

Weekly Economic Monitor

Il punto

In Francia, il rischio di maggioranza assoluta in Assemblea Nazionale per un partito politico di orientamento estremo è stato scongiurato, ma non sarà facile formare un governo. La settimana prossima, la BCE non dovrebbe muovere i tassi ufficiali: ci aspettiamo un nuovo taglio soltanto a settembre. Negli Stati Uniti, i dati di giugno su mercato del lavoro e prezzi, e la testimonianza di Powell al Congresso, ci sembrano coerenti con una Fed che si prepara anch'essa a tagliare i tassi nella riunione di settembre.

Area euro. In Francia, i ballottaggi hanno sovvertito i risultati del primo turno delle elezioni legislative: la coalizione di sinistra Nouveau Front Populaire (NFP) ha ottenuto la maggioranza relativa, e il partito di destra Rassemblement National è solo la terza forza in parlamento. In sostanza, il maggior rischio di breve termine (maggioranza assoluta per un partito di orientamento estremo) è stato scongiurato, ma ora non sarà facile formare un governo. Al momento, vi sono divisioni sia all'interno del NFP, tra la sinistra più moderata e quella più estrema, sul candidato primo ministro, sia tra i centristi, in merito all'estensione di una possibile coalizione "ampia". Ad oggi, **una grande coalizione che escludesse estrema destra ed estrema sinistra avrebbe la maggioranza in Assemblea Nazionale, ma sarebbe estremamente eterogenea**, e resta da vedere se si troverà una formula per far partire un esecutivo (verosimilmente, con pochi punti programmatici); altrimenti, il governo uscente continuerà a restare in carica per l'ordinaria amministrazione. In ogni caso, **permangono sia delle criticità nel breve termine** (il raggiungimento degli obiettivi di bilancio per l'anno prossimo richiede una restrizione fiscale che nessun eventuale governo potrebbe avere la forza di implementare), **sia, soprattutto, dei rischi di medio periodo** derivanti da una potenziale ulteriore crescita dei consensi verso i partiti più populistici.

La settimana non ha portato particolari novità sul fronte congiunturale: l'unico dato di rilievo è stato la produzione industriale di maggio in Italia, che è rimbalzata più del previsto, ma si tratta di un recupero solo parziale, e che lascia l'output in calo sia rispetto a un anno prima, sia nel trimestre. Di recente, comunque, **i dati di attività nell'Eurozona hanno sorpreso verso il basso**, in quanto l'industria continua a risentire della stentata ripartenza della domanda di beni e del commercio globale, le costruzioni non hanno ancora assorbito pienamente l'effetto dei passati rialzi dei tassi, e la riaccelerazione attesa nei servizi per ora è assai moderata.

La settimana prossima, il calendario di indicatori congiunturali nell'Eurozona è piuttosto leggero: l'indice ZEW tedesco potrebbe subire una battuta d'arresto a luglio dopo i miglioramenti registrati nei mesi scorsi, e il dato sulla produzione industriale nell'area euro non aggiungerà informazioni di rilievo (i numeri nazionali già pubblicati sono coerenti con una contrazione nel complesso dell'Eurozona di -0,6% m/m a giugno dopo la sostanziale stabilità di maggio).

In linea di principio, la riunione di politica monetaria della BCE, giovedì 18 luglio, sarà l'evento più importante della settimana. In pratica, tuttavia, non dovrebbe apportare alcuna novità. I tassi ufficiali resteranno invariati (deposit facility rate: 3,75%) e il Consiglio Direttivo ribadirà che le decisioni saranno prese riunione per riunione sulla base dei dati. Anche il ritmo di riduzione dei portafogli di politica monetaria resterà quello già annunciato. A nostro giudizio, l'evoluzione dei dati dovrebbe consentire un secondo taglio dei tassi alla successiva riunione del 12 settembre, nell'ottica di un graduale ridimensionamento della restrizione monetaria. Il passo dell'allentamento sarà rallentato in caso di sorprese sfavorevoli; accelerato se il ritorno all'obiettivo di inflazione si rivelasse più rapido del previsto.

12 luglio 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

Stati Uniti. Dopo che venerdì scorso l'employment report di giugno ha mostrato una crescita occupazionale minore di quanto stimato in precedenza negli ultimi mesi (oltre a una salita del tasso di disoccupazione e a un rallentamento dei salari), la settimana è stata dominata da **due eventi**:

- **Il dato sul CPI di giugno:** i prezzi al consumo sono calati di un decimo a giugno sull'indice headline e sono saliti di 0,1% sul core; su base annua, l'inflazione generale è rallentata a 3,0% da 3,3%, mentre la misura al netto di energia e alimentari è calata al 3,3% (minimo dall'aprile 2021);
- **La testimonianza semestrale di Powell al Congresso:** il governatore della Fed ha dichiarato di non voler fornire alcuna tempistica sui tagli dei tassi, sottolineando che la banca centrale continuerà a decidere le sue mosse in base ai dati, riunione dopo riunione, e che in questo momento è impegnata nel bilanciare rischi contrapposti; tuttavia, i toni sono sembrati mediamente accomodanti: pur riconoscendo che la Fed aspetta "più dati benigni" sull'inflazione per guadagnare sufficiente fiducia nel raggiungimento degli obiettivi sui prezzi, **Powell ha parlato di un'economia che non è più "surriscaldata", e di un mercato del lavoro che "sembra essere tornato pienamente in equilibrio"**; a nostro avviso, tali dichiarazioni sono coerenti con una **Fed che a fine luglio potrebbe lasciare intendere di essere più vicina a tagliare i tassi. Manteniamo la nostra idea di un primo taglio a settembre** e di un secondo intervento a dicembre.

Dopo i dati su PPI e consumer sentiment dell'Università del Michigan in calendario oggi pomeriggio, **la settimana prossima vedrà la pubblicazione dei numeri di giugno su vendite al dettaglio e produzione industriale**: le vendite sono attese in lieve flessione sul dato headline, e in rallentamento sul "control group" dopo il robusto incremento di maggio; anche la produzione industriale è vista crescere anche a giugno, ma su ritmi meno vigorosi rispetto allo 0,7% m/m (rivisto al ribasso di due decimi) registrato il mese precedente. Le aperture di nuovi cantieri dovrebbero mostrare un rimbalzo solo parziale a giugno dopo l'ampia flessione di maggio. Nel complesso, a nostro avviso, i dati dovrebbero confermare che **il trend di moderato rallentamento dell'attività economica, avviato a inizio anno, potrebbe continuare nei prossimi trimestri**.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (15 – 19 luglio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	15/7	04:00	CN	PIL cumulato a/a		T2	5.3	%	
		04:00	CN	PIL a/a	*	T2	5.3	%	5.1
		04:00	CN	PIL s.a. t/t		T2	1.6	%	1.1
		04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	giu	3.7	%	3.3
		04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	giu	4.0	%	3.9
		04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		giu	4.1	%	
		04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		giu	6.2	%	
		04:00	CN	Produzione industriale a/a		giu	5.6	%	5.0
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		mag	-0.6	%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mag	-1.2	%	0.5
11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	mag	-0.1	%	-1.0		
14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	lug	-6.0		-6.0		
Mar	16/7	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	giu	prel 0.2	%	0.2
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		giu	prel 0.8	%	0.8
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		giu	prel 0.9	%	0.9
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	giu	prel 0.1	%	0.1
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		mag	4.8	Mld €	
		11:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		mag	-0.2	Mld €	
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		lug	-73.8		-73.0
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	lug	47.5		44.3
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		giu	-0.4	%	
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	giu	0.1	%	0.0
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	giu	-0.1	%	0.1
		16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		mag	0.3	%	0.3
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		lug	43.0		44.0		
Mer	17/7	08:00	GB	CPI m/m		giu	0.3	%	
		08:00	GB	CPI a/a	*	giu	2.0	%	
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	giu	prel 2.5	%	2.5
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	giu	prel 0.2	%	0.2
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		giu	prel 2.8	%	2.8
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	giu	1.277	Mln	1.305
		14:30	USA	Licenze edilizie		giu	1.399	Mln	1.385
		15:15	USA	Produzione industriale m/m		giu	0.7	(0.9) %	0.3
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		giu	78.2	(78.7) %	78.6
		Gio	18/7	01:50	GIA	Bilancia commerciale		giu	-1220.1
08:00	GB			Tasso di disoccupazione ILO		mag	4.4	%	
08:00	GB			Retribuzioni medie		mag	5.9	%	
14:30	USA			Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.852	Mln	
14:30	USA			Richieste di sussidio	*	settim	222	x1000	
14:30	USA			Indice Philadelphia Fed	*	lug	1.3		2.9
16:00	USA			Indice anticipatore m/m		giu	-0.5	%	-0.3
22:00	USA			Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		mag	123.1	Mld \$	
Ven	19/7	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	giu	2.8	%	
		01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	giu	2.5	%	2.7
		08:00	GER	PPI a/a		giu	-2.2	%	
		08:00	GER	PPI m/m		giu	0.0	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		giu	1.3	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	giu	2.9	%	

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 (15 – 19 luglio)

Data	Ora	Paese	* Evento
Lun 15/7	18:00	USA	* Intervista di Powell (Fed) al David Rubenstein show
	22:35	USA	Discorso di Daly (Fed)
		EUR	* Riunione Eurogruppo
Mar 16/7	10:00	EUR	* La BCE pubblica la Bank Lending Survey
	20:45	USA	Discorso di Kugler (Fed)
		EUR	* Riunione Ecofin
Mer 17/7	15:00	USA	Discorso di Barkin (Fed)
	20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio 18/7	14:15	EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: depo rate invariato a 3,75%)
	14:45	EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
	19:45	USA	Discorso di Logan (Fed)
Ven 19/7	00:05	USA	Discorso di Daly (Fed)
	01:15	USA	Discorso di Bowman (Fed)
	10:00	EUR	* La BCE pubblica la Survey of Professional Forecasters
	16:40	USA	Discorso di Williams (Fed)
	19:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Economia Globale - Il cammino lungo e accidentato verso il consolidamento fiscale. Sempre più Paesi si stanno avviando verso uno stato di elevato rapporto tra debito pubblico e PIL, la cui riduzione diverrà più onerosa a causa dell'aumento della spesa legata all'invecchiamento della popolazione (nonché di altre sfide come i cambiamenti climatici e la maggiore spesa per la difesa). È improbabile che puntare solo su riforme che aumentino la crescita del PIL sia sufficiente a invertire la tendenza di aumento del rapporto tra debito e PIL: occorre una combinazione di misure, che non può prescindere da un consolidamento del saldo strutturale. Tuttavia, sta emergendo un crescente scollamento tra le necessità di disciplina fiscale e gli orientamenti politici: gli elettori sono sempre più propensi a rifiutare le misure strutturali necessarie a garantire la sostenibilità del debito, i partiti moderati stanno subendo una perdita di consensi e le formazioni politiche populiste e nazionaliste propugnano politiche poco coerenti con le sfide fiscali di lungo termine. Inoltre, la mancanza di pianificazione aumenta la probabilità di aggiustamenti fiscali poco tempestivi ed inefficienti. Potrebbe derivarne una pressione al rialzo sui tassi di interesse nel lungo periodo. C'è anche il rischio di un incremento della dominanza fiscale, con una crescente tentazione, da parte di governi e parlamenti, di erodere l'indipendenza delle banche centrali.

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Richieste di sussidio	settim	239	(238)	x1000	236	222
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.856	(1.858)	Mln	1.860	1.852
CPI m/m	giu	0.0		%	0.1	-0.1
CPI a/a	giu	3.3		%	3.1	3.0
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	giu	3.4		%	3.4	3.3
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	giu	0.2		%	0.2	0.1
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	giu	0.0		%	0.2	
PPI m/m	giu	-0.2		%	0.1	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	lug	68.2			68.5	

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

Stati Uniti: occupazione più debole delle attese. A giugno, la crescita degli occupati è risultata superiore al previsto (206k contro le 190k attese), ma la revisione al ribasso dei dati dei mesi precedenti sembra suggerire che il mercato del lavoro sia meno robusto rispetto a quanto precedentemente stimato. Il tasso di disoccupazione è aumentato, inaspettatamente, di un decimo al 4,1%, un massimo da novembre 2021. La crescita salariale ha decelerato a 0,3% m/m e 3,9% a/a, la variazione tendenziale più bassa da giugno 2021. Riteniamo che i recenti dati sul mercato del lavoro siano coerenti con la nostra previsione che la Fed inizi a tagliare i tassi già a settembre.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
FRA	IPCA m/m finale	giu	0.1	%	0.1	0.2	
FRA	IPCA a/a finale	giu	2.5	%	2.5	2.5	
FRA	CPI m/m Ex Tob	giu	0.0	%		+0.1	
GER	Bilancia commerciale destag.	mag	+22.2	(22.1)	Mld €	21.1	+24.9
GER	CPI m/m finale	giu	0.1	%	0.1	0.1	
GER	CPI a/a finale	giu	2.2	%	2.2	2.2	
GER	IPCA m/m finale	giu	0.2	%	0.2	0.2	
GER	IPCA a/a finale	giu	2.5	%	2.5	2.5	
ITA	Produzione industriale m/m	mag	-1.0	%	0.1	0.5	
SPA	IPCA a/a finale	giu	3.5	%	3.5	3.6	

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

Elezioni in Francia: non sarà facile formare un governo. I ballottaggi hanno sovvertito i risultati del primo turno delle elezioni legislative: la coalizione di sinistra NFP ha ottenuto la maggioranza relativa, e il partito di destra RN è solo la terza forza in parlamento. In sostanza, il maggior rischio di breve termine (maggioranza assoluta per una formazione politica di orientamento estremo) è stato scongiurato, ma ora sarà molto difficile formare un governo. Permangono sia delle criticità nel breve termine (il raggiungimento degli obiettivi di bilancio per l'anno prossimo richiede una restrizione fiscale che nessun eventuale governo potrebbe avere la forza di implementare), sia, soprattutto, dei rischi di medio periodo, derivanti da una potenziale ulteriore crescita dei consensi verso i partiti più populistici.

Italia: parziale rimbalzo per la produzione industriale. La produzione industriale italiana è cresciuta per la prima volta quest'anno a maggio, ma si tratta di un rimbalzo solo parziale, che lascia l'output in calo sia sull'anno che nel trimestre. La debolezza è attesa proseguire nel trimestre in corso, in coerenza con la nostra cautela sulla crescita del PIL nei trimestri centrali dell'anno (che stimiamo a 0,1% t/t, da 0,3% t/t a inizio anno).

Area Euro: la BCE non toccherà i tassi ufficiali a luglio. Nonostante l'approccio riunione per riunione, è già evidente che il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea non muoverà i tassi ufficiali il prossimo 18 luglio. A nostro parere, occorrerà attendere almeno fino a settembre per osservarne una nuova riduzione. Non si tratta di una mossa scontata: richiederà un nuovo passo all'ingiù dell'inflazione.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	mag	-2.9	%	0.8	-3.2
Produzione industriale m/m finale	mag	2.8	%		3.6

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

Cina

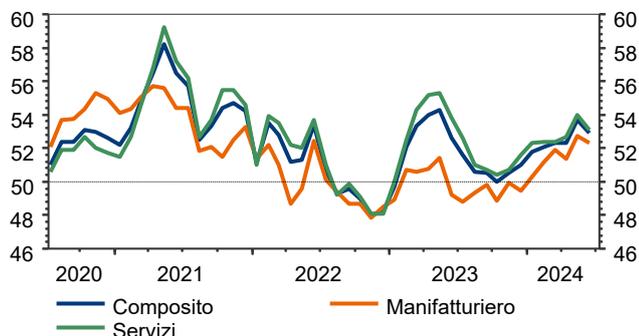
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	giu	-0.1	%	-0.1	-0.2
CPI a/a	giu	0.3	%	0.4	0.2
PPI a/a	giu	-1.4	%	-0.8	-0.8
M2 a/a	giu	7.0	%	6.8	
Nuovi prestiti bancari (flusso)	giu	950.0	Mld ¥ CN	2250.0	
Finanza sociale aggregata (flusso)	giu	2070.00	Mld ¥ CN	3341.00	
Esportazioni in USD a/a	giu	7.6	%	8.0	8.6
Importazioni in USD a/a	giu	1.8	%	2.8	-2.3
Bilancia commerciale USD	giu	82.62	Mld \$	85.00	99.05

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

Cina: inflazione giugno 2024. L'inflazione dei prezzi al consumo, dopo essere rimasta stabile a 0,3% a/a in aprile e maggio, è scesa a 0,2% a/a in giugno, ancora spinta al ribasso dalla deflazione degli alimentari e di trasporti e telecomunicazioni. L'attesa riduzione della deflazione in questi comparti dovrebbe contribuire a mantenere l'inflazione positiva e in moderata risalita nei prossimi mesi. Tuttavia, la concorrenza al ribasso sui prezzi operata dalle imprese per conquistare quote di mercato su alcuni beni (auto, ma anche caffè) unita all'eccesso di capacità produttiva in alcuni settori (in primis auto elettriche) contribuiranno a mantenerla contenuta e al di sotto dell'1% nel 2024.

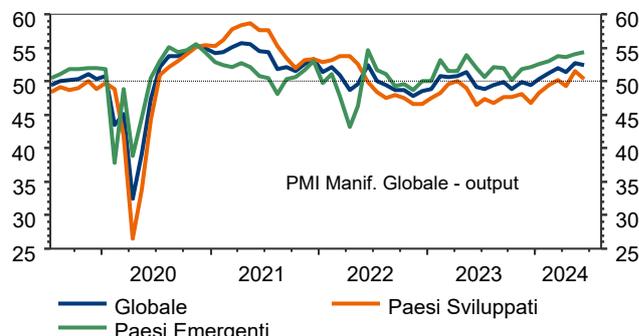
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



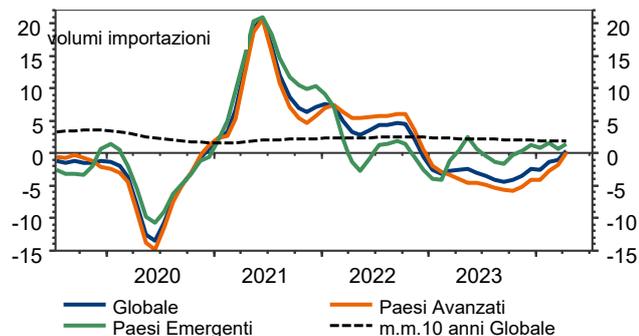
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



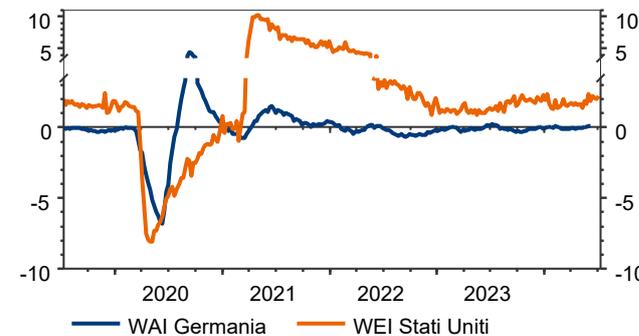
Fonte: S&P Global

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



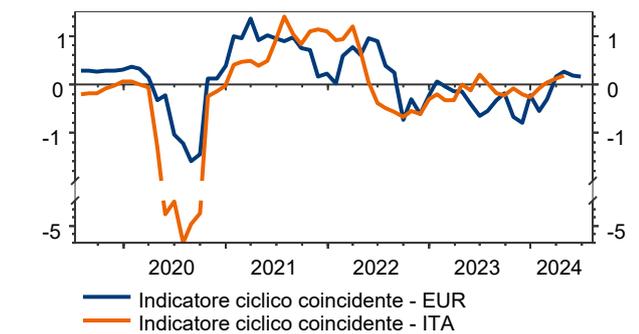
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



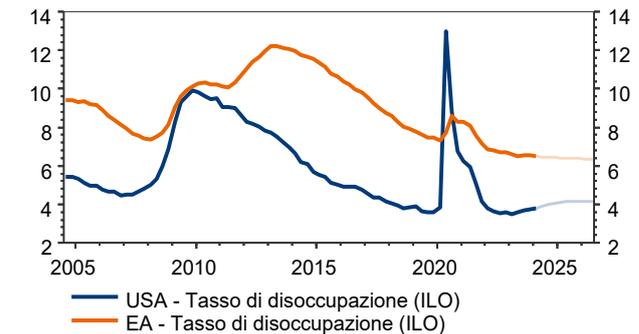
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

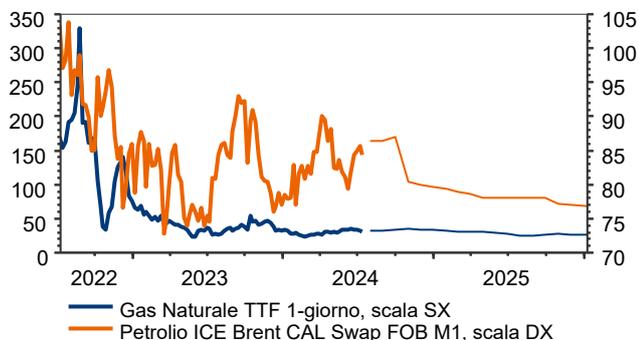
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

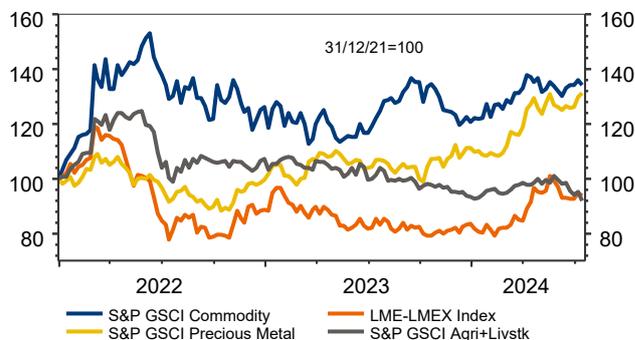
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



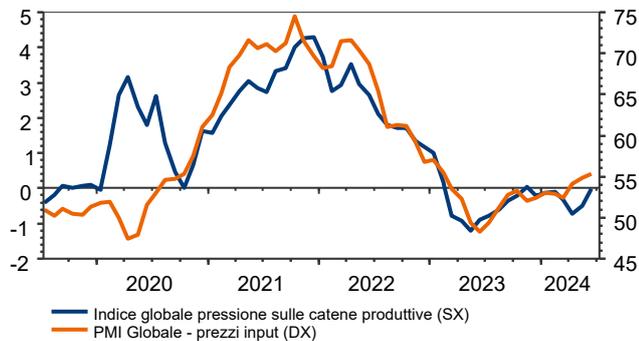
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



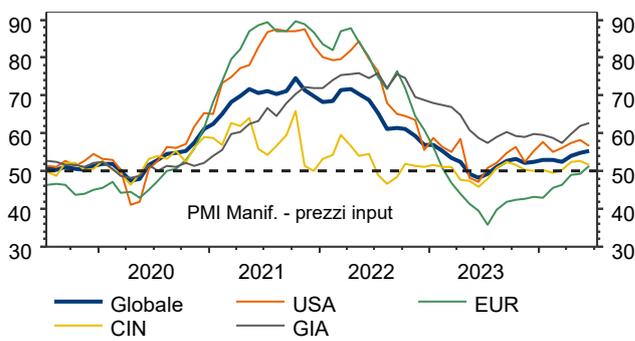
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



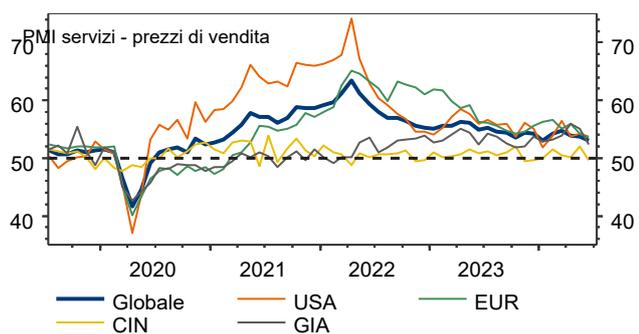
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



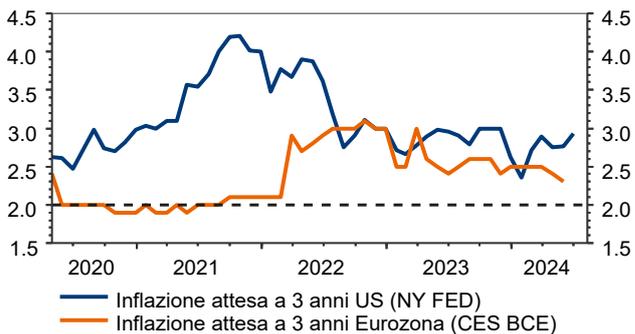
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

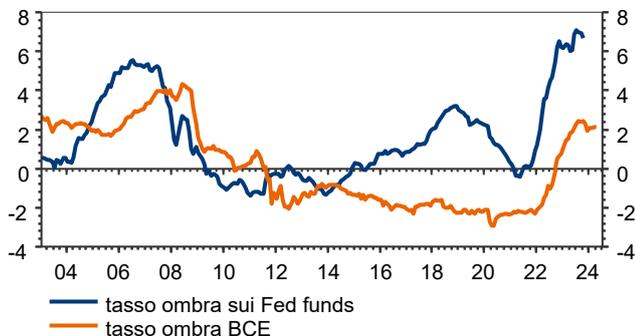
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

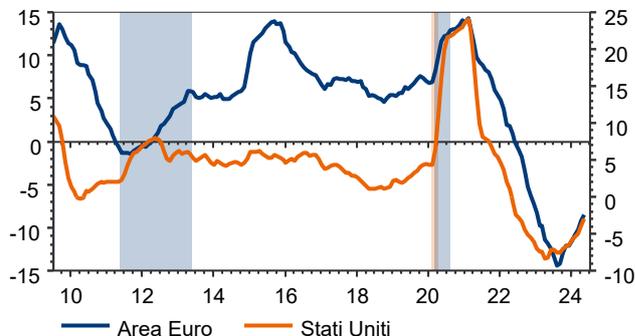
Condizioni Finanziarie

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



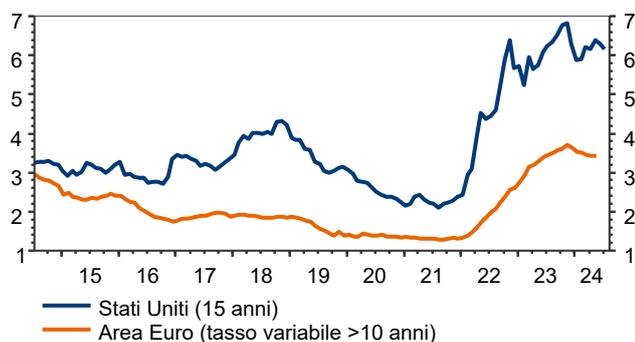
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



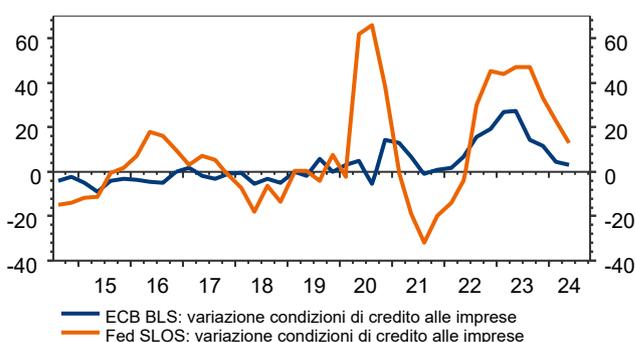
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



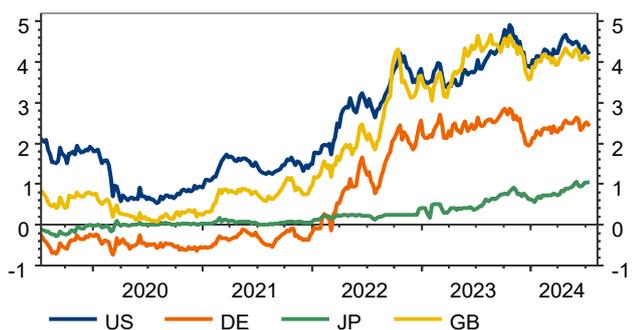
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



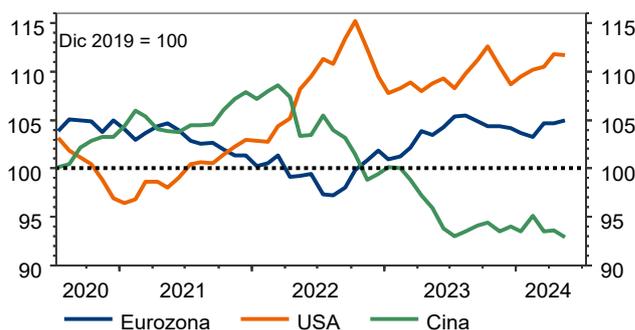
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

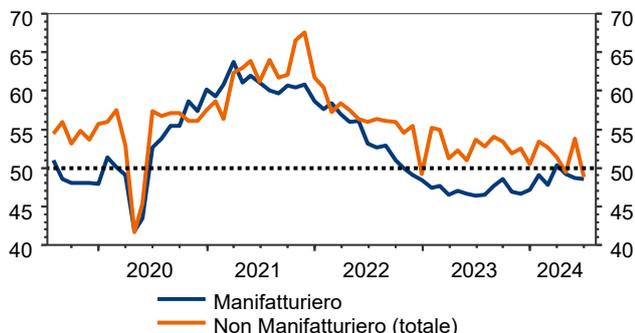
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

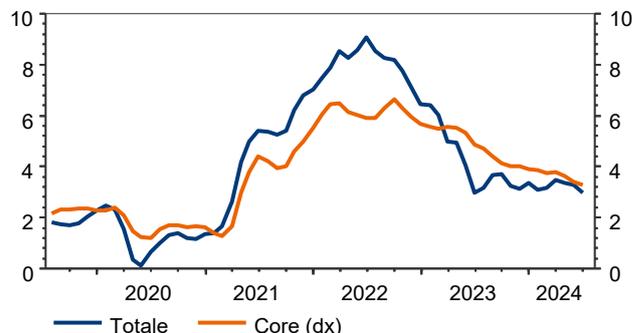
Stati Uniti

Indagini ISM



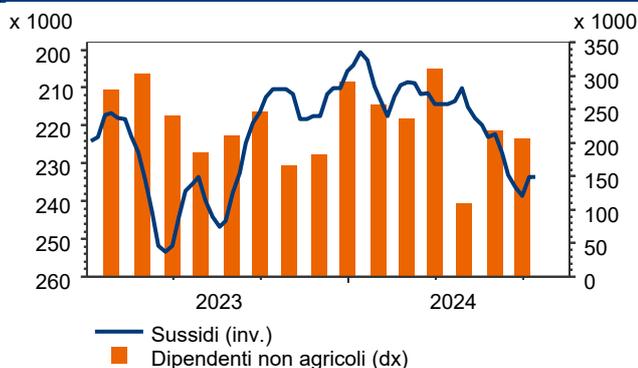
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



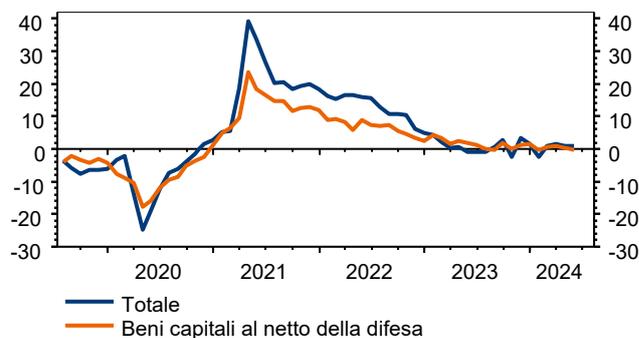
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS, U.S. Department of Labor

Nuovi ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

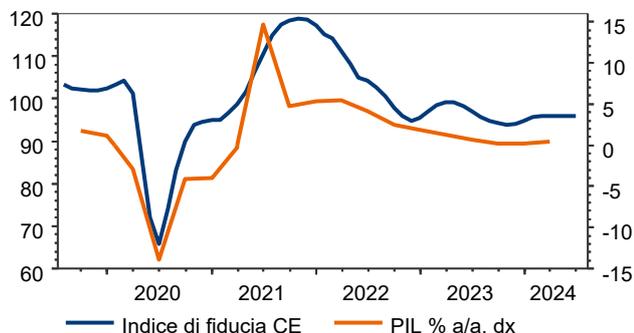
Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024			2025		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.2	1.8	2.9	3.1	2.9	2.8	1.9	1.3	1.4	1.7
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.4	1.4	1.4	1.2	1.3	1.8	2.4
Consumi privati	2.2	2.1	1.9	3.1	3.3	1.5	1.4	2.3	1.5	1.9	2.0
IFL - privati non residenziali	4.5	3.9	5.8	1.4	3.7	4.4	2.5	4.5	6.2	6.2	6.6
IFL - privati residenziali	-10.6	5.4	1.4	6.7	2.8	16.0	1.0	1.2	1.0	1.5	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.1	2.6	1.2	5.8	4.6	1.8	0.8	1.0	1.0	1.3	1.5
Esportazioni	2.6	2.1	3.6	5.4	5.1	1.6	1.1	2.7	3.1	3.5	4.2
Importazioni	-1.7	3.6	6.6	4.2	2.2	6.1	3.1	5.5	7.0	7.9	6.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.1	0.1	1.1	-0.4	-0.5	0.3	-0.5	0.0	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.0	-3.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.9	-7.2	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	138.9	139.4	141.0								
CPI (a/a)	4.1	3.0	2.0	3.5	3.2	3.2	3.2	2.8	2.6	2.2	1.8
Produzione industriale	0.2	0.0	1.8	0.3	-0.4	-0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
Disoccupazione (%)	3.6	4.0	4.1	3.7	3.7	3.8	4.0	4.1	4.1	4.1	4.2

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

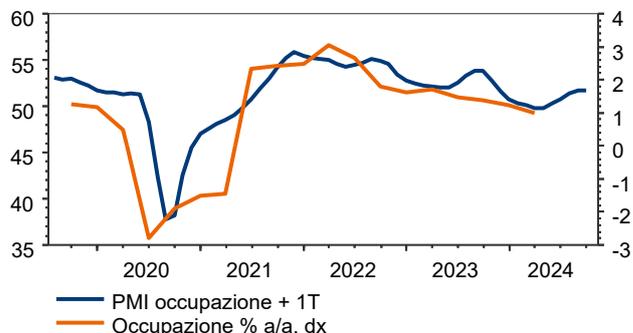
Area euro

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	122.1	119.0	125.6	2.4	2.8	2.7	2.3
mag-24	126.3	122.6	119.5	125.8	2.6	2.9	2.9	2.5
giu-24	126.6	123.0	119.9	126.0	2.5	2.8	2.9	2.3
lug-24	126.4	122.7	119.1	125.8	2.5	2.7	2.4	2.3
ago-24	126.7	123.1	119.3	126.1	2.2	2.6	2.2	2.0
set-24	127.0	123.3	119.5	126.4	2.1	2.7	2.1	1.9
ott-24	127.1	123.2	119.5	126.5	2.1	2.3	1.9	1.9
nov-24	126.7	122.7	118.9	126.0	2.3	2.4	1.9	2.1
dic-24	127.1	123.0	119.2	126.5	2.4	2.3	1.7	2.3
Media	126.1	122.2	118.7	125.6	2.4	2.8	2.5	2.2

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	126.2	121.9	118.4	125.5	2.1	2.1	2.0	1.9
feb-25	126.4	122.2	118.9	125.8	1.6	1.7	1.8	1.5
mar-25	127.4	123.4	119.6	126.8	1.7	1.7	1.3	1.5
apr-25	128.7	124.7	120.8	128.0	2.1	2.1	1.6	1.9
mag-25	128.9	124.9	121.7	128.3	2.1	1.9	1.8	1.9
giu-25	129.1	125.1	121.5	128.4	2.0	1.7	1.3	1.9
lug-25	128.8	125.1	121.3	128.1	1.9	1.9	1.8	1.8
ago-25	128.9	125.1	121.2	128.2	1.7	1.7	1.6	1.6
set-25	129.3	125.5	121.5	128.6	1.8	1.8	1.7	1.7
ott-25	129.3	125.3	121.5	128.6	1.8	1.8	1.7	1.7
nov-25	129.0	125.0	121.0	128.3	1.9	1.9	1.8	1.8
dic-25	129.4	125.3	121.3	128.6	1.8	1.9	1.8	1.7
Media	128.5	124.5	120.7	127.8	1.9	1.8	1.7	1.8

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.

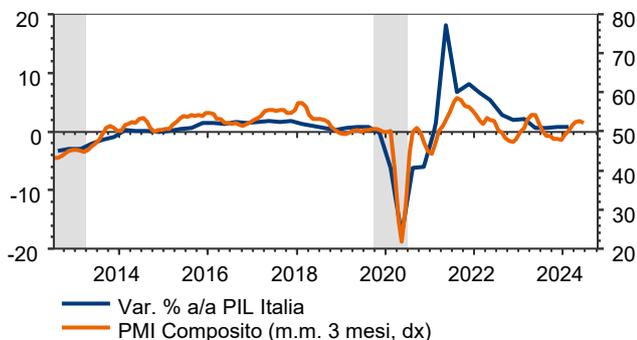
Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024			2025		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.7	1.3	0.2	0.2	0.4	0.5	0.7	1.1	1.2	1.3
- t/t				0.0	-0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	0.6	1.0	1.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	1.5	-0.5	1.6	0.1	0.8	-1.5	0.4	0.0	0.3	0.4	0.5
Consumi pubblici	1.0	1.2	0.7	0.7	0.6	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Esportazioni	-0.6	1.3	2.6	-1.3	0.2	1.4	0.2	0.8	0.5	0.7	0.7
Importazioni	-1.2	0.2	2.8	-1.6	0.6	-0.3	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.6	0.0	-0.4	-0.3	-0.3	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.6	2.3	2.0								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.2	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	88.6	88.8	89.5								
Prezzi al consumo (a/a)	5.4	2.4	1.9	5.0	2.7	2.6	2.5	2.3	2.3	1.8	2.1
Produzione industriale (a/a)	-2.2	-2.1	1.8	-4.8	-4.0	-4.7	-3.1	-0.7	0.1	1.4	2.1
Disoccupazione (%)	6.6	6.5	6.4	6.6	6.5	6.5	6.4	6.4	6.5	6.5	6.4
Euribor 3 mesi	3.43	3.67	2.59	3.78	3.96	3.92	3.81	3.63	3.32	2.84	2.49

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

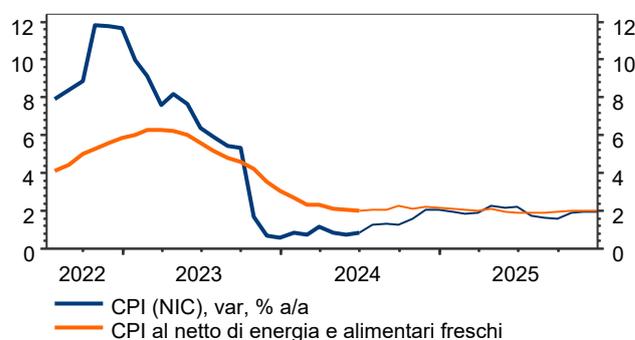
Italia

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	122.4	120.3	119.3	119.3	0.9	0.8	0.8	0.8
mag-24	122.7	120.6	119.5	119.5	0.8	0.8	0.8	0.8
giu-24	122.9	120.7	119.6	119.6	0.9	0.8	0.9	0.8
lug-24	121.5	121.2	120.1	120.1	1.3	1.3	1.3	1.2
ago-24	121.8	121.7	120.6	120.6	1.4	1.3	1.3	1.3
set-24	123.7	121.8	120.8	120.8	1.3	1.3	1.3	1.3
ott-24	124.2	122.0	120.9	120.9	1.7	1.6	1.5	1.4
nov-24	124.1	121.9	120.9	120.9	2.1	2.0	1.9	1.9
dic-24	124.3	122.2	121.2	121.2	2.1	2.1	2.0	1.9
Media	122.5	121.1	120.1	120.1	1.3	1.2	1.2	1.2

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	122.8	122.5	121.4	121.4	2.0	2.0	1.8	1.8
feb-25	122.7	122.4	121.4	121.3	1.9	1.8	1.8	1.7
mar-25	124.2	122.5	121.5	121.3	1.9	1.9	1.8	1.6
apr-25	125.2	123.0	122.0	121.8	2.3	2.3	2.3	2.1
mag-25	125.4	123.2	122.1	121.8	2.2	2.2	2.2	1.9
giu-25	125.7	123.4	122.3	122.0	2.3	2.2	2.3	2.0
lug-25	123.7	123.3	122.2	121.9	1.8	1.7	1.7	1.5
ago-25	123.8	123.7	122.6	122.3	1.7	1.6	1.7	1.4
set-25	125.8	123.8	122.7	122.4	1.7	1.6	1.6	1.3
ott-25	126.7	124.3	123.1	122.8	2.0	1.9	1.8	1.6
nov-25	126.6	124.3	123.2	122.9	2.0	2.0	1.9	1.7
dic-25	126.8	124.5	123.4	123.1	2.0	1.9	1.8	1.6
Media	124.9	123.4	122.3	122.1	2.0	1.9	1.9	1.7

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	0.6	0.7	0.7	0.9	0.6	0.7	0.8	1.2
- t/t				0.4	0.1	0.3	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	1.2	0.4	1.5	0.8	-1.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	4.9	2.0	0.7	1.4	2.0	0.5	-0.6	-0.4	-0.1	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.2	0.6	0.4	0.1	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	0.5	2.5	2.6	1.1	1.2	0.6	0.7	-0.2	0.9	0.8	0.8
Importazioni	-0.2	-1.1	2.6	-2.0	0.1	-1.7	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.2	-1.2	0.1	-1.4	0.0	-0.7	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.3	0.8	1.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.4	-4.4	-3.9								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	138.4	140.9								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.3	2.0	5.8	1.0	1.0	0.9	1.3	2.0	2.0	2.3
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-2.7	1.3	-2.8	-1.6	-3.5	-3.1	-2.4	-1.6	0.3	1.7
Disoccupazione (ILO, %)	7.6	7.0	7.2	7.6	7.4	7.2	6.8	7.0	7.1	7.1	7.2
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.75	4.23	4.18	4.19	3.74	3.86	3.78	3.63	3.80	4.03

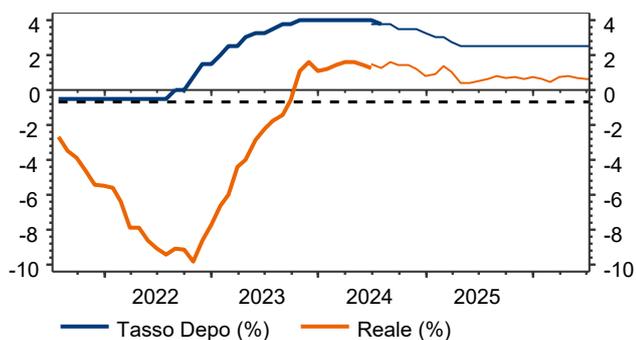
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	dic	mar	giu	11/7	set	dic	mar	giu
Deposit rate	4.00	4.00	3.75	3.75	3.50	3.25	2.75	2.50
Euribor 1m	3.85	3.86	3.63	3.61	3.49	3.27	2.74	2.44
Euribor 3m	3.91	3.89	3.71	3.69	3.52	3.23	2.71	2.46

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

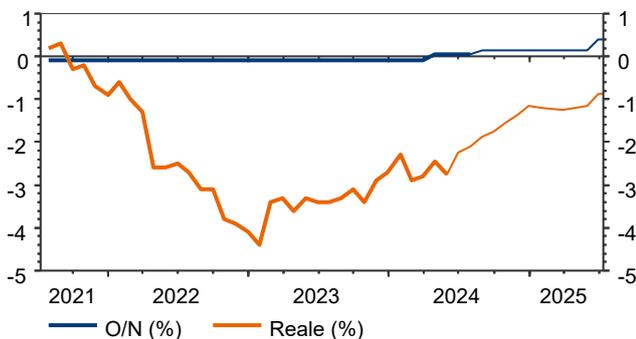


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	dic	mar	giu	11/7	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	0.05	0.05	0.05	0.15	0.15	0.15	0.40
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	0.15	0.15	0.15	0.40

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

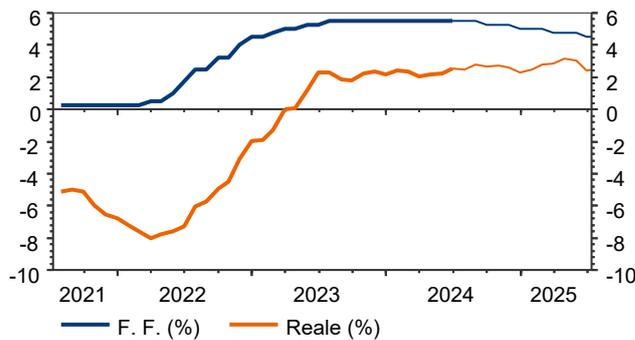


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	dic	mar	giu	11/7	set	dic	mar	giu
Fed Funds	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
OIS 3m	5.31	5.32	5.32	5.28	5.09	4.84	4.58	4.32

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

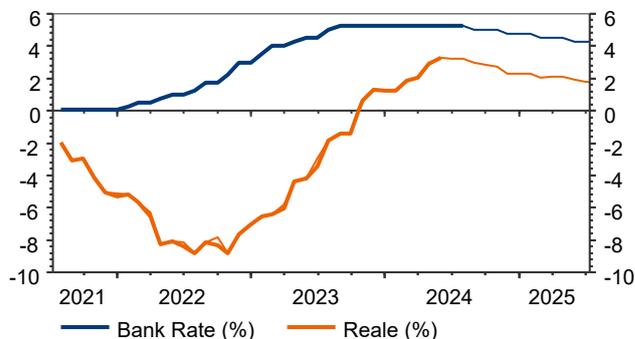


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	dic	mar	giu	11/7	set	dic	mar	giu
Bank rate	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25
Libor GBP 3m	5.32	5.30	5.30	5.30	4.90	4.70	4.30	4.00

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	12/7	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.00	1.10	1.09	1.07	1.08	1.0877	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	137	138	145	153	156	159.14	158	152	145	140	130
GBP/USD	1.19	1.30	1.28	1.24	1.28	1.2928	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	0.99	0.97	0.94	0.97	0.96	0.9743	0.97	0.98	0.99	1.00	1.02
EUR/JPY	137	154	159	163	169	173.14	166	164	160	157	148
EUR/GBP	0.85	0.85	0.86	0.85	0.84	0.8411	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