

Weekly Economic Monitor

Il punto

L'evento più importante della settimana prossima è il FOMC del 1° maggio: dovrebbe trattarsi di una riunione interlocutoria, ma i toni potrebbero essere meno dovish rispetto a quelli dell'ultima riunione; l'employment report atteso poi il 3 maggio dovrebbe mostrare una moderazione nella creazione di nuovi posti di lavoro ad aprile. Nell'Eurozona, la settimana prossima vedrà la diffusione dei dati sia sull'inflazione di aprile (attesa stabile al 2,4%, ma in calo sull'indice core) che sul PIL del 1° trimestre (ci aspettiamo per l'intera area euro un'espansione di un decimo su base congiunturale).

**Area euro. In settimana, le indagini di aprile hanno confermato i segnali di moderata ripresa del ciclo, più visibili dai PMI che dalle indagini nazionali, in particolare nel settore dei servizi (il relativo indice per l'Eurozona è salito più delle attese da 51,5 a 52,9, un massimo da quasi un anno, mentre il PMI manifatturiero è calato per il terzo mese consecutivo, da 46,1 a 45,6). Sul fronte delle indagini nazionali, una schiarita è giunta dalla Germania, dove l'IFO è migliorato più del previsto (anche in questo caso ai massimi da quasi un anno), sia pure trainato più dalle aspettative per il futuro che non dalla valutazione della condizione corrente; viceversa, si è registrata una flessione inattesa del morale, diffusa a imprese e consumatori, sia in Italia (dove, in particolare, le aziende del settore delle costruzioni cominciano a risentire della minore generosità dei bonus edilizi), sia in Francia (dove il sentiment è tornato a calare, dopo il recupero di marzo, sia nell'industria che nei servizi). Da segnalare anche che l'inflazione attesa dai consumatori secondo la ECB Consumer Expectations Survey è calata marginalmente, da 3,1% a 3%, a 1 anno, ma sull'orizzonte a 3 anni è rimasta sui valori poco compatibili con l'obiettivo BCE, a 2,5%; l'aggregato monetario M3 è salito per il secondo mese a marzo, a 0,8% a/a da 0,4% di febbraio, trainato dalla dinamica meno negativa di M1 (-4,6% da -5,4%); tra le contropartite, si nota una moderata risalita del credito al settore privato, a 0,7% da 0,6% di febbraio e da 0,4% di gennaio.**

**Il Parlamento UE ha approvato la riforma del Patto di Stabilità e Crescita**, sia pure con l'astensione o il voto contrario degli eurodeputati italiani. Prima della definitiva entrata in vigore, sarà necessario il via libera del Consiglio, atteso nei prossimi giorni. Il 2024 sarà un anno di transizione per via dell'appuntamento elettorale del 6-9 giugno. In ogni caso, dopo la diffusione, a metà maggio, delle nuove proiezioni a politiche invariate incluse nelle Economic Forecast, **entro il 21 giugno (a meno di ritardi nella nomina del nuovo esecutivo UE) la Commissione dovrebbe decidere in merito all'apertura di eventuali procedure d'infrazione** per disavanzo eccessivo, che potrebbero riguardare i Paesi che nel 2023 hanno registrato un rapporto deficit/PIL superiore al 3% (Belgio, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Ungheria, Malta, Polonia, Romania, Slovacchia). Successivamente verranno pubblicate le raccomandazioni con le traiettorie sulla spesa primaria specifiche per i singoli paesi, e, **entro il 20 settembre, i governi nazionali dovranno presentare i propri piani fiscali programmatici di medio termine.**

**Il focus della prossima settimana nell'area euro saranno le prime letture dei dati di inflazione di aprile (ci aspettiamo per l'Eurozona un CPI stabile a 2,4% a/a, e un indice al netto di alimentari freschi ed energia in calo a 2,6% da 3,1% a/a; per l'Italia, vediamo un'inflazione in moderazione a 1,1% sull'IPCA e a 1% sul NIC, dopo l'1,2% registrato da entrambi gli indici a marzo). Il calendario della settimana è fitto e include numerosi altri dati:**

- **le stime preliminari di contabilità nazionale relative al 1° trimestre** dovrebbero vedere una stagnazione per la Germania (dopo la contrazione di -0,3% t/t registrata a fine 2023), un ritorno alla crescita per la Francia (0,2% t/t, dopo due trimestri di sostanziale stagnazione), un rallentamento del ritmo di espansione congiunturale in Italia (0,1% t/t, da 0,2% precedente) e una crescita ancora sostenuta per la Spagna (0,5% t/t, dopo lo 0,6% di fine 2023);

26 aprile 2024

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

Paolo Mameli  
Economista

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA



**l'aggregato dell'area euro è atteso in marginale espansione (0,1% t/t) dopo la stagnazione di fine 2023;**

- **le indagini di fiducia della Commissione UE, che chiuderanno la tornata di rilevazioni sul morale di aprile, sono attese registrare una lieve correzione dell'indice composito ESI**, a 96,1 da un precedente 96,3; la stima flash della fiducia dei consumatori ha mostrato un incremento solo modesto (-14,7 da -14,9); tra le imprese, le indagini nazionali sono compatibili con un calo moderato sia nell'industria (-9 da -8,8) che nei servizi (6 da 6,3); infine, le prime letture degli indici PMI manifatturieri di aprile in Italia e Spagna potrebbero mostrare una flessione rispettivamente a 49,4 da 50,4, e a 50,8 da 51,4;
- **i dati sul mercato del lavoro dovrebbero mostrare una disoccupazione in marginale aumento al 6,6%, nell'Eurozona** a marzo, mentre in **Italia** il tasso di disoccupazione è atteso in calo di un decimo, a 7,4%, dopo l'inatteso rialzo di febbraio; in **Germania**, dovrebbe essere stabile a 5,9% in aprile (le indicazioni dell'indagine IFO e dello IAB non mostrano significativi segnali di deterioramento nonostante la debolezza del ciclo);
- **in Francia, i dati di marzo potrebbero evidenziare il secondo incremento mensile per la produzione industriale** (stimiamo di 0,7% m/m, grazie soprattutto alla ripartenza dell'attività nelle raffinerie), dopo che il modesto rimbalzo di febbraio non era risultato sufficiente a compensare l'ampio calo di inizio 2024, **e un ritorno alla crescita dei consumi delle famiglie** (nostra stima: 1,9% m/m, dopo la stagnazione di febbraio), in linea con le indicazioni favorevoli emerse dai dati sulle immatricolazioni di auto e dall'indagine relativa al commercio al dettaglio della Banque de France.

**Stati Uniti. Al contrario che nell'Eurozona, i PMI di aprile hanno sorpreso verso il basso**, con un indice manifatturiero che è tornato poco sotto la soglia di 50, e un PMI servizi anch'esso in rallentamento, sia pure in territorio ancora espansivo, a 50,9 da 51,7; l'indice composito è tornato a 50,9, ai livelli di dicembre 2023, annullando i progressi visti nei primi mesi del nuovo anno. **Più positivi i segnali giunti dalle indagini delle Fed regionali**, che hanno evidenziato un recupero sia per l'indice non manifatturiero della Fed di Philadelphia e per l'indice manifatturiero della Fed di Richmond di aprile, che per l'indice di attività nazionale della Fed di Chicago (CFNAI) di marzo. **Gli ordinativi di beni durevoli si sono mossi circa in linea con le attese** a marzo, con un'accelerazione a 2,6% m/m da 0,7% precedente (rivisto verso il basso) ma una crescita più moderata (di due decimi) al netto sia dei trasporti che di difesa e aerei. Infine, **le vendite di nuove case hanno messo a segno un rimbalzo più ampio del previsto** a marzo, a 693 mila unità, dopo che il calo di febbraio è risultato più pronunciato di quanto stimato in precedenza.

**Il PIL è cresciuto dell'1,6% t/t ann. nel 1° trimestre 2024, rallentando rispetto al 3,4% dell'ultimo trimestre 2023 e posizionandosi al di sotto delle attese di consenso (2,5%). La sorpresa è però dovuta al contributo negativo sia degli scambi con l'estero (-0,9%), per via di una forte accelerazione dell'import (7,2% t/t ann., un massimo da due anni), sia delle scorte (-0,4%), mentre la domanda domestica ha mantenuto una buona dinamica**: i consumi sono cresciuti di 2,5% t/t ann. (sia pure in moderazione rispetto al trimestre precedente, e al di sotto delle attese), e gli investimenti hanno mostrato una riaccelerazione (3,2% t/t ann.), trainata dalla componente residenziale (13,9% t/t ann.).

**La notizia più importante giunta dai dati di contabilità nazionale statunitensi del 1° trimestre riguarda però i prezzi: il deflatore del PIL è salito da 1,6% a 3,1% t/t ann., il deflatore dei consumi da 1,8% a 3,4%, il PCE core da 2% a 3,7% (il massimo da un anno). Il dato è coerente con una possibile sorpresa al rialzo sul deflatore dei consumi core di marzo**, che sarà comunicato oggi pomeriggio e che potrebbe far segnare un aumento molto vicino allo 0,45% m/m di gennaio, che rappresentava un massimo da gennaio 2023.

La settimana prossima è densa di dati ed eventi negli Stati Uniti:

- **la riunione del FOMC dovrebbe risultare interlocutoria, ma i toni sia del comunicato che della conferenza-stampa di Powell dovrebbero essere meno accomodanti** rispetto al meeting di marzo, per via soprattutto delle recenti sorprese al rialzo sui dati di inflazione. Powell potrebbe evidenziare la possibilità che la Fed possa attendere più del previsto prima di intraprendere un percorso di riduzione dei tassi. Uno dei temi della riunione sarà senz'altro il dibattito in merito al ritmo del Quantitative Tightening: difficilmente però si raggiungerà un ampio consenso in merito, e la decisione potrebbe essere rimandata alla riunione di giugno;
- **l'employment report di aprile dovrebbe mostrare una moderazione nel ritmo di creazione di nuovi posti di lavoro non agricoli**, attorno a 250 mila unità dalle 303 mila di marzo; il tasso di disoccupazione è atteso stabile al 3,8%, e i salari orari dovrebbero mantenere un ritmo relativamente sostenuto (0,3% m/m, che lascerà la variazione annua su ritmi attorno al 4%);
- **gli indici ISM di aprile dovrebbero evidenziare una stabilizzazione dell'indice manifatturiero** attorno alla soglia di 50 (dopo il miglioramento a 50,3 in marzo), **a fronte di una riaccelerazione nei servizi**, a 52 da 51,4 del mese precedente;
- **l'indice di fiducia dei consumatori diffuso dal Conference Board è atteso rallentare** attorno a 104 ad aprile, da 104,7 il mese precedente, sulla scia dei rincari dei carburanti e di aspettative meno ottimistiche sull'occupazione.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (29 aprile – 3 maggio)

| Data  | Ora  | Paese                                      | Dato | *   | Periodo | Precedente | Consenso   |         |
|-------|------|--|------|---|---------|------------|------------|---------|
| Lun   | 29/4 | 09:00                                      | SPA  | IPCA a/a prelim                           |         | apr        | 3.3        | %       |
|       |      | 10:00                                      | ITA  | Bilancia commerciale (extra-UE)           |         | mar        | 6.7        | Mld €   |
|       |      | 11:00                                      | EUR  | Fiducia servizi                           |         | apr        | 6.3        |         |
|       |      | 11:00                                      | EUR  | Fiducia industria                         |         | apr        | -8.8       |         |
|       |      | 11:00                                      | EUR  | Indice di fiducia economica               | **      | apr        | 96.3       | -8.5    |
|       |      | 11:00                                      | EUR  | Fiducia consumatori finale                |         | apr        | prel -14.7 | 96.9    |
|       |      | 12:00                                      | BEL  | PIL t/t prelim                            |         | T1         | 0.3        | -14.7   |
|       |      | 14:00                                      | GER  | IPCA a/a prelim                           | *       | apr        | 2.3        | %       |
|       |      | 14:00                                      | GER  | IPCA m/m prelim                           | **      | apr        | 0.6        | %       |
|       |      | 14:00                                      | GER  | CPI (Lander) a/a prelim                   | *       | apr        | 2.2        | %       |
| 14:00 | GER  | CPI (Lander) m/m prelim                    | **   | apr                                       | 0.4     | %          |            |         |
| Mar   | 30/4 | 01:30                                      | GIA  | Tasso di disoccupazione                   |         | mar        | 2.6        | %       |
|       |      | 01:30                                      | GIA  | Job to applicant ratio                    |         | mar        | 1.3        |         |
|       |      | 01:50                                      | GIA  | Vendite al dettaglio a/a                  |         | mar        | 4.7        | (4.6) % |
|       |      | 01:50                                      | GIA  | Produzione industriale m/m prelim         |         | mar        | -0.6       | %       |
|       |      | 03:30                                      | CN   | PMI manifatturiero - NBS                  | *       | apr        | 50.8       |         |
|       |      | 03:30                                      | CN   | PMI composito - Caixin                    |         | apr        | 52.7       |         |
|       |      | 03:30                                      | CN   | PMI non manifatturiero - NBS              |         | apr        | 53.0       |         |
|       |      | 03:45                                      | CN   | PMI manifatturiero - Caixin               | *       | apr        | 51.1       |         |
|       |      | 07:30                                      | FRA  | PIL t/t 1a stima                          | **      | T1         | 0.0        | %       |
|       |      | 07:30                                      | FRA  | Spese per consumi m/m                     | **      | mar        | 0.0        | %       |
|       |      | 08:00                                      | GER  | Prezzi import a/a                         |         | mar        | -4.9       | %       |
|       |      | 08:00                                      | GER  | Vendite al dettaglio m/m                  | *       | mar        | -1.9       | %       |
|       |      | 08:00                                      | GER  | Vendite al dettaglio a/a                  |         | mar        | -2.7       | %       |
|       |      | 08:45                                      | FRA  | IPCA a/a prelim                           | *       | apr        | 2.4        | %       |
|       |      | 09:00                                      | SPA  | PIL t/t prelim                            | **      | T1         | 0.6        | %       |
|       |      | 09:55                                      | GER  | Tasso di disoccupazione                   |         | apr        | 5.9        | %       |
|       |      | 09:55                                      | GER  | Variazione n° disoccupati                 | *       | apr        | 4          | x1000   |
|       |      | 10:00                                      | ITA  | PIL a/a prelim                            | *       | T1         | 0.6        | %       |
|       |      | 10:00                                      | ITA  | PIL t/t prelim                            | **      | T1         | 0.2        | %       |
|       |      | 10:00                                      | GER  | PIL s.a. t/t prelim                       | **      | T1         | -0.3       | %       |
|       |      | 10:00                                      | GER  | PIL s.a. a/a prelim                       | *       | T1         | -0.2       | %       |
|       |      | 10:30                                      | GB   | Credito al consumo                        |         | mar        | 1.378      | Mld £   |
|       |      | 11:00                                      | EUR  | PIL t/t 1a stima                          | **      | T1         | -0.1       | %       |
|       |      | 11:00                                      | EUR  | PIL a/a 1a stima                          | *       | T1         | 0.1        | %       |
|       |      | 11:00                                      | ITA  | Prezzi al consumo m/m prelim              | **      | apr        | 0.0        | %       |
|       |      | 11:00                                      | ITA  | IPCA a/a prelim                           | *       | apr        | 1.3        | %       |
|       |      | 11:00                                      | ITA  | IPCA m/m prelim                           | **      | apr        | 1.2        | %       |
|       |      | 11:00                                      | ITA  | Prezzi al consumo a/a prelim              | *       | apr        | 1.2        | %       |
|       |      | 11:00                                      | EUR  | CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash | *       | apr        | 3.1        | %       |
|       |      | 11:00                                      | EUR  | CPI a/a stima flash                       | **      | apr        | 2.4        | %       |
| 14:30 | USA  | Costo del lavoro                           | *    | T1  | 0.9     | %          |            |         |
| 15:00 | USA  | C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a |      | feb                                       | 6.6     | %          |            |         |
| 15:00 | USA  | Indice dei prezzi delle case m/m           |      | feb                                       | -0.1    | %          |            |         |
| 15:45 | USA  | PMI (Chicago)                              | *    | apr                                       | 41.4    |            |            |         |
| 16:00 | USA  | Fiducia consumatori (CB)                   | *    | apr                                       | 104.7   | 104.0      |            |         |

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

## Calendario dei dati macroeconomici (29 aprile – 3 maggio)

| Data | Ora | Paese | Dato | *  | Periodo | Precedente | Consenso  |        |
|------|-----|-------|------|--|---------|------------|-----------|--------|
| Mer  | 1/5 | 02:30 | GIA  | PMI manifatturiero finale                  |         | apr        | prel 49.9 |        |
|      |     | 10:30 | GB   | PMI manifatturiero finale                  | *       | apr        | 48.7      | 48.7   |
|      |     | 14:15 | USA  | Nuovi occupati: stima ADP                  |         | apr        | 184       | x1000  |
|      |     | 15:45 | USA  | Markit PMI Manif. finale                   |         | apr        | 49.9      |        |
|      |     | 16:00 | USA  | Spesa in costruzioni                       |         | mar        | -0.3      | %      |
|      |     | 16:00 | USA  | Indice ISM manifatturiero                  | **      | apr        | 50.3      | 50.0   |
| Gio  | 2/5 | 07:00 | GIA  | Fiducia delle famiglie                     |         | apr        | 39.5      |        |
|      |     | 09:45 | ITA  | PMI manifatturiero                         | *       | apr        | 50.4      | 49.7   |
|      |     | 09:50 | FRA  | PMI manifatturiero finale                  |         | apr        | prel 44.9 |        |
|      |     | 09:55 | GER  | PMI manifatturiero finale                  | *       | apr        | prel 42.2 | 42.2   |
|      |     | 10:00 | ITA  | PPI m/m                                    | 0       | mar        | -1.0      | %      |
|      |     | 10:00 | ITA  | PPI a/a                                    | 0       | mar        | -10.8     | %      |
|      |     | 10:00 | EUR  | PMI manifatturiero finale                  | *       | apr        | prel 45.6 |        |
|      |     | 14:30 | USA  | Richieste di sussidio                      | *       | settim     | 207       | x1000  |
|      |     | 14:30 | USA  | Sussidi di disoccupazione esistenti        | *       | settim     | 1.781     | Mln    |
|      |     | 14:30 | USA  | Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim  |         | T1         | 0.4       | %      |
|      |     | 14:30 | USA  | Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim |         | T1         | 3.2       | %      |
|      |     | 14:30 | USA  | Bilancia commerciale                       |         | mar        | -68.9     | Mld \$ |
|      |     | 16:00 | USA  | Ordinativi industriali m/m                 |         | mar        | 1.4       | %      |
|      |     | 16:00 | USA  | Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale   | *       | mar        | prel 0.3  | %      |
|      |     | 16:00 | USA  | Ordinativi, beni durevoli m/m finale       | *       | mar        | prel 2.7  | %      |
| Ven  | 3/5 | 08:45 | FRA  | Produzione industriale m/m                 | *       | mar        | 0.2       | %      |
|      |     | 10:00 | ITA  | Tasso di disoccupazione mensile            | *       | mar        | 7.5       | %      |
|      |     | 10:30 | GB   | PMI servizi finale                         | *       | apr        | 54.9      | 54.9   |
|      |     | 11:00 | EUR  | Tasso di disoccupazione                    | *       | mar        | 6.5       | %      |
|      |     | 14:30 | USA  | Salari orari m/m                           |         | apr        | 0.3       | %      |
|      |     | 14:30 | USA  | Tasso di disoccupazione                    | **      | apr        | 3.8       | %      |
|      |     | 14:30 | USA  | Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli   | **      | apr        | 303       | x1000  |
|      |     | 15:45 | USA  | Markit PMI Servizi finale                  |         | apr        | 50.9      |        |
|      |     | 15:45 | USA  | Markit PMI Composito finale                |         | apr        | 50.9      |        |
|      |     | 16:00 | USA  | Indice ISM non manifatturiero composito    | *       | apr        | 51.4      | 52.3   |

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 (29 aprile – 5 maggio)

| Data | Ora  | Paese | * Evento |   |
|------|------|-------|----------|---|
| Lun  | 29/4 | 13:15 | EUR      | Discorso di Lane (BCE)s   |
|      |      | 21:20 | EUR      | Discorso di Guindos (BCE)   |
|      |      | --    | UE       | Sessione informale del Consiglio "Affari generali"                                    |
| Mar  | 30/4 | --    | UE       | Sessione informale del Consiglio "Affari generali"                                    |
| Mer  | 1/5  | 13:15 | EUR      | Discorso di De Cos (BCE)  |
|      |      | 20:00 | USA      | ** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 5,25-5,50%) |
|      |      | 20:30 | USA      | ** Conferenza stampa di Powell (Fed)  |
| Ven  | 3/5  | --    | ITA      | * Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia                        |
| Sab  | 4/5  | 01:45 | USA      | Discorso di Goolsbee (Fed)  |

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

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

| Dato                                     | Periodo | Precedente               |        | Consenso | Effettivo |
|--|---------|--------------------------|--------|----------|-----------|
| Markit PMI Manif. prelim.                | apr     | 51.9                     |        | 52.0     | 49.9      |
| Markit PMI Servizi prelim.               | apr     | 51.7                     |        | 52.0     | 50.9      |
| Markit PMI Composito prelim.             | apr     | 52.1                     |        |          | 50.9      |
| Vendite di nuove case (mln ann.)         | mar     | 0.637 <del>(0.662)</del> | Mln    | 0.670    | 0.693     |
| Ordinativi, beni durevoli m/m prelim     | mar     | 0.7 <del>(1.3)</del>     | %      | 2.5      | 2.6       |
| Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim | mar     | 0.1 <del>(0.3)</del>     | %      | 0.3      | 0.2       |
| Richieste di sussidio                    | settim  | 212                      | x1000  | 215      | 207       |
| Sussidi di disoccupazione esistenti      | settim  | 1.796 <del>(1.812)</del> | Mln    | 1.805    | 1.781     |
| PIL t/t ann. advance                     | T1      | 3.4                      | %      | 2.4      | 1.6       |
| Bilancia commerciale dei beni prelim     | mar     | -90.30                   | Mld \$ |          | -91.83    |
| Deflatore consumi (core) a/a             | mar     | 2.8                      | %      | 2.7      |           |
| Deflatore consumi a/a                    | mar     | 2.5                      | %      | 2.6      |           |
| Spesa per consumi (nominale) m/m         | mar     | 0.8                      | %      | 0.6      |           |
| Redditi delle famiglie m/m               | mar     | 0.3                      | %      | 0.5      |           |
| Deflatore consumi (core) m/m             | mar     | 0.3                      | %      | 0.3      |           |
| Fiducia famiglie (Michigan) finale       | apr     | 77.9                     |        | 77.9     |           |

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

### Area euro

| Paese | Dato                           | Periodo | Precedente               | Consenso | Effettivo |
|-------|--------------------------------|---------|--------------------------|----------|-----------|
| BEL   | Indice ciclico BNB             | apr     | -10.4                    |          | -11.9     |
| EUR   | Fiducia consumatori flash      | apr     | -14.9                    | -14.4    | -14.7     |
| EUR   | PMI servizi prelim             | apr     | 51.5                     | 51.8     | 52.9      |
| EUR   | PMI composito prelim           | apr     | 50.3                     | 50.7     | 51.4      |
| EUR   | PMI manifatturiero prelim      | apr     | 46.1                     | 46.6     | 45.6      |
| EUR   | M3 dest. a/a                   | mar     | 0.4                      | %        | 0.6       |
| FRA   | PMI servizi prelim             | apr     | 48.3                     | 48.9     | 50.5      |
| FRA   | PMI manifatturiero prelim      | apr     | 46.2                     | 46.9     | 44.9      |
| FRA   | Fiducia imprese manifatturiere | apr     | 103 <del>(102)</del>     | 102      | 100       |
| FRA   | Fiducia consumatori            | apr     | 91                       | 92       | 90        |
| GER   | PMI servizi prelim             | apr     | 50.1                     | 50.5     | 53.3      |
| GER   | PMI manifatturiero prelim      | apr     | 41.9                     | 42.8     | 42.2      |
| GER   | IFO                            | apr     | 87.9 <del>(87.8)</del>   | 88.8     | 89.4      |
| GER   | IFO (sit. corrente)            | apr     | 88.1                     | 88.7     | 88.9      |
| GER   | IFO (attese)                   | apr     | 87.7 <del>(87.5)</del>   | 88.7     | 89.9      |
| GER   | Fiducia consumatori            | mag     | -27.3 <del>(-27.4)</del> | -26.0    | -24.2     |
| ITA   | Fiducia delle imprese manif.   | apr     | 88.4 <del>(88.6)</del>   | 89.5     | 87.6      |
| ITA   | Fiducia consumatori            | apr     | 96.5                     | 96.9     | 95.2      |

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Area euro: Scenario macroeconomico.** I dati macroeconomici recenti sono stati superiori al previsto, non solo negli Stati Uniti ma anche nell'Eurozona, dove si cominciano a intravedere i primi timidi segnali di ripartenza del ciclo. Il processo disinflazionistico continua, ma permane un'elevata resilienza nei prezzi dei servizi (soprattutto al di là dell'Atlantico). La BCE dovrebbe avviare un ciclo di politica monetaria espansiva a giugno, mentre la Fed potrebbe rinviare il primo intervento a settembre. In questo contesto, l'economia italiana nella fase post-pandemica non sembra più soffrire di una sottoperformance strutturale rispetto alla media dell'Eurozona come accaduto nei due decenni precedenti. Nel prossimo futuro, i fattori-chiave da monitorare saranno l'implementazione del PNRR, per la quale è necessaria un'accelerazione significativa nel biennio 2024-25, e l'adesione ai bonus edilizi, che sono la principale causa della risalita del rapporto debito/PIL attesa già da quest'anno.

**PMI area euro: i servizi trainano la crescita.** Il PMI composito dell'Eurozona è aumentato ulteriormente in aprile grazie al miglioramento della fiducia nel settore dei servizi. Il deterioramento manifatturiero impedisce però una più sostenuta ripresa del ciclo nel breve termine. La crescita dei prezzi è riaccelerata nei servizi ma, almeno per il momento, non abbastanza da preoccupare la BCE.

**Germania, IFO: il peggio potrebbe essere alle spalle, riaccelerazione improbabile nel breve termine.** In Germania l'indice IFO è salito più del previsto a 89,4 dal precedente 87,9, un massimo dal maggio dello scorso anno. Come nei mesi precedenti, le aspettative sono risultate trainanti (89,9 da 87,7), mentre la valutazione della situazione attuale è migliorata per il secondo mese, ma solo modestamente (88,9 da 88,1) e rimane a livelli bassi. Ieri, il PMI composito è salito al di sopra della soglia di invarianza. Nel complesso, le indagini suggeriscono che l'economia tedesca potrebbe espandersi leggermente nel 2° trimestre dopo la stagnazione dei primi mesi del 2024, ma è improbabile una riaccelerazione più sostenuta nel breve termine.

**Italia: cala a sorpresa la fiducia di famiglie e imprese.** Ad aprile, il morale sia dei consumatori che delle aziende è tornato a peggiorare. L'effetto positivo della disinflazione sulla fiducia delle famiglie pare pressoché esaurito, mentre nel manifatturiero non si notano segnali di ripartenza della domanda, in particolare dall'estero, e si fa più tangibile l'effetto sulla fiducia delle aziende delle costruzioni del progressivo ridursi degli incentivi fiscali nel settore.

**Francia: in aumento i rischi sulla finanza pubblica.** Dopo un 2023 che si è chiuso con dati di finanza pubblica decisamente peggiori rispetto alle stime, il Governo ha limato le proiezioni di crescita del PIL sul 2024 e ridimensionato gli obiettivi fiscali, portando l'indebitamento atteso al 5,1% del PIL contro il 4,4% previsto in precedenza. Anche per gli anni seguenti si registra una revisione in senso peggiorativo del disavanzo, e si prospetta un ulteriore aumento del rapporto debito/PIL. Il Programma di Stabilità, pur rispettando in linea teorica l'aggiustamento richiesto per un Paese sotto procedura d'infrazione per deficit eccessivo, è basato su tagli alla spesa piuttosto ambiziosi che non sono ancora stati dettagliati e anche l'Haut Conseil des Finances Publiques lo ha valutato come mancante di coerenza e credibilità. Nel più lungo periodo sarà inoltre necessario il raggiungimento di un leggero avanzo primario per ottenere un calo del rapporto debito/PIL. Sul fronte ciclico riteniamo che l'economia francese possa riguadagnare spinta nei prossimi trimestri. Confermiamo le nostre stime di crescita del PIL di 0,7% nel 2024 e 1,4% nel 2025, circa in linea con il consenso ma inferiori a quelle governative.

## Giappone

| Dato                      | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|---------------------------|---------|------------|----------|-----------|
| PMI manifatturiero prelim | apr     | 48.2       |          | 49.9      |

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

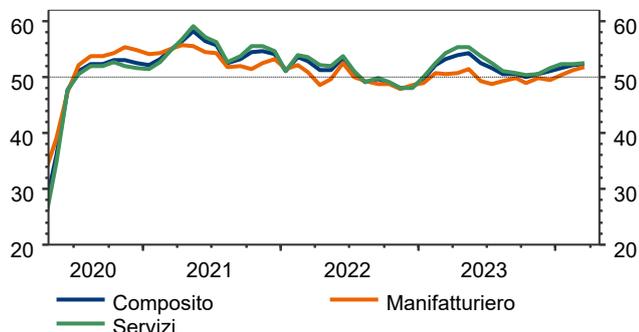
## Cina

| Dato                      | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|---------------------------|---------|------------|----------|-----------|
| Tasso prime rate a 1 anno | apr     | 3.45       | %        | 3.45      |
| Tasso prime rate a 5 anni | apr     | 3.95       | %        | 3.95      |

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

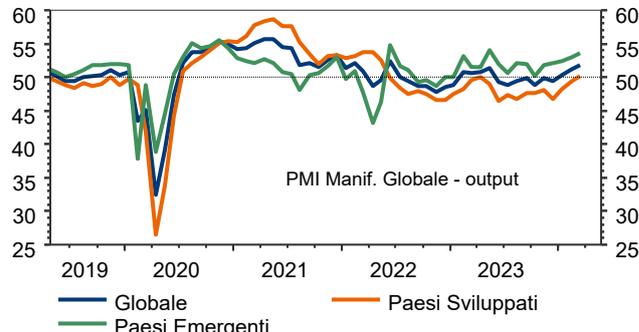
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



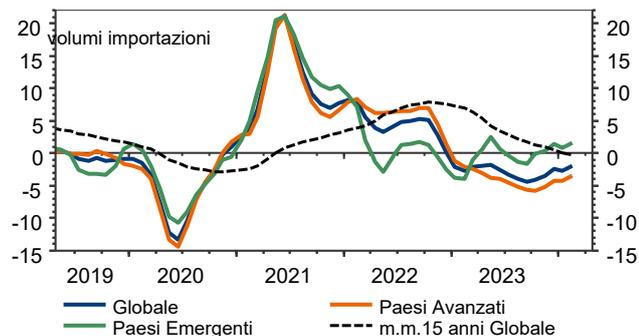
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



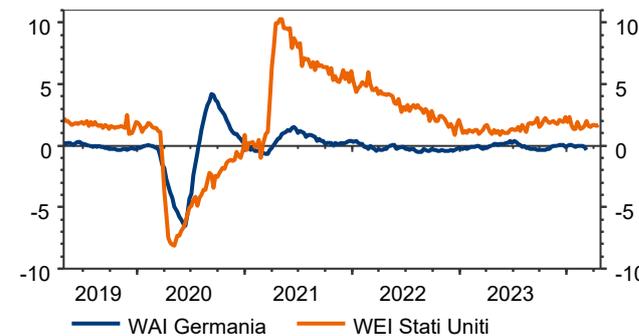
Fonte: S&P Global

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



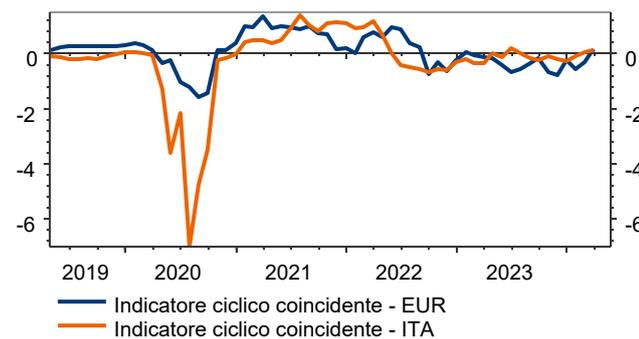
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



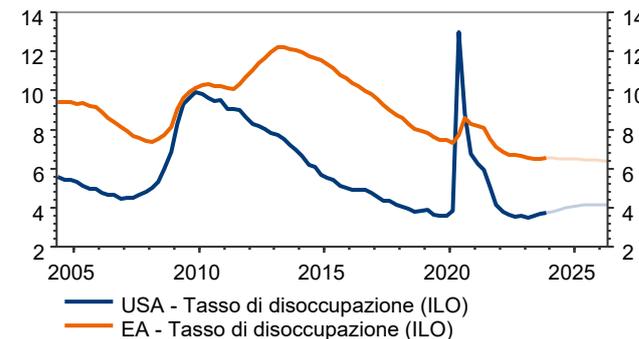
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

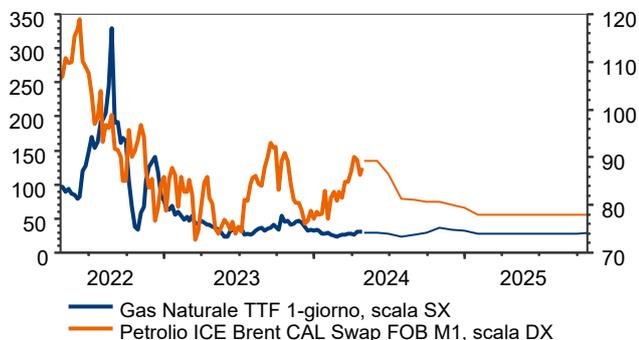
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

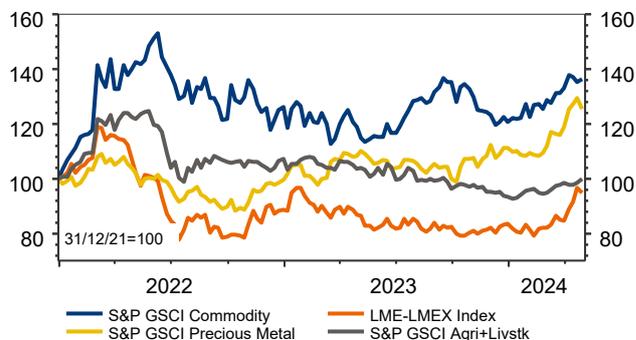
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



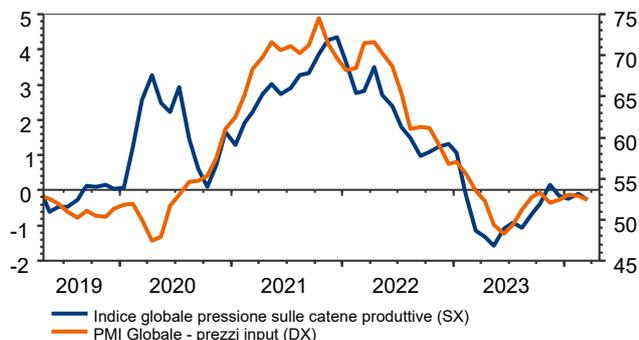
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



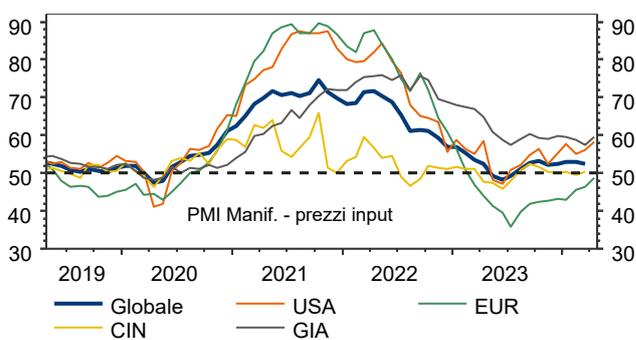
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



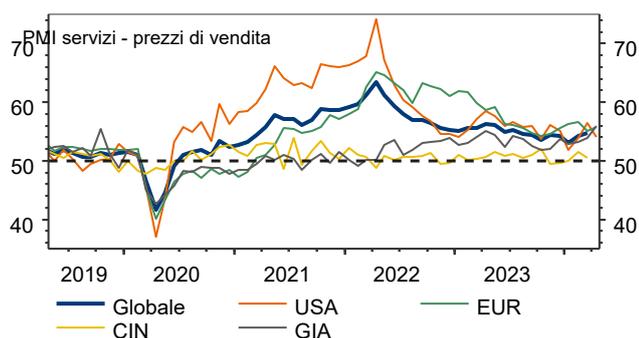
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



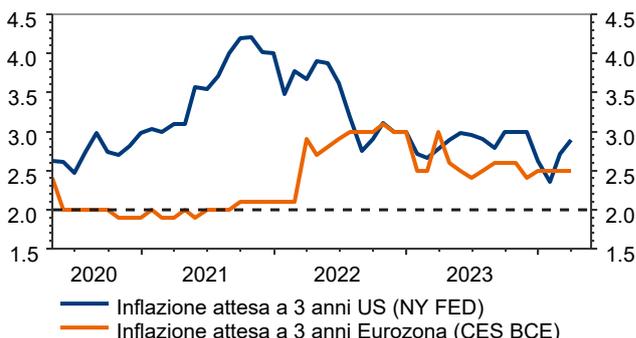
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

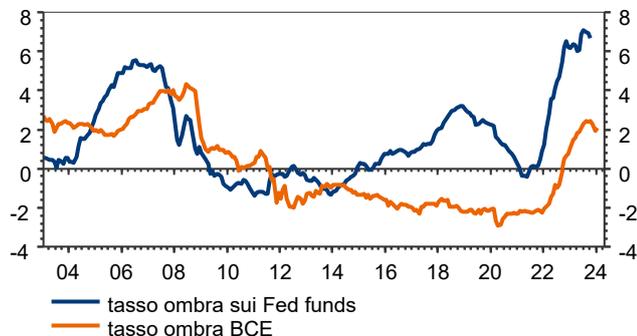
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

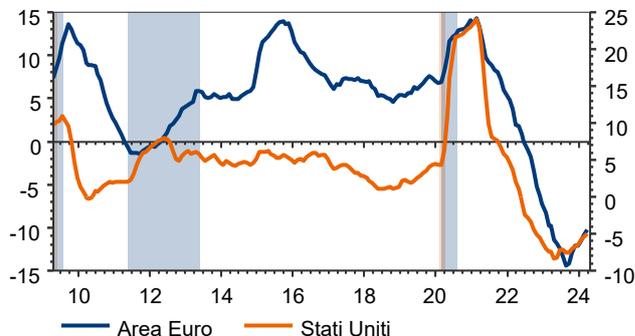
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



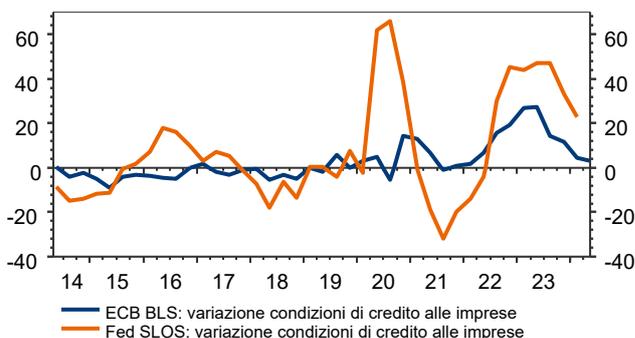
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



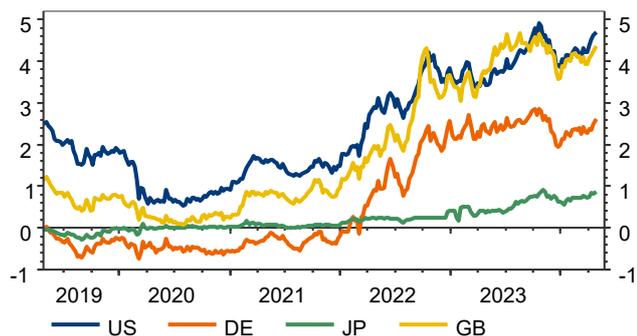
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



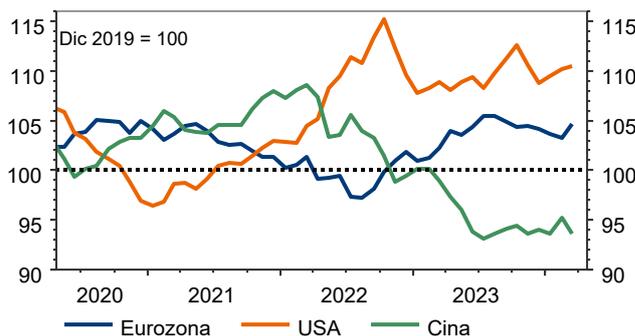
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

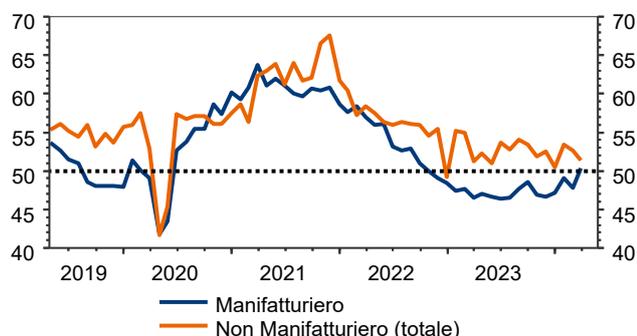
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

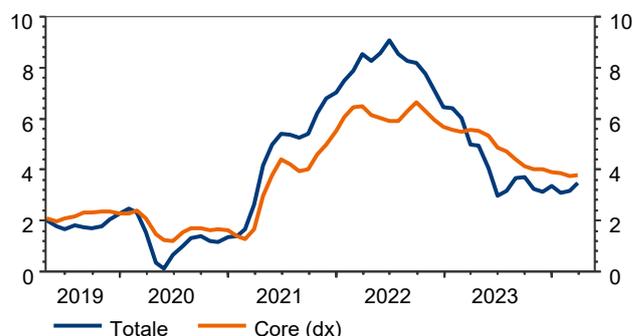
## Stati Uniti

### Indagini ISM



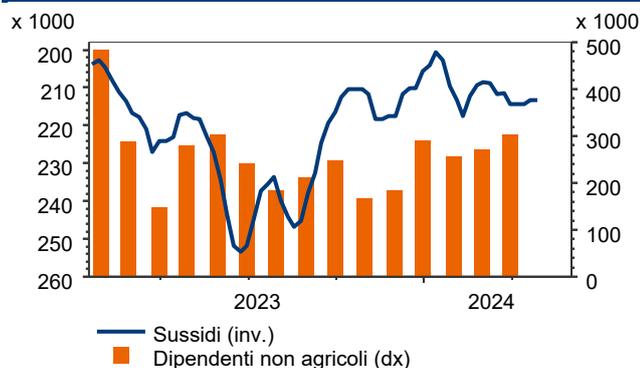
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



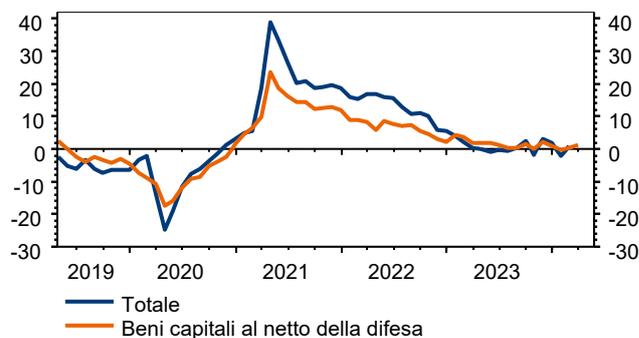
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

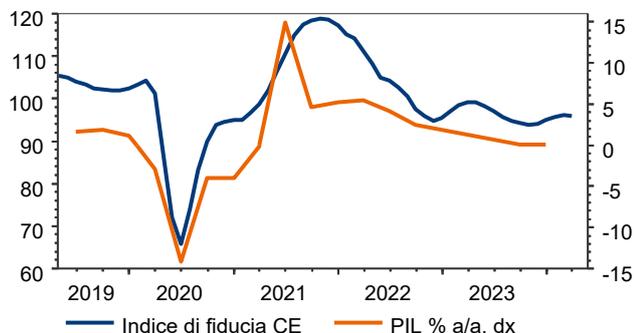
### Previsioni

|                                | 2023  | 2024  | 2025  | 2023 |      | 2024 |     |      | 2025 |     |     |
|--------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|-----|------|------|-----|-----|
|                                |       |       |       | T3   | T4   | T1   | T2  | T3   | T4   | T1  | T2  |
| PIL (prezzi costanti, a/a)     | 2.5   | 2.1   | 1.8   | 2.9  | 3.1  | 3.0  | 2.7 | 1.6  | 1.0  | 1.2 | 1.5 |
| - trim./trim. annualizzato     |       |       |       | 4.9  | 3.4  | 1.6  | 1.2 | 0.4  | 0.9  | 2.1 | 2.7 |
| Consumi privati                | 2.2   | 2.1   | 1.8   | 3.1  | 3.3  | 2.5  | 1.2 | 1.2  | 1.1  | 2.4 | 2.4 |
| IFL - privati non residenziali | 4.5   | 3.4   | 5.7   | 1.4  | 3.7  | 2.9  | 2.4 | 4.3  | 5.8  | 6.2 | 6.6 |
| IFL - privati residenziali     | -10.6 | 5.0   | 1.4   | 6.7  | 2.8  | 13.9 | 1.0 | 1.2  | 1.0  | 1.5 | 1.7 |
| Consumi e inv. pubblici        | 4.1   | 2.3   | 1.1   | 5.8  | 4.6  | 1.2  | 0.6 | 0.7  | 0.7  | 1.3 | 1.6 |
| Esportazioni                   | 2.6   | 1.9   | 3.6   | 5.4  | 5.1  | 0.9  | 1.1 | 2.7  | 3.1  | 3.5 | 4.2 |
| Importazioni                   | -1.7  | 3.9   | 6.6   | 4.2  | 2.2  | 7.2  | 3.1 | 5.5  | 7.0  | 7.9 | 6.9 |
| Var. scorte (contrib., % PIL)  | -0.4  | 0.0   | 0.1   | 1.1  | -0.4 | -0.3 | 0.3 | -0.5 | 0.0  | 0.2 | 0.3 |
| Partite correnti (% PIL)       | -3.0  | -2.9  | -2.9  |      |      |      |     |      |      |     |     |
| Deficit pubblico (% PIL)       | -7.9  | -7.2  | -7.2  |      |      |      |     |      |      |     |     |
| Debito pubblico (% PIL)        | 138.9 | 139.3 | 141.0 |      |      |      |     |      |      |     |     |
| 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

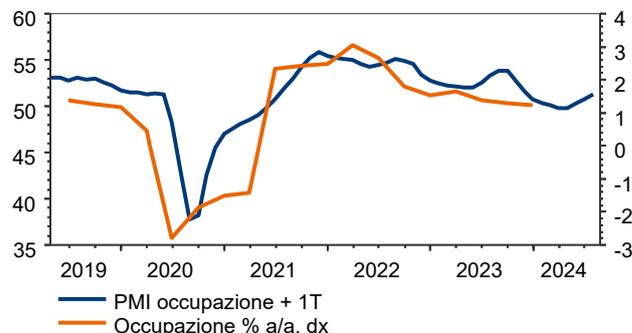
## Area euro

### 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        | 125.5        | 2.4        | 2.6        | 2.3        | 2.2        |
| mag-24       | 126.4        | 122.2        | 119.4        | 125.8        | 2.6        | 2.6        | 2.8        | 2.5        |
| giu-24       | 126.8        | 122.6        | 119.5        | 126.2        | 2.7        | 2.5        | 2.5        | 2.5        |
| lug-24       | 126.4        | 122.3        | 119.1        | 125.8        | 2.5        | 2.3        | 2.3        | 2.3        |
| ago-24       | 126.6        | 122.5        | 119.2        | 126.0        | 2.1        | 2.2        | 2.1        | 1.9        |
| set-24       | 126.9        | 122.8        | 119.4        | 126.3        | 2.0        | 2.2        | 2.0        | 1.8        |
| ott-24       | 127.1        | 122.8        | 119.5        | 126.5        | 2.0        | 2.0        | 1.8        | 1.9        |
| nov-24       | 126.6        | 122.3        | 118.8        | 126.0        | 2.2        | 2.1        | 1.9        | 2.1        |
| dic-24       | 126.9        | 122.6        | 119.1        | 126.3        | 2.3        | 2.0        | 1.7        | 2.1        |
| <b>Media</b> | <b>126.1</b> | <b>121.9</b> | <b>118.6</b> | <b>125.5</b> | <b>2.4</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       | 126.1        | 121.8        | 118.3        | 125.5        | 2.0        | 1.9        | 2.0        | 1.9        |
| feb-25       | 126.4        | 122.1        | 118.6        | 125.8        | 1.7        | 1.5        | 1.5        | 1.5        |
| mar-25       | 127.5        | 123.2        | 119.3        | 126.8        | 1.7        | 1.6        | 1.0        | 1.6        |
| apr-25       | 128.2        | 124.1        | 120.4        | 127.5        | 1.7        | 1.8        | 1.6        | 1.6        |
| mag-25       | 128.5        | 124.4        | 121.3        | 127.8        | 1.6        | 1.8        | 1.6        | 1.6        |
| giu-25       | 128.7        | 124.5        | 121.1        | 128.0        | 1.5        | 1.6        | 1.3        | 1.4        |
| lug-25       | 128.7        | 124.5        | 120.9        | 128.0        | 1.8        | 1.8        | 1.6        | 1.7        |
| ago-25       | 128.7        | 124.5        | 120.8        | 128.0        | 1.7        | 1.6        | 1.3        | 1.6        |
| set-25       | 129.0        | 124.8        | 121.1        | 128.3        | 1.7        | 1.6        | 1.4        | 1.6        |
| ott-25       | 129.2        | 124.9        | 121.1        | 128.5        | 1.7        | 1.7        | 1.4        | 1.6        |
| nov-25       | 128.9        | 124.5        | 120.6        | 128.1        | 1.8        | 1.8        | 1.5        | 1.7        |
| dic-25       | 129.2        | 124.8        | 120.9        | 128.4        | 1.8        | 1.8        | 1.5        | 1.7        |
| <b>Media</b> | <b>128.2</b> | <b>124.0</b> | <b>120.4</b> | <b>127.6</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.

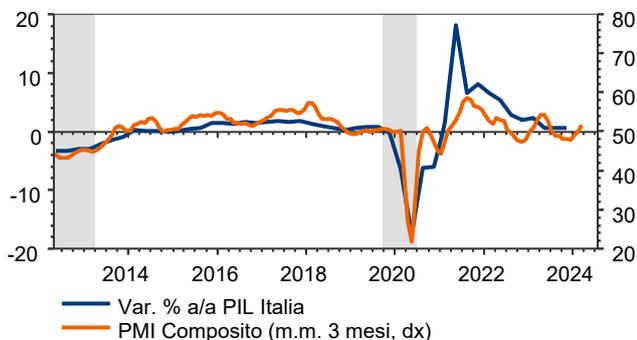
### Previsioni

|                               | 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  | 0.7  | 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  | -1.2 | 0.3  | 0.2  | 0.7  | 0.7  | 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 | 0.3  | 2.8  | -1.2 | 0.0  | 0.8  | 0.1  | 0.4  | 0.5  | 0.9  | 0.9  |
| Importazioni                  | -1.4 | 1.0  | 2.0  | -1.4 | 0.6  | 0.6  | 0.4  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.5  |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.4 | 0.2  | -0.5 | -0.4 | -0.1 | 0.2  | 0.1  | 0.1  | -0.1 | -0.2 | -0.2 |
| Partite correnti (% PIL)      | 1.5  | 1.8  | 2.2  |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Deficit pubblico (% PIL)      | -3.6 | -2.9 | -2.4 |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Debito pubblico (% PIL)       | 88.6 | 89.7 | 89.5 |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Prezzi al consumo (a/a)       | 5.4  | 2.4  | 1.7  | 5.0  | 2.7  | 2.6  | 2.6  | 2.2  | 2.2  | 1.8  | 1.6  |
| 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  | 6.5  | 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

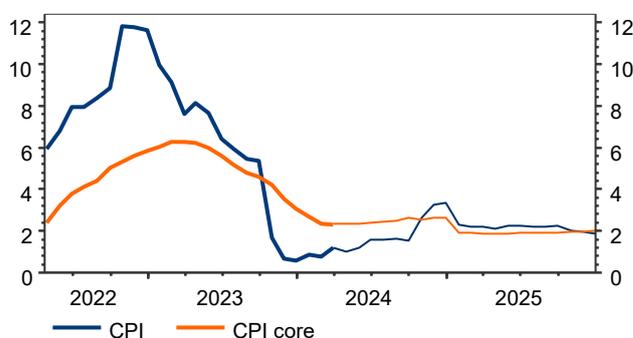
## Italia

### 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        | 1.7        | 1.6        | 1.7        | 1.7        |
| lug-24       | 121.9        | 121.6        | 120.5        | 120.6        | 1.7        | 1.6        | 1.6        | 1.6        |
| ago-24       | 122.1        | 122.1        | 120.9        | 121.0        | 1.7        | 1.6        | 1.6        | 1.6        |
| set-24       | 124.1        | 122.2        | 121.0        | 121.1        | 1.6        | 1.6        | 1.5        | 1.5        |
| ott-24       | 125.5        | 123.3        | 122.0        | 122.1        | 2.7        | 2.6        | 2.4        | 2.4        |
| nov-24       | 125.5        | 123.4        | 122.2        | 122.3        | 3.3        | 3.3        | 3.0        | 3.0        |
| dic-24       | 125.8        | 123.7        | 122.6        | 122.7        | 3.4        | 3.3        | 3.2        | 3.2        |
| <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        | 121.7        | 121.8        | 2.4        | 2.3        | 2.1        | 2.1        |
| feb-25       | 123.1        | 122.8        | 121.7        | 121.7        | 2.2        | 2.2        | 2.0        | 2.0        |
| mar-25       | 124.6        | 122.8        | 121.7        | 121.7        | 2.3        | 2.2        | 2.0        | 1.9        |
| apr-25       | 125.3        | 123.0        | 121.8        | 121.8        | 2.2        | 2.1        | 1.9        | 1.8        |
| mag-25       | 126.1        | 123.9        | 122.5        | 122.5        | 2.3        | 2.2        | 2.0        | 1.9        |
| giu-25       | 126.6        | 124.3        | 122.9        | 122.9        | 2.3        | 2.2        | 2.0        | 1.9        |
| lug-25       | 124.6        | 124.2        | 122.9        | 122.9        | 2.2        | 2.2        | 2.0        | 1.9        |
| ago-25       | 124.9        | 124.7        | 123.4        | 123.4        | 2.2        | 2.2        | 2.1        | 2.0        |
| set-25       | 126.9        | 124.9        | 123.6        | 123.6        | 2.3        | 2.2        | 2.1        | 2.1        |
| ott-25       | 128.1        | 125.8        | 124.4        | 124.4        | 2.1        | 2.0        | 2.0        | 1.9        |
| nov-25       | 128.1        | 125.8        | 124.5        | 124.5        | 2.0        | 2.0        | 1.9        | 1.8        |
| dic-25       | 128.3        | 126.0        | 124.7        | 124.7        | 1.9        | 1.8        | 1.7        | 1.6        |
| <b>Media</b> | <b>125.8</b> | <b>124.3</b> | <b>123.0</b> | <b>123.0</b> | <b>2.2</b> | <b>2.1</b> | <b>2.0</b> | <b>1.9</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)      | 7.4   | 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  | 1.7  | 3.1  | 2.3  | 2.2  |
| 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 |

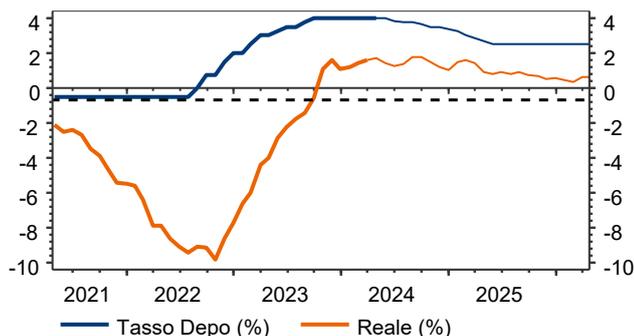
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datstream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

|              | set  | dic  | mar  | 25/4        | 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>3.85</b> | 3.69 | 3.52 | 3.30 | 2.77 |
| Euribor 3m   | 3.95 | 3.91 | 3.89 | <b>3.87</b> | 3.72 | 3.53 | 3.24 | 2.73 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

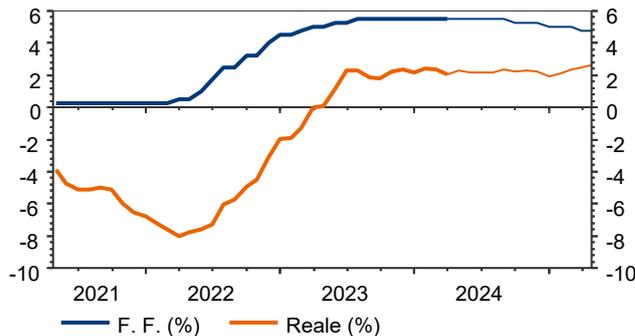


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

|           | set  | dic  | mar  | 25/4        | 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>5.35</b> | 5.30 | 5.09 | 4.84 | 4.58 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

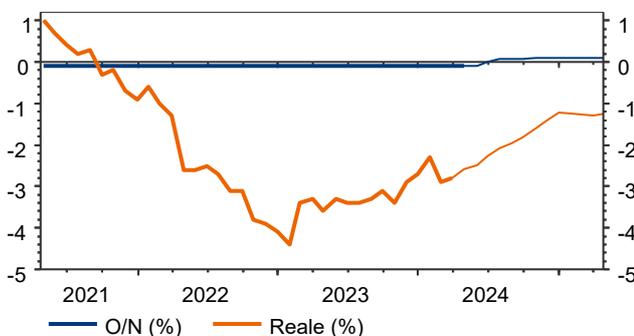


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

|              | set   | dic   | mar   | 25/4         | giu   | set  | dic  | mar  |
|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|------|------|------|
| O/N target   | -0.10 | -0.10 | -0.10 | <b>-0.10</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

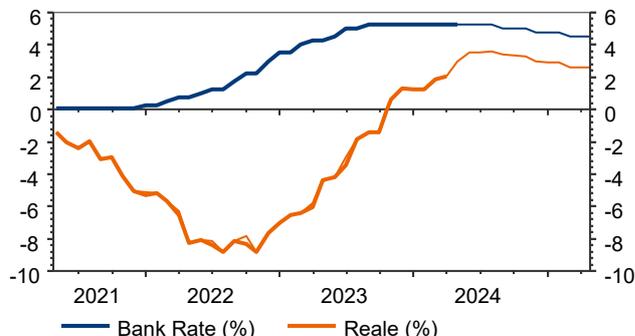


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

|              | set  | dic  | mar  | 25/4        | 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  | 26/4          | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.07 | 1.10 | 1.05 | 1.09 | 1.09 | <b>1.0682</b> | 1.05 | 1.08 | 1.10 | 1.12 | 1.14 |
| USD/JPY | 127  | 133  | 150  | 148  | 152  | <b>154.91</b> | 154  | 148  | 143  | 135  | 128  |
| GBP/USD | 1.26 | 1.25 | 1.21 | 1.27 | 1.26 | <b>1.2433</b> | 1.25 | 1.27 | 1.29 | 1.30 | 1.32 |
| EUR/CHF | 1.02 | 0.98 | 0.95 | 0.94 | 0.98 | <b>0.9773</b> | 0.95 | 0.96 | 0.98 | 1.00 | 1.02 |
| EUR/JPY | 136  | 148  | 158  | 161  | 164  | <b>165.50</b> | 162  | 160  | 158  | 151  | 146  |
| EUR/GBP | 0.84 | 0.89 | 0.87 | 0.85 | 0.86 | <b>0.8591</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)  
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