

Weekly Economic Monitor

Il punto

Il completamento della tornata di indagini congiunturali di novembre ha confermato il netto aumento dei rischi al ribasso sulla crescita nell'Eurozona. La salita dell'inflazione a novembre era ampiamente attesa e dovrebbe risultare temporanea, pertanto non rappresenta a nostro avviso un ostacolo al percorso di riduzione dei tassi da parte della BCE. In Francia, sono in aumento i rischi di crisi di governo e mancata approvazione del bilancio. Negli Stati Uniti, la settimana prossima l'employment report di novembre dovrebbe mostrare una riaccelerazione nella creazione di posti di lavoro, dopo gli effetti di uragani e scioperi che avevano pesato sul dato di ottobre. Le evoluzioni recenti sul fronte politico segnalano che l'annuncio di tariffe potrebbe essere utilizzato come strumento negoziale piuttosto che come misura effettiva; inoltre, i principali bersagli sono al momento Messico, Canada e Cina, mentre dazi universali sulle importazioni dalla UE non sembrano all'orizzonte. Abbiamo recentemente incorporato nello scenario per gli Stati Uniti i possibili effetti della piattaforma elettorale di Trump, pur sposandone un'implementazione "moderata": l'impatto sulla crescita è positivo nel breve termine e negativo nel medio periodo, l'effetto sull'inflazione è moderatamente al rialzo su tutto l'orizzonte; di conseguenza, abbiamo alzato di 25 punti base il punto di arrivo previsto per i tassi Fed, a 3,50-3,75%.

Eurozona:

■ Questa settimana:

- **IFO, Istat e survey della Commissione Europea hanno chiuso la tornata di indagini di fiducia di novembre, confermando le indicazioni di debolezza già emerse in precedenza.** In Germania [l'IFO è tornato a calare dopo il rialzo del mese precedente](#), appesantito soprattutto dalla valutazione sulla situazione corrente (ai minimi da luglio 2020); a nostro giudizio, l'economia tedesca potrebbe risultare sostanzialmente stagnante tra fine 2024 e inizio 2025, e di recente **abbiamo rivisto ulteriormente al ribasso, a 0,5%, la stima sulla ripresa attesa l'anno prossimo**, dopo due anni di contrazione del PIL. In Italia, [le indagini Istat di novembre hanno registrato un'ulteriore flessione del morale sia dei consumatori che delle aziende](#), con l'eccezione del sentiment nel manifatturiero e nel commercio al dettaglio. Infine, [gli indici della Commissione UE hanno mostrato un minor ottimismo delle imprese dei servizi, a fronte, a sorpresa, di un minor pessimismo delle aziende manifatturiere](#); il livello dell'ESI (poco mosso a novembre) è coerente con una crescita del PIL tra 0,1% e 0,2% t/t a cavallo d'anno. Nel complesso, la tornata di indagini di novembre conferma il netto aumento in corso dei rischi al ribasso sull'attività economica nell'Eurozona.
- [La stima flash sui prezzi al consumo di novembre relativa al complesso dell'Eurozona ha registrato un aumento dell'inflazione al 2,3% a/a da un precedente 2%](#), prevalentemente per via dell'inversione dell'effetto base sulla componente energetica. La risalita dell'inflazione negli ultimi mesi del 2024 era ampiamente attesa e dovrebbe rivelarsi temporanea, perciò non rappresenta a nostro avviso un ostacolo al percorso di riduzione dei tassi da parte della BCE, visto anche il recente intensificarsi dei rischi al ribasso sulla crescita.
- I dati sulle **vendite al dettaglio di ottobre** sono stati negativi sia in Germania (-1,5% m/m, anche se la variazione annua risale a 3,6% da 1,4%) che in Francia (-0,4% m/m, 0,4% a/a).
- Infine, la crescita di **M3** è aumentata in linea con le attese a ottobre, a 3,4% a/a da un precedente 3,2%. La crescita di M1 è tornata in territorio lievemente positivo per la prima volta dal 2022. Nel mese si registra un marginale aumento della tendenza annua dei prestiti sia alle famiglie che alle imprese non finanziarie (a 0,8% e 1,2% a/a, rispettivamente).

29 novembre 2024

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Paolo Mameli
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio
Economista - USA

■ La settimana prossima:

- Le **letture dei PMI in Italia e Spagna di novembre** dovrebbero registrare un rallentamento del ritmo di espansione rispetto al mese precedente, pur confermando la migliore tenuta rispetto a Germania e Francia. Gli indici spagnoli dovrebbero risentire delle alluvioni che hanno colpito a inizio mese la regione di Valencia, che pesa per quasi il 10% del PIL del Paese. In Italia ci aspettiamo un lieve recupero dell'indice manifatturiero a 47,2 da 46,9, mentre nei servizi stimiamo una correzione a 51,8 da 52,4. L'indice PMI composito italiano dovrebbe quindi restare su livelli espansivi ma rallentare a 50,6 dal 51 del mese precedente.
- I primi dati sulla **produzione industriale** di ottobre sono attesi evidenziare un rimbalzo dell'output in **Germania**, stimiamo di 1,2% m/m (-3,5% a/a) dopo il brusco calo di -2,9% m/m del mese precedente. I dati sul traffico di mezzi pesanti e sulla produzione di auto segnalano un recupero nel manifatturiero, che però non dovrebbe essere sufficiente a compensare l'ampia flessione del mese precedente, mentre condizioni metereologiche ancora sfavorevoli dovrebbero aver contribuito a frenare l'attività edilizia. Anche in **Francia** ci aspettiamo una risalita, stimiamo dello 0,5% m/m da un precedente -0,9% m/m; il rimbalzo però dovrebbe essere in gran parte dovuto ai settori farmaceutico e aeronautico (tipicamente volatili), in presenza di una sostanziale stagnazione negli altri comparti e di un calo nella produzione di energia.
- Ad ottobre il tasso di **disoccupazione** è atteso salire di un decimo al 6,4% in **area euro** e al 6,2% in **Italia** (dove il calo del tasso dei senza lavoro negli ultimi mesi è stato in buona parte dovuto a un aumento degli inattivi). Le indagini segnalano una domanda di lavoro decisamente meno vivace nei prossimi mesi.
- Infine, è in calendario la **seconda stima del PIL italiano** del 3° trimestre, con la diffusione del dettaglio delle componenti: la lettura preliminare ha registrato un'inattesa stagnazione sulla scorta di una contrazione industriale abbastanza severa da compensare l'espansione dei servizi; dal lato della domanda, il contributo positivo della componente nazionale al lordo delle scorte (a nostro avviso, dovuto in particolar modo ai consumi) è stato compensato dall'apporto negativo degli scambi con l'estero (stimiamo una flessione dell'export in presenza di una sostanziale stabilità dell'import). **Abbiamo di recente rivisto al ribasso di due decimi le nostre stime di crescita dell'economia italiana nel biennio corrente, a 0,5% quest'anno e 1% nel 2025**; la revisione è motivata dal ritardo nella ripartenza dei consumi domestici, nonché dai maggiori rischi sulla domanda dall'estero. Anche in **Eurozona** verrà pubblicata la **stima dettagliata del PIL del 3° trimestre**: ci aspettiamo che venga confermata la stima precedente di 0,4% t/t nonostante la recente correzione del dato tedesco; prevediamo che la crescita sia stata trainata dai consumi, pubblici e privati, a fronte di una frenata per gli investimenti (al netto di quelli in proprietà intellettuale); anche l'apporto del commercio estero dovrebbe risultare negativo per via di un calo dell'export a fronte di un lieve aumento per l'import. **Per l'Eurozona, manteniamo una previsione di crescita del PIL dell'1% nel 2025, ma i rischi al ribasso su tale stima stanno crescendo sensibilmente.**
- **Francia: il governo Barnier arriverà a Natale?** Gli ultimi giorni hanno visto un riaccendersi delle tensioni politiche legate all'approvazione del budget, che potrebbero mettere a rischio la sopravvivenza del governo Barnier. La prossima settimana l'Assemblea dovrà esaminare la sezione del bilancio dedicata al welfare (PLFSS – *Projet de Loi de Financement de la Sécurité Sociale*) ma, considerata l'assenza di una vera e propria maggioranza parlamentare, è molto probabile che si ricorra all'articolo 49.3, che ne consente l'adozione senza voto, forse già lunedì. Se il Rassemblement National (RN) dovesse decidere di votare la mozione di censura annunciata dalla coalizione di sinistra (NFP), ne deriverebbe una crisi di governo con la possibilità che il budget non sia approvato entro fine anno e l'eventuale ricorso all'esercizio provvisorio. In un'intervista a *Le Figaro* il primo ministro Barnier ha dichiarato, nel tentativo di venire incontro alle richieste del RN, che non aumenterà la tassazione sulle tariffe elettriche, e che sono possibili parziali compromessi in tema di spesa sanitaria e sgravi fiscali alle imprese. Marine Le Pen ha però risposto ribadendo l'intenzione di votare la mozione di censura, con l'evidente obiettivo di ottenere ulteriori concessioni. Il

nostro scenario centrale è che il budget venga in qualche modo approvato attraverso l'utilizzo dell'articolo 49.3 entro il 20 dicembre, ma è molto probabile che l'esecutivo sia costretto a concedere una diluizione del consolidamento fiscale con rischi al rialzo sull'indebitamento netto nel 2025. Questa settimana la Commissione Europea ha approvato il Piano Fiscale Strutturale di Medio Termine presentato lo scorso ottobre, ma potrebbe essere meno generosa la prossima primavera in fase di monitoraggio. Lo scenario di rischio è che, in caso di mozione di censura e conseguente caduta del Governo, il bilancio non sia approvato entro fine anno: in quel caso, una soluzione di emergenza sarebbe quella di approvare un disegno di legge d'urgenza per continuare a riscuotere le tasse e a pagare gli stipendi pubblici con l'applicazione del consuntivo dell'anno precedente; tale soluzione sarebbe comunque sostenibile solo per qualche mese; aumenterebbero le chance di nuove elezioni da luglio in poi.

Quest'ultimo scenario andrebbe ad accentuare una situazione di incertezza che sta già iniziando a riflettersi sul morale di famiglie e imprese. Questa settimana l'indice INSEE sulla fiducia dei consumatori di novembre è calato ben più delle attese, a 90 da un precedente 93 (un minimo da giugno), con un brusco deterioramento delle attese circa la situazione finanziaria personale e del Paese, nonché un ampio aumento (ai massimi da oltre tre anni) dei timori di disoccupazione. Anche l'indice INSEE di fiducia delle imprese la settimana precedente ha registrato un calo del morale diffuso a tutti i settori ad eccezione della manifattura, dove però la risalita era dovuta al rimbalzo dell'assai volatile comparto dei trasporti. **Abbiamo di recente ridotto la nostra previsione sul PIL francese nel 2025, a 0,7%**, ma tale stima è coerente con un ammorbidimento della stretta fiscale rispetto a quanto annunciato il mese scorso; **i rischi su tale stima**, visti anche gli effetti dell'incertezza sulla fiducia di famiglie e imprese, **sono al ribasso**.

Stati Uniti:

■ Nell'ultima settimana:

- **PMI di novembre ai massimi da due anni e mezzo.** La prospettiva di tassi d'interesse più bassi e il superamento dell'incertezza elettorale hanno alimentato un clima di maggiore ottimismo, spingendo il PMI Composito di novembre a 55,3, in aumento rispetto ai 54,1 di ottobre e ai massimi da aprile 2022. Il miglioramento è trainato dai servizi, in accelerazione a 57 da 55 di ottobre (ai massimi da marzo 2022), mentre il PMI manifatturiero resta in territorio recessivo (sia pure in lieve recupero a 48,8 da 48,5).
- **Tengono reddito, fiducia e spesa delle famiglie.** A ottobre, il reddito delle famiglie è cresciuto dello 0,6% m/m, un ritmo mensile doppio rispetto a quello registrato il mese precedente; anche la spesa ha registrato un ritmo robusto (0,4% m/m, seppur in rallentamento rispetto allo 0,6% di settembre, trainata dai servizi); i consumi in termini reali, però, sono cresciuti di appena un decimo (da 0,6% m/m il mese precedente). Il tasso di risparmio è salito di tre decimi al 4,4%. Una conferma della tenuta dei consumi è giunta dal miglioramento (circa in linea con le attese) della fiducia delle famiglie misurata dal Conference Board, salita a 11,7 a novembre, ai massimi dal luglio dello scorso anno; viceversa, il morale dei consumatori secondo l'Università del Michigan è stato rivisto al ribasso a 71,8 da un preliminare di 73, ma rimane al livello più alto degli ultimi sette mesi.
- **Deflatori di ottobre in linea con le attese.** Il deflatore PCE è aumentato di 0,2% m/m a ottobre, come a settembre, per una variazione annua in salita di due decimi al 2,3% dal 2,1% di settembre (che rappresentava il minimo da febbraio 2021). Il deflatore core ha mostrato un incremento di 0,3% m/m (anche in questo caso in linea con il mese precedente), per una variazione annua in rialzo di un decimo al 2,8%. I prezzi dei servizi sono cresciuti di 0,4% m/m e 3,9% a/a (da 3,7% precedente), mentre i beni sono rimasti in territorio deflattivo (-1% a/a da -1,2%). A ottobre, il deflatore headline si colloca al 2,3% a/a, in linea con la previsione contenuta nelle SEP della Fed di settembre (2,3%); tuttavia, **il deflatore core risulta invece superiore di due decimi rispetto alle stime della banca centrale (2,8% vs 2,6%)**.

- **Settore immobiliare.** Il crollo delle vendite di nuove case a ottobre (-17,3% m/m da 4,1% a settembre) è dovuto in gran parte agli effetti degli uragani nella parte meridionale del paese. Viceversa, nello stesso mese si registra una crescita del 2% (dopo il 7,5% di settembre) per le “pending home sales” (compromessi di vendita di case).
- **Altri dati reali.** Gli **ordini di beni durevoli** sono tornati a crescere a ottobre (0,2% m/m da -0,4% di settembre), ma hanno sorpreso al ribasso, come pure gli ordini di beni capitali al netto di difesa e aerei (-0,2% m/m, e il dato precedente è stato rivisto al ribasso da 0,7% a 0,4%). La crescita del **PIL** nel 3° trimestre è stata confermata al 2,8% t/t ann., anche se i consumi sono stati rivisti al ribasso da 3,78% a 3,5% t/t ann.. Infine, a ottobre il **deficit commerciale** è migliorato più del previsto a -99,1 miliardi da -108,7 di settembre grazie al calo delle importazioni (che erano aumentate in precedenza in previsione degli scioperi dei lavoratori portuali). Anche in conseguenza di tale dato, **abbiamo aumentato la nostra previsione sul PIL nel trimestre in corso**, a 1,7% da 1,5% t/t ann. precedente.
- **Fed: un ulteriore taglio a dicembre non sembra a rischio, ma emerge maggiore cautela in merito al percorso di riduzione dei tassi nel corso del 2025.** I **verbali del FOMC di novembre** evidenziano che una “significativa maggioranza” dei partecipanti si è espressa a favore di un taglio di 25 punti base, preferendo un approccio più graduale nell’allentamento dei tassi. I partecipanti hanno inoltre anticipato che potrebbe essere opportuno procedere gradualmente verso un orientamento più neutrale della politica monetaria, qualora i dati economici risultassero in linea con le previsioni. Con l’economia vicina al pieno impiego, alcuni partecipanti hanno sottolineato che il FOMC potrebbe sospendere l’allentamento monetario qualora l’inflazione rimanesse elevata. Nonostante la maggiore cautela, **i recenti dati, che hanno mostrato una resilienza dell’inflazione, non sembrano mettere a rischio un nuovo taglio dei tassi da 25 punti base nel FOMC del 17-18 dicembre: Goolsbee** (Fed di Chicago, non votante) sottolinea la necessità di ridurre i tassi in assenza di segnali di surriscaldamento, pur suggerendo che potrebbe essere opportuno rallentare il ritmo, e **Kashkari** (Fed di Minneapolis, non votante, noto per le sue posizioni hawkish) ritiene ragionevole considerare un taglio dei tassi a dicembre.
- **Politica. Il presidente eletto Donald Trump ha nominato Scott Bessent come Segretario al Tesoro** (la nomina richiederà la conferma da parte del Senato). Trump ha scelto anche Kevin Hassett come direttore del Consiglio Economico Nazionale (nomina, questa, che non necessita di conferme da parte del Congresso). Lo scorso 25 novembre, Trump ha parlato di dazi del 25% sulle importazioni provenienti da Canada e Messico, e di un 10% aggiuntivo sulla Cina, fino a quando questi paesi non interverranno per arginare il traffico di droghe e il flusso di migranti. Successivamente, Trump ha comunicato di aver avuto una conversazione con il Presidente del Messico, durante la quale è stato raggiunto un accordo per ridurre il flusso migratorio. Tali sviluppi indicano che: **1) le tariffe verranno utilizzate come strumento negoziale** piuttosto che come misura effettiva (con il rischio, ben noto al team di Trump, di alimentare l’inflazione domestica); **2) eventuali tariffe universali sulle importazioni dalla UE non sembrano all’orizzonte**, almeno nel breve termine.
- **Abbiamo recentemente incorporato nello scenario per gli Stati Uniti i possibili effetti del cambio di politica economica, ipotizzando una implementazione “moderata” della piattaforma elettorale.** Sulla crescita, abbiamo rivisto al rialzo le stime per il 2025 (a 2% da 1,8%) e, più sensibilmente, per il 2026 (a 2,3% da 1,9%) e per il 2027 (a 1,9% da 1,6%), mentre abbiamo ridotto le previsioni per gli anni successivi. Le conseguenze al rialzo per l’inflazione riguardano invece tutto l’orizzonte prevedibile ma sono di entità tutto sommato limitata nel 2025-26 (un decimo in più all’anno rispetto alle precedenti previsioni) e più significativa per gli anni successivi (due decimi in più all’anno nel 2027-29). Di conseguenza, **abbiamo alzato il punto di arrivo dei tassi Fed**, da 3,25-3,50% a 3,50-3,75%; pensiamo che tale obiettivo possa essere raggiunto entro la metà del prossimo anno.

■ La settimana prossima:

- L'Employment Report di novembre dovrebbe mostrare un'accelerazione della creazione di posti di lavoro**, dopo gli effetti degli uragani e degli scioperi che avevano pesato sul dato di ottobre. Si prevede un aumento di 200 mila nuovi occupati non agricoli, dopo i 12 mila di ottobre. Il tasso di disoccupazione è però atteso in aumento di un decimo al 4,2%. Il ritmo di incremento mensile dei salari orari medi dovrebbe rallentare a 0,3% m/m dopo lo 0,4% precedente (al 3,9% da 4% a/a).
- Indagini di novembre: attesi segnali in media ancora positivi**. L'ISM manifatturiero è atteso in lieve recupero a 47,6 da 46,5, l'ISM servizi è visto in rallentamento solo moderato a 55,5 da 56 di ottobre. Infine, dovrebbe proseguire la salita della fiducia dei consumatori secondo l'Università del Michigan, a 73 nella rilevazione preliminare di dicembre da 71,8 di novembre.
- Infine, in settimana verrà pubblicato anche il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 17-18 dicembre prossimo.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (2 – 7 dicembre)

| Data | Ora | Paese | Dato | * | Periodo | Precedente | Consenso |
|----------|-------|---|--|-----|---------|------------|-------------|
| Lun 2/12 | 01:30 | GIA | PMI manifatturiero finale | | nov | prel 49.0 | |
| | 02:45 | CN | PMI manifatturiero - Caixin | * | nov | 50.3 | 50.5 |
| | 09:45 | ITA | PMI manifatturiero | * | nov | prel | |
| | 09:50 | FRA | PMI manifatturiero finale | | nov | prel 43.2 | |
| | 09:55 | GER | PMI manifatturiero finale | * | nov | prel 43.2 | |
| | 10:00 | ITA | Tasso di disoccupazione mensile | * | ott | 6.1 | % |
| | 10:00 | EUR | PMI manifatturiero finale | * | nov | prel 45.2 | 45.2 |
| | 10:30 | GB | PMI manifatturiero finale | * | nov | 48.6 | |
| | 11:00 | ITA | PIL a/a finale | | T3 | prel 0.4 | % |
| | 11:00 | ITA | PIL t/t finale | * | T3 | prel 0.0 | % |
| | 11:00 | EUR | Tasso di disoccupazione | * | ott | 6.3 | % |
| | 15:45 | USA | Markit PMI Manif. finale | | nov | 48.8 | |
| | 16:00 | USA | Spesa in costruzioni | | ott | 0.1 | % |
| | 16:00 | USA | Indice ISM manifatturiero | ** | nov | 46.5 | 47.5 |
| Mer 4/12 | 02:45 | CN | PMI servizi - Caixin | * | nov | 52.0 | |
| | 09:45 | ITA | PMI servizi | * | nov | prel | |
| | 09:50 | FRA | PMI servizi finale | | nov | prel 45.7 | |
| | 09:55 | GER | PMI servizi finale | * | nov | prel 49.4 | |
| | 10:00 | EUR | PMI composito finale | * | nov | prel 48.1 | |
| | 10:00 | EUR | PMI servizi finale | * | nov | prel 49.2 | 49.2 |
| | 10:30 | GB | PMI servizi finale | * | nov | 50.0 | |
| | 11:00 | EUR | PPI a/a | | ott | -3.4 | % |
| | 14:15 | USA | Nuovi occupati: stima ADP | | nov | 233 | x1000 |
| | 15:45 | USA | Markit PMI Composito finale | | nov | 55.3 | |
| | 15:45 | USA | Markit PMI Servizi finale | | nov | 57.0 | |
| | 16:00 | USA | Ordinativi industriali m/m | | ott | -0.5 | % |
| | 16:00 | USA | Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale | * | ott | prel 0.1 | % |
| | 16:00 | USA | Ordinativi, beni durevoli m/m finale | * | ott | prel 0.2 | % |
| 16:00 | USA | Indice ISM non manifatturiero composito | * | nov | 56.0 | 55.5 | |
| Gio 5/12 | 08:00 | GER | Ordini all'industria m/m | * | ott | 4.2 | % |
| | 08:45 | FRA | Produzione industriale m/m | * | ott | -0.9 | % |
| | 09:00 | SPA | Produzione industriale a/a | | ott | 0.6 | % |
| | 11:00 | EUR | Vendite al dettaglio m/m | | ott | 0.5 | % |
| | 14:30 | USA | Sussidi di disoccupazione esistenti | * | settim | 1,898 | (1,907) Mln |
| | 14:30 | USA | Richieste di sussidio | * | settim | 215 | (213) x1000 |
| | 14:30 | USA | Bilancia commerciale | | ott | -84.4 | Mld \$ |
| Ven 6/12 | 00:30 | GIA | Consumi delle famiglie a/a | * | ott | -1.1 | % |
| | 08:00 | GER | Produzione industriale m/m | ** | ott | -2.5 | % |
| | 08:00 | GER | Bilancia commerciale destag. | | ott | 17.0 | Mld € |
| | 10:00 | ITA | Vendite al dettaglio a/a | | ott | 0.7 | % |
| | 11:00 | EUR | PIL a/a finale | | T3 | prel 0.9 | % |
| | 11:00 | EUR | Occupazione t/t finale | | T3 | 0.2 | % |
| | 11:00 | EUR | PIL t/t finale | * | T3 | prel 0.4 | % |
| | 14:30 | USA | Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli | ** | nov | 12 | x1000 |
| | 14:30 | USA | Salari orari m/m | | nov | 0.4 | % |
| | 14:30 | USA | Tasso di disoccupazione | ** | nov | 4.1 | % |
| Sab 7/12 | 16:00 | USA | Fiducia famiglie (Michigan) prelim | | dic | prel 69.7 | |
| | 09:00 | CN | Riserve in valuta estera | | nov | 3.261 | 1000Mld \$ |

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 (2 – 6 dicembre)

| Data | Ora | Paese | * Evento | |
|-------------|------------|--------------|-----------------|---|
| Lun | 2/12 | 21:15 | USA | Discorso di Waller (Fed) |
| | | 22:30 | USA | Discorso di Williams (Fed) |
| Mar | 3/12 | 18:35 | USA | Discorso di Kugler (Fed) |
| | | 21:45 | USA | Discorso di Goolsbee (Fed) |
| Mer | 4/12 | 14:45 | USA | Discorso di Musalem (Fed) |
| | | 18:10 | EUR | Discorso di Nagel (BCE) |
| | | 19:45 | USA | * Discorso di Powell (Fed) |
| | | 20:00 | USA | * Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey |
| Gio | 5/12 | 02:30 | GiA | Discorso di Nakamura (BoJ) |
| | | 18:00 | GB | Discorso di Greene (BoE) |
| Ven | 6/12 | 15:15 | USA | Discorso di Bowman (Fed) |
| | | 16:30 | USA | Discorso di Goolsbee (Fed) |
| | | 18:00 | USA | Discorso di Hammack (Fed) |
| | | 19:00 | USA | Discorso di Daly (Fed) |

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

| Dato | Periodo | Precedente | | Consenso | Effettivo |
|--|---------|--------------------------|--------|----------|-----------|
| Indice dei prezzi delle case m/m | set | 0.4 (0.3) | % | | 0.7 |
| C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a | set | 5.2 | % | 4.8 | 4.6 |
| Vendite di nuove case (mln ann.) | ott | 0.738 | Mln | 0.725 | 0.610 |
| Fiducia consumatori (CB) | nov | 109.6 (108.7) | | 111.3 | 111.7 |
| Richieste di sussidio | settim | 215 (213) | x1000 | 216 | 213 |
| Sussidi di disoccupazione esistenti | settim | 1.898 (1.908) | Mln | 1.908 | 1.907 |
| Deflatore consumi core t/t 2a stima | T3 | 2.2 | % | 2.2 | 2.1 |
| PIL t/t ann. prelim | T3 | 2.8 | % | 2.8 | 2.8 |
| PIL, deflatore t/t ann. 2a stima | T3 | 1.8 | % | 1.8 | 1.9 |
| Ordinativi, beni durevoli m/m prelim | ott | -0.4 (-0.7) | % | 0.5 | 0.2 |
| Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim | ott | 0.4 (0.5) | % | 0.2 | 0.1 |
| Bilancia commerciale dei beni prelim | ott | -108.69 | Mld \$ | | -99.08 |
| Deflatore consumi (core) a/a | ott | 2.7 | % | 2.8 | 2.8 |
| Deflatore consumi a/a | ott | 2.1 | % | 2.3 | 2.3 |
| Spesa per consumi (nominale) m/m | ott | 0.6 (0.5) | % | 0.3 | 0.4 |
| Redditi delle famiglie m/m | ott | 0.3 | % | 0.3 | 0.6 |
| Deflatore consumi (core) m/m | ott | 0.3 | % | 0.3 | 0.3 |
| PMI (Chicago) | nov | 41.6 | | 44.0 | |

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 | nov | -12.8 | | | -11.1 |
| BEL | PIL t/t finale | T3 | 0.2 | % | | 0.3 |
| EUR | M3 dest. a/a | ott | 3.2 | % | 3.4 | 3.4 |
| EUR | Fiducia consumatori finale | nov | -13.7 | | -13.7 | -13.7 |
| EUR | Fiducia servizi | nov | 6.8 (7.1) | | 6.2 | 5.3 |
| EUR | Fiducia industria | nov | -12.6 (-13.0) | | -13.2 | -11.1 |
| EUR | Indice di fiducia economica | nov | 95.7 (95.6) | | 95.1 | 95.8 |
| EUR | CPI a/a stima flash | nov | 2.0 | % | 2.3 | 2.3 |
| EUR | CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash | nov | 2.7 | % | 2.8 | 2.8 |
| FRA | Fiducia consumatori | nov | 93 (94) | | 93 | 90 |
| FRA | IPCA a/a prelim | nov | 1.6 | % | 1.7 | 1.7 |
| GER | IPCA m/m prelim | nov | 0.4 | % | -0.5 | -0.7 |
| GER | IPCA a/a prelim | nov | 2.4 | % | 2.6 | 2.4 |
| GER | CPI (Lander) a/a prelim | nov | 2.0 | % | 2.3 | 2.2 |
| GER | CPI (Lander) m/m prelim | nov | 0.4 | % | -0.2 | -0.2 |
| GER | Prezzi import a/a | ott | -1.3 | % | -1.2 | -0.8 |
| GER | Vendite al dettaglio m/m | ott | 1.6 (1.2) | % | -0.3 | -1.5 |
| GER | Vendite al dettaglio a/a | ott | 0.9 (3.8) | % | 3.2 | 1.0 |
| GER | Tasso di disoccupazione | nov | 6.1 | % | 6.1 | 6.1 |
| GER | Variazione n° disoccupati | nov | 27 | x1000 | 20 | 7 |
| ITA | Fatturato industriale a/a | set | -4.9 (-4.6) | % | | -5.7 |
| ITA | Fatturato industriale m/m | set | -0.3 (-0.1) | % | | -0.3 |
| ITA | IPCA m/m prelim | nov | 0.3 | % | -0.2 | 0.0 |
| ITA | Prezzi al consumo a/a prelim | nov | 0.9 | % | 1.4 | 1.4 |
| ITA | IPCA a/a prelim | nov | 1.0 | % | 1.5 | 1.6 |
| ITA | Prezzi al consumo m/m prelim | nov | 0.0 | % | | 0.0 |
| ITA | Bilancia commerciale (extra-UE) | ott | 3.66 | Mld € | | 5.71 |
| SPA | IPCA a/a prelim | nov | 1.8 | % | 2.4 | 2.4 |

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

Germania: torna a calare l'IFO a novembre. Torna a calare l'indice IFO a novembre, appesantito soprattutto dalla valutazione della situazione corrente. Dopo aver di poco evitato una recessione tecnica durante l'estate l'economia tedesca dovrebbe restare debole a cavallo d'anno mentre

aspettative fiacche non anticipano ancora una decisa riaccelerazione del ciclo nei trimestri successivi.

Italia: in ulteriore calo la fiducia di famiglie e imprese. Le indagini di novembre registrano un'ulteriore flessione del morale sia dei consumatori che delle aziende (con l'eccezione del sentiment nel manifatturiero e nel commercio al dettaglio). A nostro avviso, il recupero nell'industria non è convincente in quanto dovuto in parte a minori scorte, e accompagnato da aspettative meno ottimistiche su ordini e produzione; viceversa, potrebbe proseguire il rallentamento dell'attività sia nelle costruzioni che nei servizi. In sintesi, le indagini confermano che i rischi al ribasso sull'attività economica, in Italia come nel resto nell'Eurozona, sono in aumento.

Area euro: ESI poco mosso a bassi livelli a novembre. La nostra misura preferita di fiducia economica nell'Eurozona, l'indice ESI della Commissione Europea, è rimasta sostanzialmente invariata a novembre. Sebbene il quadro dipinto dall'indagine sia leggermente meno pessimista di quello delineato dai PMI, il livello dell'ESI è ancora al di sotto della sua media di lungo periodo e rimane coerente con una crescita del PIL al di sotto del potenziale (tra lo 0,1% e lo 0,2% t/t) a cavallo d'anno. Anche l'indice di incertezza economica è rimasto sostanzialmente invariato e non è chiaro se sia ancora troppo presto perché i sondaggi vengano influenzati dai timori di rinnovate tensioni commerciali.

Risale l'inflazione, sia nell'Eurozona che in Italia. I dati sull'inflazione di novembre sono stati circa in linea con le attese e hanno mostrato una salita dell'inflazione sia nell'Eurozona (al 2,3% a/a) che in Italia (all'1,6% sull'IPCA), principalmente guidata da un minor contributo negativo dall'energia. La risalita dei prezzi nell'area euro negli ultimi mesi del 2024 era ampiamente attesa e dovrebbe rivelarsi temporanea, perciò non rappresenta un ostacolo al percorso di riduzione dei tassi da parte della BCE, visto anche il recente intensificarsi dei rischi al ribasso sulla crescita. In Italia, la salita dell'inflazione dovrebbe continuare nei prossimi mesi: ci aspettiamo un riallineamento alla media dell'area euro, poco sotto il 2%, in media nel 2025.

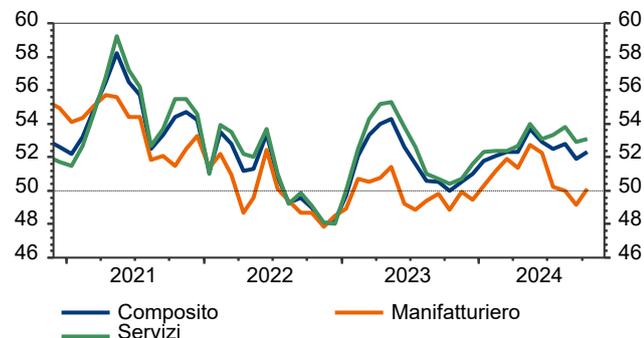
Giappone

| Dato | Periodo | Precedente | Consenso | Effettivo |
|-----------------------------------|---------|------------|----------|-----------|
| Job to applicant ratio | ott | 1.24 | 1.24 | 1.25 |
| Tasso di disoccupazione | ott | 2.4 | % | 2.5 |
| Vendite al dettaglio a/a | ott | 0.7 | {0.5} % | 1.6 |
| Produzione industriale m/m prelim | ott | 1.6 | % | 3.0 |
| Fiducia delle famiglie | nov | 36.2 | | 36.4 |

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

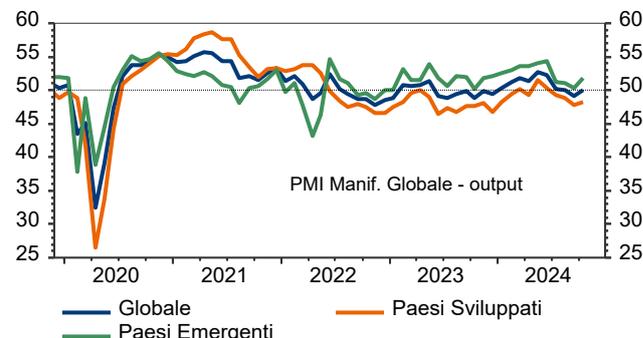
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



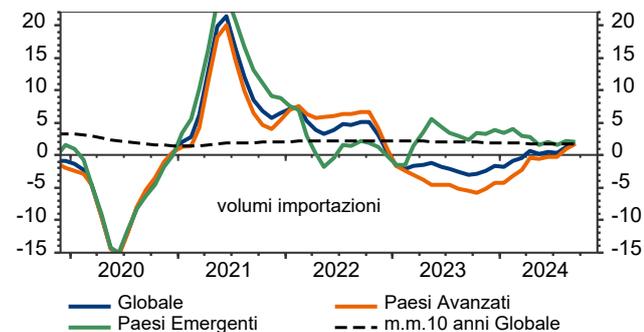
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



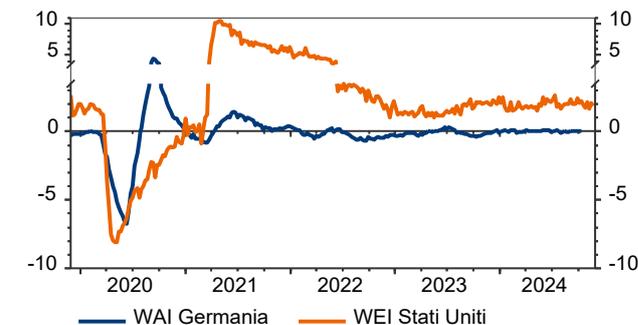
Fonte: S&P Global

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



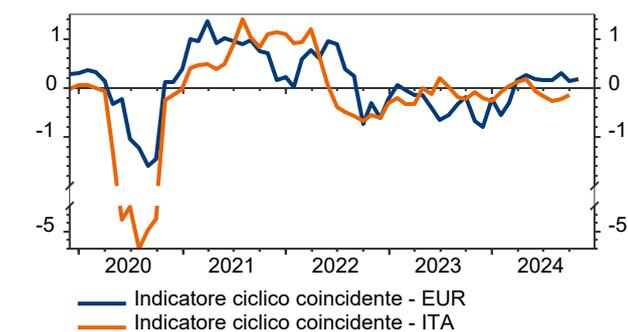
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



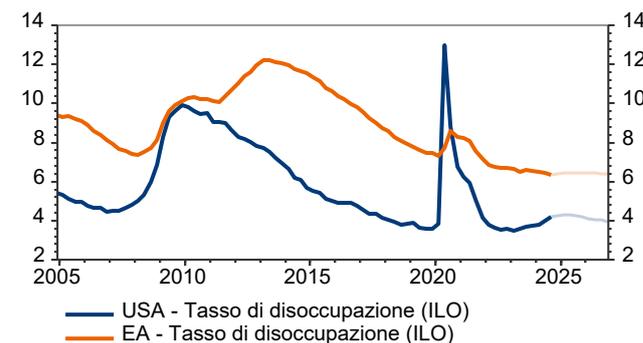
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

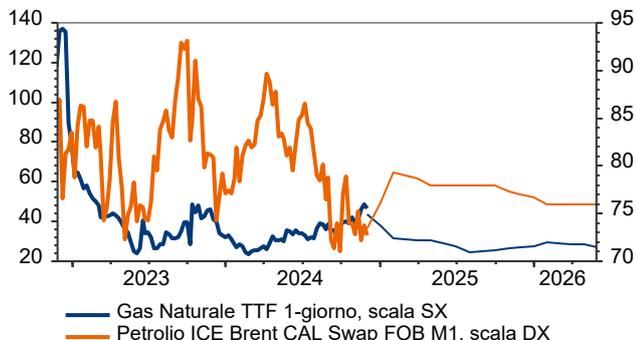
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

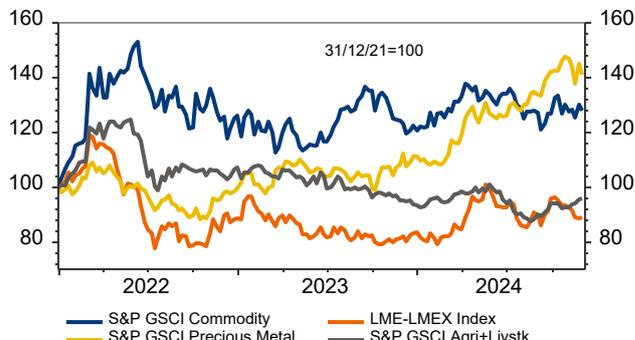
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



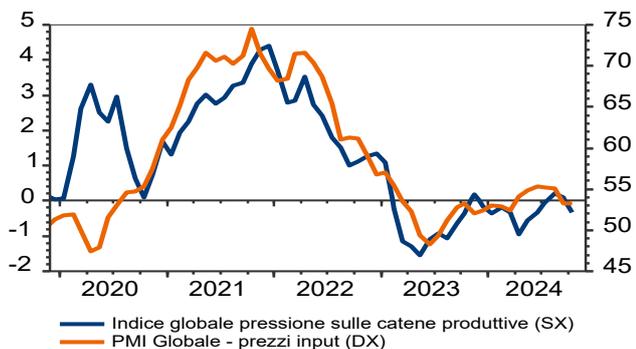
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



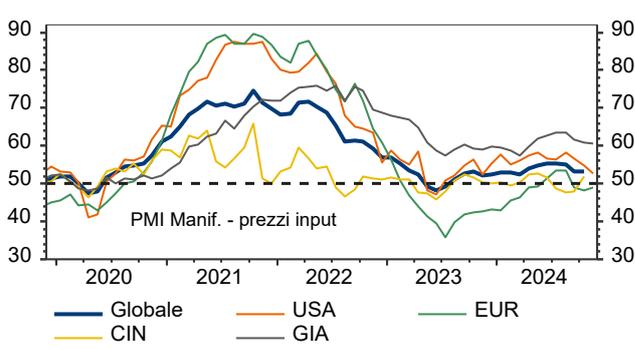
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



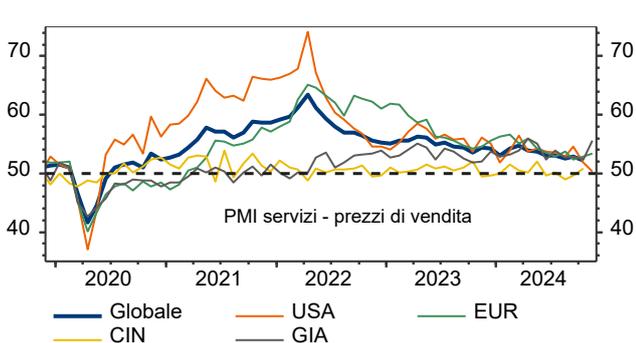
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



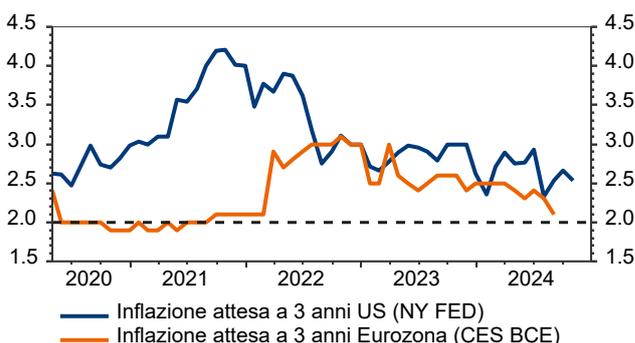
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

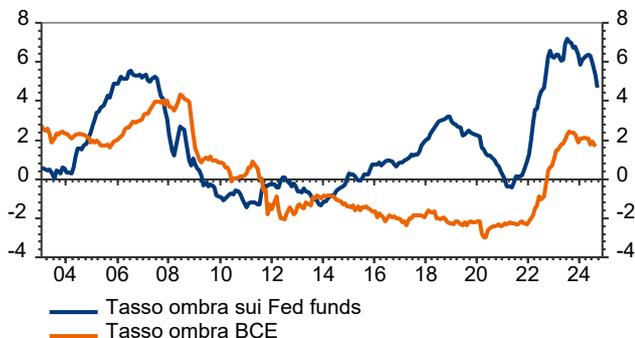
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

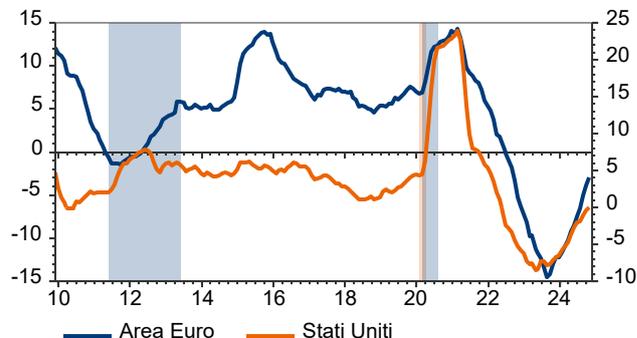
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



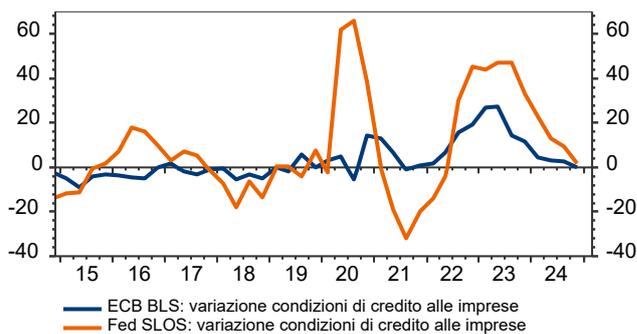
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



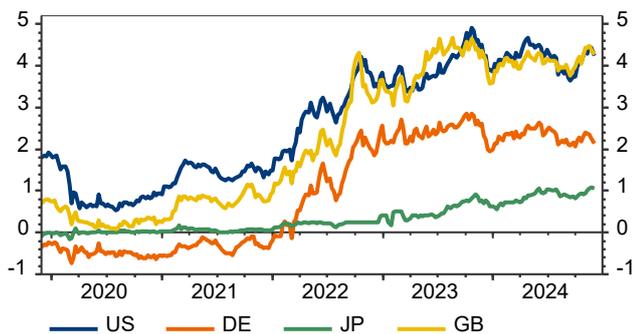
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



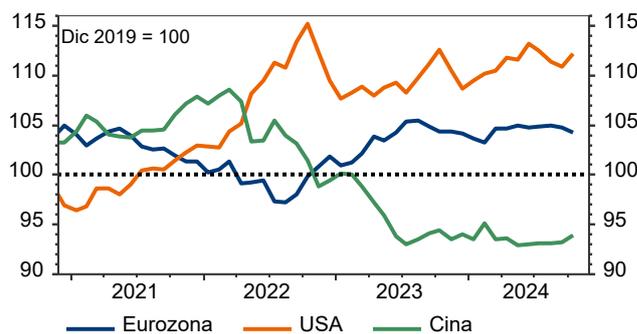
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

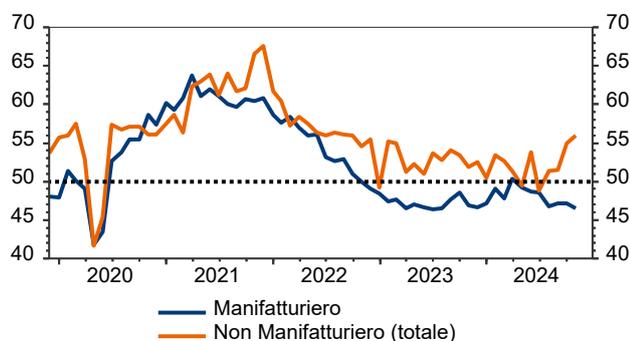
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

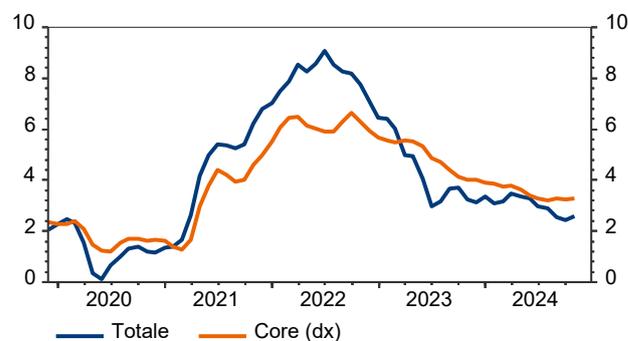
Stati Uniti

Indagini ISM



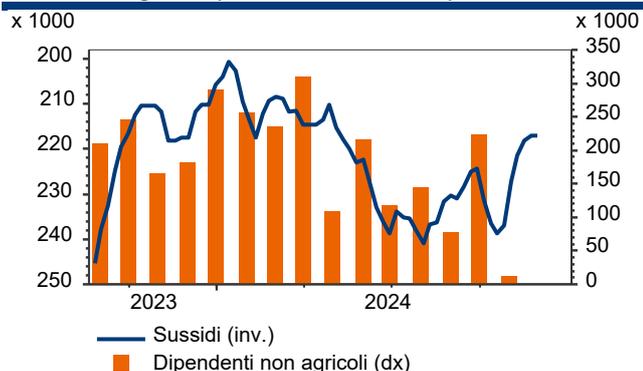
Fonte: ISM

CPI - Var. % a/a



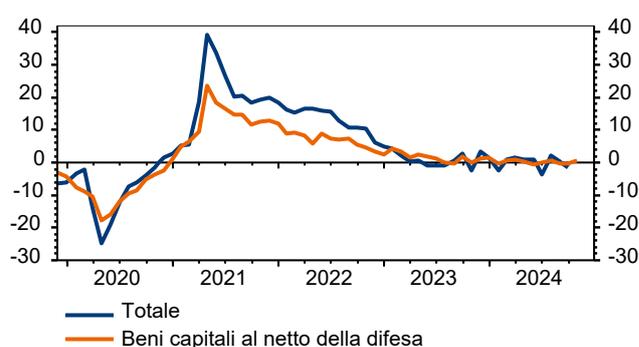
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

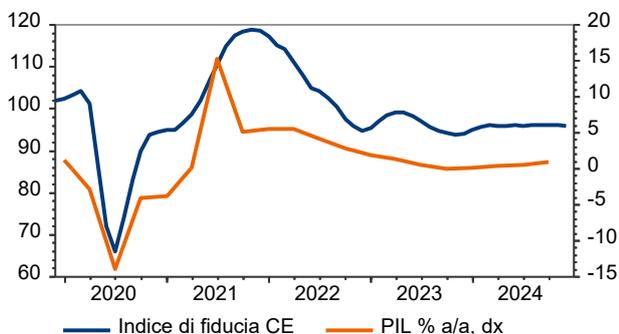
Previsioni

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | | | | | |
|--------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|
| | | | | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) | 2.9 | 2.7 | 2.0 | 3.2 | 2.9 | 3.0 | 2.7 | 2.3 | 2.3 | 2.0 | 1.9 |
| - trim./trim. annualizzato | | | | 3.2 | 1.6 | 3.0 | 2.8 | 1.7 | 1.5 | 2.0 | 2.3 |
| Consumi privati | 2.5 | 2.6 | 2.0 | 3.5 | 1.9 | 2.8 | 3.5 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.7 |
| IFL - privati non residenziali | 6.0 | 4.1 | 4.8 | 3.8 | 4.5 | 3.9 | 3.8 | 5.6 | 4.8 | 4.8 | 5.1 |
| IFL - privati residenziali | -8.3 | 3.9 | 2.1 | 2.5 | 13.7 | -2.8 | -5.0 | 1.7 | 3.5 | 4.5 | 5.0 |
| Consumi e inv. pubblici | 3.9 | 3.3 | 2.1 | 3.6 | 1.8 | 3.1 | 5.0 | 1.4 | 1.3 | 1.7 | 2.0 |
| Esportazioni | 2.8 | 3.2 | 4.2 | 6.2 | 1.9 | 1.0 | 7.5 | 3.1 | 3.5 | 4.2 | 5.0 |
| Importazioni | -1.2 | 5.8 | 7.2 | 4.2 | 6.1 | 7.6 | 10.2 | 5.9 | 7.9 | 6.9 | 6.1 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.4 | 0.1 | 0.2 | -0.4 | -0.5 | 0.9 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| Partite correnti (% PIL) | -3.3 | -3.7 | -4.1 | | | | | | | | |
| Deficit pubblico (% PIL) | -7.8 | -7.4 | -7.2 | | | | | | | | |
| Debito pubblico (% PIL) | 137.3 | 137.7 | 138.3 | | | | | | | | |
| CPI (a/a) | 4.1 | 3.0 | 2.3 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 2.6 | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 2.3 |
| Produzione industriale | 0.2 | -0.3 | 1.1 | -0.4 | -0.4 | 0.6 | -0.2 | -0.4 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| Disoccupazione (%) | 3.6 | 4.1 | 4.2 | 3.7 | 3.8 | 4.0 | 4.2 | 4.3 | 4.3 | 4.2 | 4.1 |

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

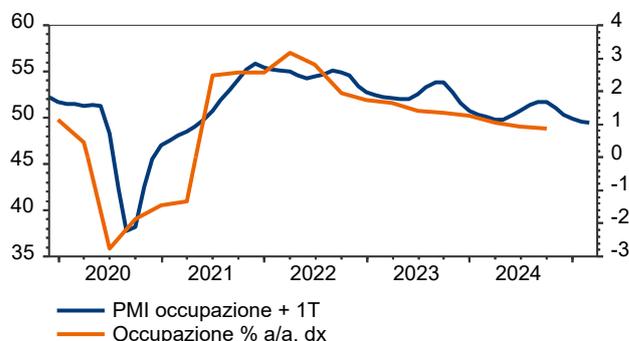
Area euro

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 BCE | Core ex AEAT | IPCA ex tob | IPCA BCE | Core ex AEAT | Core ex tob | IPCA |
| 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 | 126.1 | 2.5 | 2.8 | 2.9 | 2.4 |
| lug-24 | 126.5 | 122.9 | 119.7 | 126.0 | 2.6 | 2.8 | 2.9 | 2.5 |
| ago-24 | 126.7 | 123.3 | 120.1 | 126.2 | 2.2 | 2.8 | 2.8 | 2.0 |
| set-24 | 126.6 | 123.3 | 120.2 | 126.1 | 1.7 | 2.7 | 2.7 | 1.6 |
| ott-24 | 127.0 | 123.6 | 120.5 | 126.6 | 2.0 | 2.7 | 2.7 | 2.0 |
| nov-24 | 126.7 | 123.1 | 119.8 | 126.1 | 2.3 | 2.8 | 2.7 | 2.2 |
| dic-24 | 127.2 | 123.7 | 119.3 | 126.6 | 2.5 | 2.9 | 1.8 | 2.4 |
| Media | 126.1 | 122.4 | 119.1 | 125.6 | 2.4 | 2.9 | 2.8 | 2.3 |

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia; l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

Previsioni di inflazione, anno successivo

| | INDICI | | | | Var. % a/a | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|------------|
| | IPCA | Core BCE | Core ex AEAT | IPCA ex tob | IPCA BCE | Core ex AEAT | Core ex tob | IPCA |
| gen-25 | 126.2 | 122.5 | 118.7 | 125.7 | 2.1 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| feb-25 | 126.4 | 122.8 | 119.5 | 125.9 | 1.7 | 2.2 | 2.3 | 1.6 |
| mar-25 | 127.5 | 124.0 | 120.2 | 126.9 | 1.7 | 2.2 | 1.8 | 1.6 |
| apr-25 | 128.5 | 125.3 | 121.4 | 128.0 | 2.0 | 2.6 | 2.1 | 1.9 |
| mag-25 | 128.8 | 125.5 | 122.2 | 128.3 | 2.0 | 2.4 | 2.3 | 1.9 |
| giu-25 | 128.9 | 125.7 | 122.1 | 128.4 | 1.9 | 2.2 | 1.8 | 1.9 |
| lug-25 | 128.7 | 125.4 | 121.9 | 128.2 | 1.7 | 2.1 | 1.8 | 1.7 |
| ago-25 | 128.7 | 125.4 | 121.8 | 128.2 | 1.6 | 1.7 | 1.4 | 1.6 |
| set-25 | 129.1 | 125.8 | 122.1 | 128.5 | 1.9 | 2.0 | 1.6 | 2.0 |
| ott-25 | 129.3 | 126.0 | 122.1 | 128.8 | 1.8 | 1.9 | 1.4 | 1.7 |
| nov-25 | 129.0 | 125.6 | 121.6 | 128.5 | 1.8 | 2.0 | 1.5 | 1.9 |
| dic-25 | 129.6 | 126.2 | 121.9 | 128.8 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 1.8 |
| Media | 128.4 | 125.0 | 121.3 | 127.8 | 1.8 | 2.1 | 1.9 | 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.

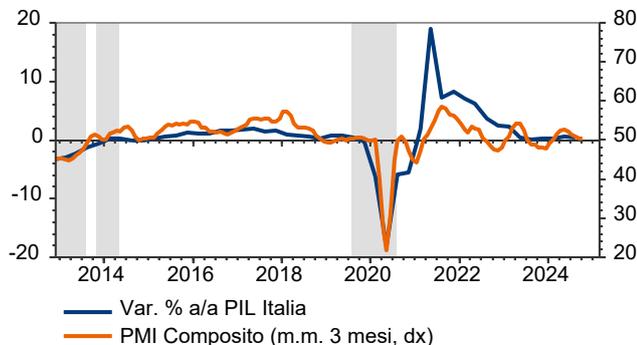
Previsioni

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | | | | 2024 | | | | 2025 | | | |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) | 0.5 | 0.7 | 1.0 | 0.1 | 0.5 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| - t/t | | | | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| Consumi privati | 0.7 | 0.9 | 1.3 | 0.0 | 0.3 | 0.1 | 0.5 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| Investimenti fissi | 1.8 | -2.2 | 0.7 | 1.4 | -2.2 | -2.5 | 1.9 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| Consumi pubblici | 1.6 | 2.1 | 1.0 | 0.6 | 0.2 | 0.9 | 0.6 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Esportazioni | -0.5 | 1.3 | 1.7 | 0.3 | 0.9 | 1.5 | -0.7 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Importazioni | -1.1 | -0.6 | 1.9 | 0.1 | -0.7 | 0.8 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.9 | -0.6 | -0.1 | -0.4 | -0.2 | 0.1 | 0.0 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Partite correnti (% PIL) | 1.7 | 2.6 | 2.6 | | | | | | | | | | | | |
| Deficit pubblico (% PIL) | -3.6 | -3.2 | -2.9 | | | | | | | | | | | | |
| Debito pubblico (% PIL) | 87.5 | 88.1 | 88.7 | | | | | | | | | | | | |
| Prezzi al consumo (a/a) | 5.4 | 2.4 | 1.8 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.2 | 2.3 | 1.8 | 1.9 | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 1.7 | 1.7 |
| Produzione industriale (a/a) | -2.2 | -3.0 | 0.8 | -3.9 | -4.7 | -3.7 | -1.8 | -1.7 | -0.3 | 0.4 | 1.2 | -0.3 | 0.4 | 1.2 | 1.2 |
| Disoccupazione (%) | 6.6 | 6.4 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.4 | 6.3 | 6.5 | 6.6 | 6.5 | 6.4 | 6.6 | 6.5 | 6.4 | 6.4 |
| Euribor 3 mesi | 3.43 | 3.58 | 2.15 | 3.96 | 3.92 | 3.81 | 3.56 | 3.03 | 2.50 | 2.12 | 1.97 | 2.50 | 2.12 | 1.97 | 1.97 |

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

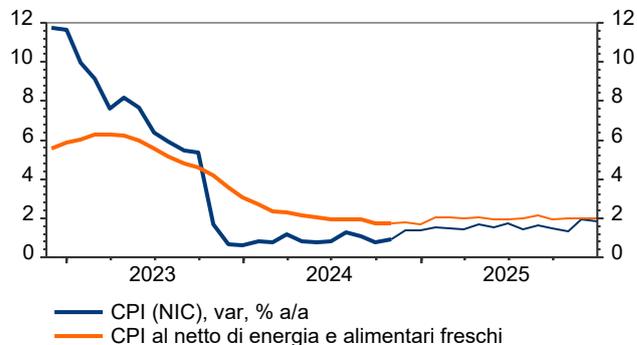
Italia

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 | 119.5 | 119.5 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| lug-24 | 121.8 | 121.2 | 120.0 | 120.0 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| ago-24 | 121.6 | 121.4 | 120.1 | 120.1 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| set-24 | 123.0 | 121.2 | 120.0 | 120.0 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| ott-24 | 123.4 | 121.2 | 120.0 | 120.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| nov-24 | 123.4 | 121.2 | 120.0 | 120.1 | 1.6 | 1.4 | 1.2 | 1.2 |
| dic-24 | 123.9 | 121.7 | 120.5 | 120.6 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.4 |
| Media | 122.3 | 120.8 | 119.7 | 119.8 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |

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 | 122.7 | 122.2 | 121.4 | 121.5 | 1.9 | 1.7 | 1.8 | 1.8 |
| feb-25 | 122.6 | 122.2 | 121.5 | 121.5 | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 |
| mar-25 | 123.9 | 122.1 | 120.9 | 121.4 | 1.7 | 1.6 | 1.3 | 1.7 |
| apr-25 | 124.8 | 122.5 | 121.2 | 121.7 | 2.0 | 1.9 | 1.6 | 2.0 |
| mag-25 | 125.0 | 122.7 | 121.2 | 121.7 | 1.9 | 1.7 | 1.4 | 1.8 |
| giu-25 | 125.4 | 123.0 | 121.5 | 122.0 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 2.1 |
| lug-25 | 124.0 | 123.2 | 121.7 | 121.7 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.4 |
| ago-25 | 124.0 | 123.6 | 122.1 | 122.1 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.7 |
| set-25 | 125.2 | 123.2 | 121.8 | 121.8 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.5 |
| ott-25 | 125.4 | 123.0 | 121.6 | 121.6 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| nov-25 | 125.3 | 122.9 | 121.6 | 121.6 | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| dic-25 | 126.4 | 124.0 | 122.7 | 122.7 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| Media | 124.6 | 122.9 | 121.6 | 121.8 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.7 |

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | | | | 2024 | | | | 2025 | | | |
|-------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----|
| | | | | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) | 0.8 | 0.5 | 1.0 | 0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 1.2 | 0.7 | 0.8 | 1.2 | |
| - t/t | | | | 0.0 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | |
| Consumi privati | 1.0 | 0.1 | 1.3 | -1.7 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | |
| Investimenti fissi | 8.7 | 1.1 | 0.6 | 1.4 | -0.5 | -0.1 | 0.1 | -0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | |
| Consumi pubblici | 1.9 | 0.5 | 0.4 | 0.1 | -0.7 | 1.0 | -0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | |
| Esportazioni | 1.1 | -0.7 | 1.0 | 1.4 | -0.6 | -1.2 | -1.0 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | |
| Importazioni | 0.0 | -4.2 | 1.1 | -1.3 | -2.3 | 0.2 | 0.3 | -0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -2.3 | -0.9 | 0.1 | -0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | |
| Partite correnti (% PIL) | 0.5 | 1.4 | 1.1 | | | | | | | | | | | | |
| Deficit pubblico (% PIL) | -7.2 | -3.8 | -3.4 | | | | | | | | | | | | |
| Debito pubblico (% PIL) | 134.8 | 136.2 | 137.9 | | | | | | | | | | | | |
| Prezzi al consumo (IPCA, a/a) | 5.9 | 1.1 | 1.8 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 1.2 | 1.4 | 1.8 | 2.0 | 1.8 | 1.4 | 1.8 | 2.0 | |
| Produzione industriale (a/a) | -2.1 | -3.3 | 0.0 | -1.6 | -3.5 | -3.0 | -3.5 | -3.2 | -1.9 | -0.6 | 0.9 | -3.2 | -1.9 | -0.6 | |
| Disoccupazione (ILO, %) | 7.7 | 6.5 | 6.6 | 7.4 | 7.1 | 6.7 | 6.2 | 6.2 | 6.4 | 6.6 | 6.7 | 6.2 | 6.4 | 6.6 | |
| Tasso a 10 anni (%) | 4.15 | 3.67 | 3.72 | 4.19 | 3.74 | 3.86 | 3.61 | 3.46 | 3.57 | 3.67 | 3.77 | 3.46 | 3.57 | 3.67 | |

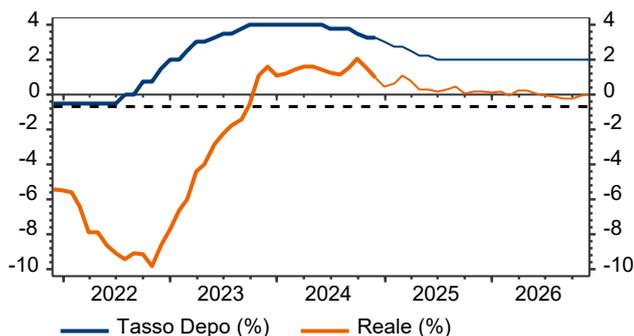
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

| | mar | giu | set | 28/11 | dic | mar | giu | set |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Deposit rate | 4.00 | 3.75 | 3.50 | 3.25 | 3.00 | 2.50 | 2.00 | 2.00 |
| Euribor 1m | 3.86 | 3.63 | 3.35 | 3.00 | 2.96 | 2.42 | 2.02 | 1.97 |
| Euribor 3m | 3.89 | 3.71 | 3.28 | 2.93 | 2.90 | 2.34 | 2.02 | 1.97 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

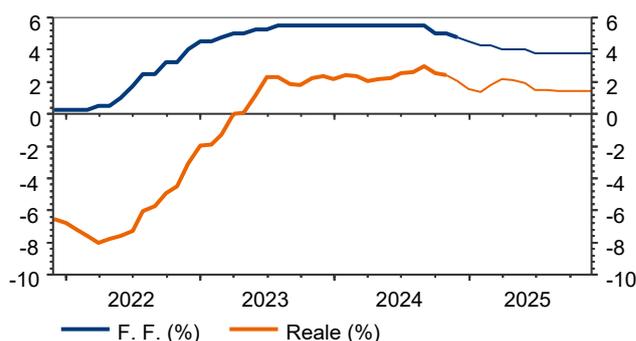


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

| | mar | giu | set | 28/11 | dic | mar | giu | set |
|-----------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Fed Funds | 5.50 | 5.50 | 5.00 | 4.75 | 4.50 | 4.00 | 3.75 | 3.75 |
| OIS 3m | 5.32 | 5.32 | 4.59 | 4.50 | 4.32 | 3.85 | 3.70 | 3.75 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

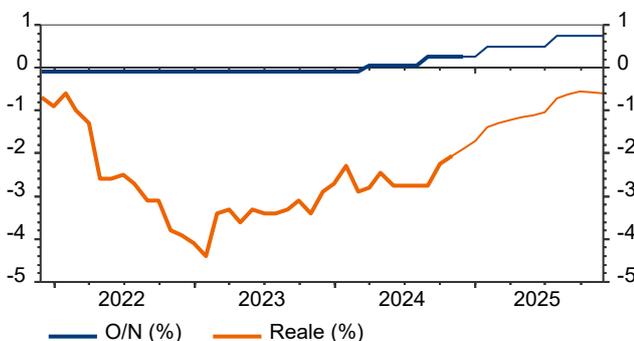


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

| | mar | giu | set | 28/11 | dic | mar | giu | set |
|------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| O/N target | 0.05 | 0.05 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.50 | 0.50 | 0.75 |
| OIS 3m | 0.08 | 0.12 | 0.25 | 0.37 | 0.40 | 0.55 | 0.65 | 0.80 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

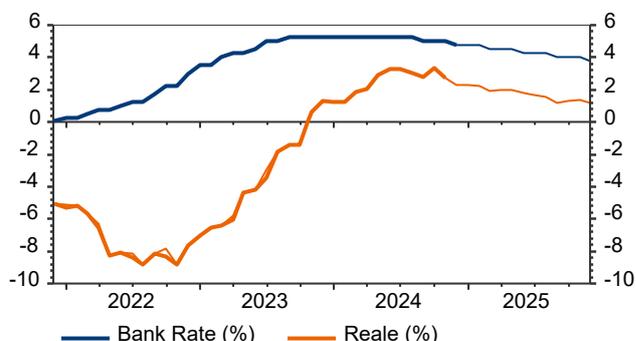


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

| | mar | giu | set | 28/11 | dic | mar | giu | set |
|-----------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Bank rate | 5.25 | 5.25 | 5.00 | 4.75 | 4.75 | 4.50 | 4.25 | 4.00 |
| OIS 3m | 5.18 | 5.13 | 4.82 | 4.66 | 4.55 | 4.35 | 4.15 | 3.85 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

| | -24m | -12m | -6m | -3m | -1m | 29/11 | 1m | 3m | 6m | 12m | 24m |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.04 | 1.10 | 1.09 | 1.11 | 1.08 | 1.0555 | 1.05 | 1.03 | 1.05 | 1.07 | 1.08 |
| USD/JPY | 138 | 147 | 158 | 145 | 153 | 150.13 | 150 | 153 | 148 | 140 | 137 |
| GBP/USD | 1.20 | 1.27 | 1.27 | 1.32 | 1.30 | 1.2689 | 1.27 | 1.25 | 1.28 | 1.31 | 1.33 |
| EUR/CHF | 0.99 | 0.96 | 0.99 | 0.94 | 0.94 | 0.9302 | 0.94 | 0.93 | 0.95 | 0.97 | 1.00 |
| EUR/JPY | 143 | 162 | 171 | 160 | 166 | 158.48 | 158 | 157 | 155 | 150 | 148 |
| EUR/GBP | 0.86 | 0.87 | 0.85 | 0.84 | 0.83 | 0.8314 | 0.83 | 0.83 | 0.82 | 0.82 | 0.81 |

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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 15a-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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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 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