	1.6	1.6	1.7	1.7
lug-24	121.9	121.6	120.5	120.6	1.6	1.6	1.6	1.6
ago-24	122.1	122.0	120.9	121.0	1.7	1.6	1.6	1.6
set-24	124.1	122.2	121.1	121.2	1.6	1.5	1.6	1.6
ott-24	125.5	123.3	122.1	122.2	2.7	2.6	2.5	2.5
nov-24	125.6	123.4	122.3	122.4	3.3	3.3	3.1	3.1
dic-24	125.9	123.7	122.7	122.8	3.4	3.4	3.3	3.3
<b>Media</b>	<b>123.1</b>	<b>121.7</b>	<b>120.6</b>	<b>120.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</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	122.9	121.8	121.9	2.4	2.3	2.2	2.2
feb-25	123.1	122.8	121.8	121.8	2.2	2.2	2.1	2.1
mar-25	124.6	122.9	121.8	121.8	2.3	2.2	2.1	2.0
apr-25	125.3	123.0	121.9	121.9	2.2	2.1	2.0	1.9
mag-25	126.1	123.9	122.6	122.6	2.3	2.2	2.1	2.0
giu-25	126.6	124.3	123.0	123.0	2.3	2.2	2.1	2.0
lug-25	124.6	124.3	123.0	123.0	2.3	2.2	2.1	2.0
ago-25	124.9	124.7	123.5	123.5	2.3	2.2	2.2	2.1
set-25	126.9	124.9	123.7	123.7	2.3	2.2	2.1	2.1
ott-25	128.1	125.8	124.5	124.5	2.1	2.0	2.0	1.9
nov-25	128.1	125.8	124.6	124.6	2.0	2.0	1.9	1.8
dic-25	128.3	126.0	124.8	124.8	1.9	1.8	1.7	1.6
<b>Media</b>	<b>125.8</b>	<b>124.3</b>	<b>123.1</b>	<b>123.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</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	0.4	1.3	0.7	-1.4	0.6	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.9	2.4	1.4	0.7	2.4	0.4	-0.5	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	1.2	2.6	1.2	1.2	-0.9	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6
Importazioni	-0.2	-2.1	2.5	-1.9	0.2	-2.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.2	-1.2	0.0	-1.4	0.0	-0.8	0.3	0.0	0.0	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.3	0.8	1.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-4.4	-4.0								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	138.4	141.1								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.8	2.2	5.8	1.0	1.0	1.3	1.6	3.2	2.3	2.3
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-1.5	1.6	-2.7	-1.6	-3.0	-1.5	-1.1	-0.4	1.2	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	7.6	7.9	7.6	7.5	7.4	7.5	7.7	7.8	7.8	7.9
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

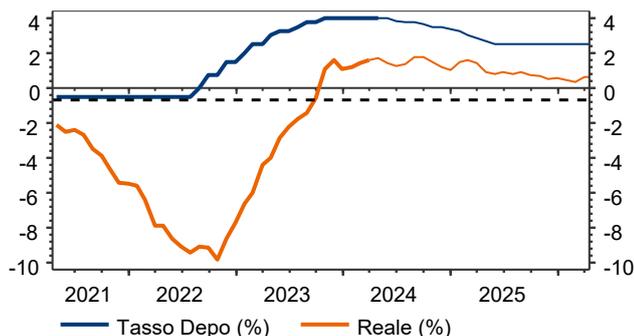
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	18/4	giu	set	dic	mar
Deposit rate	4.00	4.00	4.00	<b>4.00</b>	3.75	3.50	3.25	2.75
Euribor 1m	3.85	3.85	3.86	<b>3.84</b>	3.69	3.52	3.30	2.77
Euribor 3m	3.95	3.91	3.89	<b>3.89</b>	3.72	3.53	3.24	2.73

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

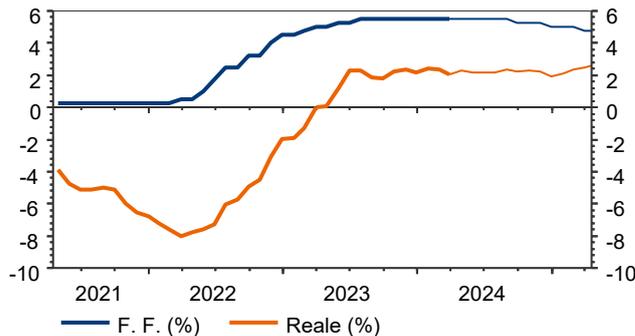


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	18/4	giu	set	dic	mar
Fed Funds	5.50	5.50	5.50	<b>5.50</b>	5.50	5.25	5.00	4.75
OIS 3m	5.41	5.31	5.32	<b>5.34</b>	5.30	5.09	4.84	4.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

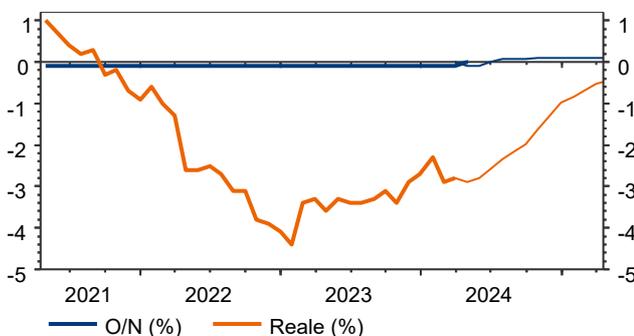


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	18/4	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	0.00	<b>0.00</b>	0.01	0.08	0.10	0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	0.13	0.15	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

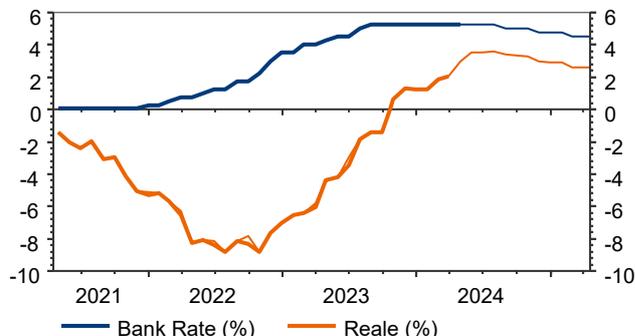


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	18/4	giu	set	dic	mar
Bank rate	5.25	5.25	5.25	<b>5.25</b>	5.25	5.00	4.75	4.50
Libor GBP 3m	5.41	5.32	5.30	<b>5.30</b>	5.20	4.90	4.70	4.30

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	19/4	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.08	1.09	1.06	1.09	1.09	<b>1.0649</b>	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	129	135	150	148	151	<b>154.56</b>	154	148	143	135	128
GBP/USD	1.30	1.25	1.21	1.27	1.27	<b>1.2438</b>	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.02	0.98	0.95	0.95	0.96	<b>0.9680</b>	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	138	147	158	161	163	<b>164.60</b>	162	160	158	151	146
EUR/GBP	0.83	0.88	0.87	0.86	0.85	<b>0.8560</b>	0.84	0.85	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 da Research Department 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Carlo Ruoti

carlo.ruoti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com