INTESA SANPAOLO

Weekly Economic Monitor

Macro

Il punto

Il FOMC questa settimana, pur tagliando i tassi di altri 25 punti-base come atteso, ha segnalato che è iniziata una nuova fase nella quale il ritmo dei tagli verrà ridotto: ci aspettiamo ora solo due interventi nel 2025 (a marzo e giugno; in caso di ulteriori progressi sul fronte disinflattivo, è possibile poi un ulteriore aggiustamento nel 2026); l'employment report in uscita venerdì 10 gennaio potrebbe mostrare un mercato del lavoro ancora robusto, coerente con una pausa per il FOMC di fine gennaio. Nell'area euro, il dato più importante in uscita nelle prossime settimane è l'inflazione di dicembre, che dovrebbe salire per il terzo mese, a 2,5%; tuttavia, come già nei mesi precedenti, la salita dovrebbe essere in gran parte dovuta agli effetti base sull'energia, attesi rientrare già nei primi mesi del nuovo anno; visti anche i rischi al ribasso sulla crescita, confermati dalle indagini di dicembre diffuse questa settimana, il dato non sarà di ostacolo al prosieguo del ciclo di allentamento monetario da parte della BCE, che ci attendiamo possa tagliare i tassi di almeno un quarto di punto in ciascuna delle quattro riunioni in calendario nel primo semestre 2025.

Stati Uniti:

- **Questa settimana**:
  - L'evento più importante è stato il **FOMC del 17-18 dicembre,** che si è concluso con un obiettivo sul tasso sui fed funds ridotto di 25 punti base al 4,25-4,5%, come previsto; la decisione, tuttavia, non è stata unanime. In conseguenza soprattutto della revisione al rialzo delle stime di inflazione, i tagli dei tassi previsti nel 2025 sono stati ridotti da quattro a due; anche il punto di arrivo nel medio-lungo termine è più alto che nelle proiezioni del FOMC di settembre. A nostro avviso, è ora probabile una pausa a gennaio, in attesa di dati più favorevoli sui prezzi. Pensiamo che i progressi sull'inflazione possano continuare dopo la pausa recente, ma in maniera irregolare. **Ciò ci sembra coerente con solo due riduzioni dei tassi nel corso del 2025, a marzo e giugno; in caso di ulteriori progressi sul fronte disinflattivo, è possibile poi un ulteriore aggiustamento nel 2026** (indicativamente, a marzo). L'incertezza è molto elevata: i rischi su tale profilo ci sembrano al momento al ribasso, ma la bilancia dei rischi potrebbe viceversa spostarsi al rialzo in caso di implementazione aggressiva dell'agenda Trump.
  - **Consumi: segnali di tenuta.** Le **vendite al dettaglio** di novembre hanno superato le attese, sostenute da auto e vendite online, con il "control group" tornato a crescere, di 0,4% m/m, dopo il -0,1% m/m di ottobre. **Reddito e spesa delle famiglie** hanno mantenuto ritmi di crescita robusti a novembre, dopo quelli già visti ad ottobre.
  - **Deflatori di novembre: indicazioni incoraggianti.** Nonostante i recenti dati su CPI e PPI siano stati lievemente superiori alle attese, dai deflatori PCE di novembre sono giunti messaggi più confortanti: l'indice headline è aumentato meno del previsto, di un decimo, con una variazione annua in salita solo marginale da 2,3% a 2,4%; anche il core è salito di appena 0,1% m/m (da un precedente 0,3%), risultando stabile su base annua al 2,8%.
  - **Mancata ripresa dell'attività industriale in novembre.** Nonostante il venir meno degli effetti di scioperi e uragani, la **produzione industriale** è calata a sorpresa per il secondo mese a novembre, di -0,1% m/m, dopo il -0,4% di ottobre; anche il **grado di utilizzo degli impianti** è sceso ancora, a 76,8% da 77% precedente (si tratta di un nuovo minimo da aprile 2021).
  - **Indagini di dicembre: segnali positivi nel terziario, ancora negativi nell'industria.** Secondo le stime preliminari, l'indice **PMI Composito** è salito a 56,6 a dicembre da 54,9 di novembre, la lettura più alta da marzo 2022, trainato dei **servizi** (58,5, il valore più alto da ottobre 2021, da 56,1), mentre si è aggravata la flessione nel **manifatturiero** (48,3, il valore più basso in tre mesi, da 49,7). Il dettaglio dell'indice composito mostra che i nuovi ordini sono aumentati e l'occupazione è salita per la prima volta in cinque mesi; inoltre, le pressioni

20 dicembre 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

inflazionistiche si sono ulteriormente raffreddate. La debolezza manifatturiera riflette scarsa domanda e costi elevati, aggravati dall'eventualità di dazi sulle importazioni; al contrario, il morale nei servizi è sostenuto da aspettative di politiche di deregolamentazione. **Segnali meno positivi sono giunti dalle indagini regionali**: l'indice manifatturiero **Empire State** è calato da 31,2 a novembre (la lettura più alta dal dicembre 2021) a 0,2 in dicembre, ben al di sotto delle previsioni; ha deluso anche il **Philly Fed**, calato a -16,4 dal -5,5 di novembre, ampiamente sotto le aspettative, confermando il quadro ancora recessivo del settore manifatturiero.

- **Mercato immobiliare: segnali meno negativi**. L'indice **NAHB** di fiducia dei costruttori a dicembre è rimasto per l'ottavo mese consecutivo in territorio recessivo, stabile a 46. Prosegue anche il calo delle **aperture di nuovi cantieri**: -1,8% m/m a novembre da -3,2% di ottobre, mentre i **permessi edilizi** sono rimbalzati più del previsto, del 6,1% m/m dopo il -0,4% di ottobre, per via del rientro dell'effetto-uragani. Le **vendite di case esistenti** sono cresciute per il secondo mese consecutivo a novembre, in accelerazione rispetto a ottobre (4,8% m/m da 3,4%).
- **Politica: rischio "shutdown"**. Il neoeletto presidente Trump ha minacciato di bloccare l'accordo bipartisan sulla legge di bilancio, avvicinando il governo federale alla paralisi. Di contro, la Camera dei Rappresentanti ha respinto una proposta, sostenuta da Trump, che includeva la sospensione del tetto del debito federale per due anni: 38 Repubblicani hanno votato con i Democratici. L'incertezza crescente potrebbe colpire settori chiave come la difesa, la tecnologia e l'agricoltura, storicamente legati alla spesa pubblica. Tuttavia, il presidente della Camera, Mike Johnson, ha promesso una nuova proposta entro la mezzanotte di oggi, alimentando la speranza di un accordo prenatalizio che garantisca una tregua politica fino al gennaio 2025.

- **La prima settimana del 2025 sarà caratterizzata da importanti aggiornamenti economici:**
  - **ISM di dicembre: dovrebbe aumentare la divergenza tra industria e terziario.** L'**ISM manifatturiero** (in calendario il 3 gennaio) è atteso in calo a 47,7 da 48,4 di novembre: nonostante il recupero dei nuovi ordinativi registrato il mese scorso, le preoccupazioni sui dazi potrebbero rallentare l'attività. Al contrario, l'indice **ISM servizi** (in calendario il 7 gennaio) potrebbe riaccelerare a 53 da 52,1, dopo il rallentamento a sorpresa registrato a novembre.
  - **L'employment report di dicembre (in calendario il 10 gennaio) dovrebbe mostrare un ritmo ancora robusto di creazione di posti di lavoro**, in area 180 mila nuovi occupati non agricoli dopo i 227 mila di novembre. **Il tasso di disoccupazione è atteso stabile al 4,2%** e dovrebbe migliorare anche la partecipazione dopo il brusco calo di novembre. I **salari orari medi potrebbero aumentare meno** rispetto ai mesi scorsi, con un incremento mensile di 0,3% m/m (da 0,4% precedente) e un incremento annuo stabile al 4% a/a.
  - **Politica monetaria**. L'8 gennaio verranno diffusi i verbali della riunione del FOMC del 17-18 dicembre scorso.

Eurozona:

- **Questa settimana**:
  - **PMI: rimbalza a sorpresa l'indice nei servizi**. A dicembre il PMI composito è salito a sorpresa da 48,3 a 49,5, un massimo da due mesi, pur restando in terreno recessivo: l'indice manifatturiero è rimasto invariato su livelli depressi (45,2) mentre il PMI servizi è salito inaspettatamente da 49,5 a 51,4, tornando a segnalare una espansione, sia pur moderata, del settore, su ritmi simili a quelli di settembre-ottobre. Sebbene i dati siano migliori del previsto, è troppo presto per interpretare questi segnali come un'inversione di tendenza: ci aspettiamo che la crescita economica rimanga modesta (tra 0,1% e 0,2% t/t) nei due trimestri a cavallo d'anno.

- **Germania: IFO ai minimi dai mesi del lockdown nel 2020**. A dicembre l'indice **IFO** è sceso per il secondo mese, da 85,6 a 84,7 (un minimo da maggio 2020). Le aspettative sono calate da 87 a 84,4, un minimo dall'inizio dell'anno (potrebbe essere un segnale di incipienti preoccupazioni in merito alle politiche commerciali della prossima amministrazione statunitense); la valutazione della situazione attuale è risalita da 84,3 a 85,1, ma resta su livelli coerenti con una contrazione dell'attività economica. Viceversa, l'indice **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti e investitori istituzionali sull'economia tedesca, è rimbalzato a sorpresa da 7,4 a 15,7, mostrando però un deterioramento della situazione corrente ai minimi da maggio del 2020. Nel complesso, ci aspettiamo una contrazione del PIL nel quarto trimestre del 2024 e una sostanziale stagnazione all'inizio del prossimo anno; abbiamo recentemente rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per il 2025, allo 0,4%, ma i rischi restano orientati al ribasso, dato che difficilmente i problemi strutturali che affliggono il settore manifatturiero potranno essere risolti nel breve termine.
- **Francia: l'INSEE tiene nel manifatturiero, peggiora negli altri settori**. L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere è rimasto stabile a 97 a dicembre; come a novembre però l'indice ha beneficiato del settore degli "altri mezzi di trasporto" (molto dipendente dall'attività di Airbus). L'indagine registra infatti un ampio calo delle prospettive di produzione, sia a livello aggregato che di singola impresa, ed un brusco aumento dell'indice sull'incertezza economica, sui massimi dal 2023. Inoltre, l'indice composito di morale delle aziende è calato a sorpresa da 96 a 94, un minimo da luglio, per effetto di una flessione diffusa a tutti gli altri macro-comparti (servizi, commercio al dettaglio e costruzioni).
- **Italia: la fiducia delle imprese torna a calare nell'industria ma risale nei servizi.** A dicembre, le indagini Istat hanno registrato un calo della fiducia sia dei consumatori che delle imprese manifatturiere, ma l'indice composito di morale delle aziende ha mostrato un recupero grazie ai servizi. Se non sorprende che il rimbalzo del morale manifatturiero del mese scorso si sia rivelato effimero, né l'ulteriore calo della fiducia nelle costruzioni, viceversa conforta il recupero significativo nel terziario (e la tenuta nel commercio al dettaglio). Sul fronte del morale delle famiglie, i segnali non sono univocamente negativi, ma preoccupa l'ulteriore salita dei timori sulla disoccupazione, che peraltro trovano conferma nel calo delle intenzioni di assunzione delle aziende nell'industria ma non nei servizi. Nel complesso, le indagini confermano che **i rischi sull'attività economica, almeno nel breve termine, in Italia come nel resto nell'Eurozona, sono verso il basso**, anche se per ora la moderata espansione nel terziario sembra ancora in grado di compensare la contrazione dell'attività industriale (in un quadro di tenuta delle costruzioni).

- **Nelle prossime tre settimane**, l'attenzione sarà concentrata sui seguenti eventi:
  - **Inflazione di dicembre in ulteriore risalita (temporanea, a nostro avviso).** Dopo la revisione al ribasso del dato di novembre (a 2,2% da 2,3% della prima stima, comunque in salita dal 2% di ottobre), l'inflazione nell'Eurozona è attesa in ulteriore aumento nell'ultimo mese dell'anno, a 2,5%. Tuttavia, come già nei due mesi precedenti, la risalita dovrebbe essere in gran parte dovuta agli effetti base sull'energia, che dovrebbero rientrare già nei primi mesi del nuovo anno. Riteniamo che di recente sia aumentata la probabilità di vedere anche una moderazione dei servizi, e degli indici di inflazione core/domestica. Vediamo un IPCA sostanzialmente in linea col target BCE già nella media del 2025.
  - **Indice di fiducia della Commissione Europea atteso in calo**. Sulla base dei dati nazionali già comunicati, l'indice ESI dovrebbe tornare a calare a dicembre dopo la sostanziale stabilità del mese scorso. È attesa una correzione del morale sia delle famiglie sia delle imprese. L'indice è coerente con una crescita congiunturale appena positiva per il PIL dell'Eurozona nei trimestri a cavallo d'anno.
  - **Mercato del lavoro visto in deterioramento**. I dati sul mercato del lavoro dovrebbero mostrare un aumento, sia pur marginale, della disoccupazione, sia a dicembre in

Germania (a 6,2% da 6,1%) sia a novembre in Italia e nell'insieme dell'area euro (a 5,9% da 5,8%, e a 6,4% da 6,3%, rispettivamente), in coerenza con i segnali di rallentamento della domanda di lavoro giunti in maniera pressoché univoca dalle indagini recenti.

- **Politica: Francia.** Il Presidente Macron ha nominato Primo Ministro il centrista François Bayrou, cui spetterà il difficile compito di trovare una maggioranza in grado di approvare (o non bocciare) la legge di bilancio. L'obiettivo del premier è di formare un esecutivo nei prossimi giorni, possibilmente entro Natale, e di approvare il budget entro febbraio. Il governo che nascerà sarà non meno fragile del precedente, e obbligherà Bayrou a nuovi compromessi, allentando ulteriormente l'aggiustamento fiscale. Nel nostro scenario ipotizziamo che nel nuovo disegno di legge di bilancio il disavanzo programmatico per il 2025 venga alzato intorno al 5,5% del PIL; tuttavia, l'approvazione della finanziaria non è scontata, e ulteriori compromessi e concessioni potrebbero essere necessari, con un rischio significativo di nuove elezioni la prossima estate. Nel frattempo, il parlamento ha approvato la legge speciale per garantire il funzionamento dello stato anche in assenza di una legge finanziaria, applicando al 2025 il bilancio del 2024. Nel caso di applicazione dell'esercizio provvisorio a tutto il 2025, il disavanzo salirebbe ancora, intorno al 6,5% del PIL, dal 6,1% stimato per il 2024; tuttavia l'impatto positivo sulla crescita di una politica fiscale meno restrittiva verrebbe compensato dal freno derivante dall'accresciuta incertezza e da una minore efficienza nella gestione della spesa.
- **Politica: Germania.** Si è aperta la campagna elettorale per le elezioni anticipate in calendario il prossimo 23 febbraio. L'evoluzione dei sondaggi nelle ultime settimane ha confermato la CDU/CSU in testa, sia pur in lieve calo nei consensi, mentre la SPD inizia a recuperare terreno ma è ancora dietro l'AfD. Nel 2021 la SPD aveva messo a segno una sorprendente rimonta, ma al momento non sembrano esserci i numeri per un governo di centrosinistra: lo scenario più probabile rimane ancora quello di una coalizione a guida CDU/CSU. Un compromesso sarà necessario per la formazione di un esecutivo ma i programmi dei principali partiti non presentano molti punti di contatto. La CDU è più focalizzata su un taglio della pressione fiscale finanziato da una stretta alla spesa per il welfare, mentre verdi e socialdemocratici, oltre agli incentivi fiscali, sono aperti a maggiori investimenti pubblici, anche attraverso un allentamento della regola sul freno al debito. Sta comunque iniziando ad emergere una crescente consapevolezza della necessità di imprimere una svolta alle sorti economiche del Paese: un approccio meno rigoroso nella gestione della politica fiscale è possibile, ma verosimilmente più nel 2026 che nel 2025.

- **Questa settimana abbiamo pubblicato l'edizione di dicembre del nostro *Scenario Macroeconomico*, con un'ampia e organica lettura delle prospettive 2025-26. Riteniamo che il prossimo anno la crescita mondiale sarà sugli stessi livelli del 2024, mentre l'inflazione calerà ulteriormente. Tuttavia, l'elezione di Trump alla presidenza degli Stati Uniti e la crisi politica in Francia hanno aumentato l'incertezza dello scenario. Ci attendiamo una maggiore divergenza delle politiche monetarie fra Stati Uniti ed Eurozona, anche se le ripercussioni sui mercati valutari dovrebbero essere già largamente scontate. Un'altra criticità riguarda il debito pubblico che in diversi paesi continuerà a crescere, malgrado politiche fiscali un po' meno accomodanti.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (23 dicembre 2024 – 10 gennaio 2025)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente			Consenso
Lun	23/12	08:00	GB	PIL t/t finale		T3	prel 0.1		%	0.1
		09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.8		%	0.8
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		nov	5.7		Mld €	
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	dic	111.7			113.0
Mar	24/12	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.8		%	0.8
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	nov	0.2		%	
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	nov	0.3		%	-0.4
		16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	nov	0.610		Mln	0.652
Gio	26/12	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1,879	(~~1,874~~)	Mln	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	220		x1000	
Ven	27/12	00:30	GIA	Tasso di disoccupazione		nov	2.5		%	2.5
		00:30	GIA	Job to applicant ratio		nov	1.3			1.3
		00:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		nov	1.3	(~~1.6~~)	%	1.7
		00:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		nov	2.8		%	-3.4
		14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		nov	-99.1		Mld $	
Lun	30/12	01:30	GIA	PMI manifatturiero finale		dic	prel 49.5			
		08:00	GER	Prezzi import a/a		nov	-0.8		%	
		09:00	SPA	IPCA a/a prelim		dic	2.4		%	2.6
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	dic	40.2			
Mar	31/12	02:30	CN	PMI composito - Caixin		dic	50.8			
		02:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	dic	50.3			
		02:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		dic	50.0			
		15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		ott	4.6		%	
		15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		ott	0.7		%	
Gio	2/1	02:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	dic	51.5			
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	dic	44.5			
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		dic	prel 41.9			41.9
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	dic	prel 42.5			42.5
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	nov	3.4		%	3.5
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	dic	prel 45.2			45.2
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		nov	2.6		%	
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	dic	prel 47.3			
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		dic	prel 48.3			
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		nov	0.4		%	
Ven	3/1	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	dic	51.5			
		09:55	GER	Variazione n° disoccupati	*	dic	6		x1000	15
		09:55	GER	Tasso di disoccupazione		dic	6.1		%	6.2
		10:30	GB	Credito al consumo		nov	1,098		Mld £	
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	dic	48.4			

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

Calendario dei dati macroeconomici (23 dicembre 2024 – 10 gennaio 2025)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente		Consenso
Lun	6/1	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		nov	1.9	%	
		09:45	ITA	PMI servizi	*	dic	49.2		
		09:50	FRA	PMI servizi finale		dic	prel 48.2		
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	dic	prel 51.0		
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	dic	prel 49.5		
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	dic	prel 51.4		
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	dic	prel 51.4		
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	dic	2.4	%	
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	dic	-0.3	%	
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	dic	-0.7	%	
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	dic	2.2	%	
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		dic	prel 56.6		
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		dic	prel 58.5		
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		nov	0.2	%	
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	nov	0.2	%	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	nov	0.3	%	
Mar	7/1	08:45	FRA	IPCA a/a prelim	*	dic	1.7	%	
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	nov	5.8	%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	dic	-0.1	%	
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	dic	1.5	%	
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	dic	-0.1	%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	dic	1.3	%	
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	dic	2.2	%	
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	dic	2.7	%	
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	nov	6.3	%	
		14:30	USA	Bilancia commerciale		nov	-73.8	Mld $	
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	dic	52.1		
Mer	8/1	06:00	GIA	Fiducia delle famiglie		dic	36.4		
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		nov	1.0	%	
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	nov	-1.5	%	
		08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	nov	-1.5	%	
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		dic	90		
		11:00	EUR	Fiducia industria		dic	-11.1		
		11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		dic	-13.7		
		11:00	EUR	Fiducia servizi		dic	5.3		
		11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	dic	95.8		
		11:00	EUR	PPI a/a		nov	-3.2	%	
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		dic	146	x1000	
Gio	9/1	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	nov	-1.0	%	
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		nov	13.4	Mld €	
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	nov	0.0	%	
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		nov	-0.5	%	
Ven	10/1	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	nov	-1.3	%	
		02:30	CN	CPI m/m		dic	-0.6	%	
		02:30	CN	CPI a/a	*	dic	0.2	%	
		02:30	CN	PPI a/a	*	dic	-2.5	%	
		08:45	FRA	Spese per consumi m/m	**	nov	-0.4	%	
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	nov	-0.1	%	
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	dic	227	x1000	
		14:30	USA	Salari orari m/m		dic	0.4	%	
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	dic	4.2	%	
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		gen	74.0		

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 (23 dicembre 2024 – 9 gennaio 2025)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Mar	24/12	00:50	GIA	*	BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di ottobre
Mer	25/12		GIA	*	Discorso di Ueda (BoJ)
Ven	27/12	00:50	GIA	*	BoJ: Summary of Opinions della riunione di dicembre
		17:00	USA		Discorso di Barkin (Fed)
Mar	7/1	14:00	USA		Discorso di Barkin (Fed)
Mer	8/1	20:00	USA	*	Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	9/1	15:00	USA		Discorso di Harker (Fed)
		18:40	USA		Discorso di Barkin (Fed)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Indice Empire Manufacturing	dic	31.2			10.0	0.2
Markit PMI Manif. prelim.	dic	49.7			49.8	48.3
Markit PMI Servizi prelim.	dic	56.1			55.7	58.5
Markit PMI Composito prelim.	dic	54.9				56.6
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	nov	0.2	~~(0.1)~~	%	0.4	0.2
Vendite al dettaglio m/m	nov	0.5	~~(0.4)~~	%	0.5	0.7
Produzione industriale m/m	nov	-0.4	~~(-0.3)~~	%	0.3	-0.1
Impiego capacità produttiva	nov	77.0	~~(77.1)~~	%	77.3	76.8
Scorte delle imprese m/m	ott	0.0	~~(0.1)~~	%	0.1	0.1
Indice Mercato Immobiliare NAHB	dic	46.0			47.0	46
Saldo partite correnti	T3	-275.0	~~(-266.8)~~	Mld $	-284.0	-310.9
Licenze edilizie	nov	1,419		Mln	1,430	1,505
Nuovi cantieri residenziali	nov	1,312	~~(1,311)~~	Mln	1,343	1,289
Richieste di sussidio	settim	242.0		x1000	230.0	220
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1,879	~~(1,886)~~	Mln	1.9	1,874
PIL t/t ann. finale	T3	2.8		%	2.8	3.1
Deflatore consumi core t/t finale	T3	2.1		%	2.1	2.2
PIL, deflatore t/t ann. finale	T3	1.9		%	1.9	1.9
Indice Philadelphia Fed	dic	-5.5			3.0	-16.4
Indice anticipatore m/m	nov	-0.4		%	-0.1	0.3
Vendite di case esistenti (mln ann.)	nov	4.0		Mln	4.1	4.15
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ott	216.1		Mld $		152.3
Deflatore consumi (core) a/a	nov	2.8		%	2.9	2.8
Deflatore consumi a/a	nov	2.3		%	2.5	2.4
Spesa per consumi (nominale) m/m	nov	0.3	~~(0.4)~~	%	0.5	0.4
Redditi delle famiglie m/m	nov	0.7	~~(0.6)~~	%	0.4	0.3
Deflatore consumi (core) m/m	nov	0.3		%	0.2	0.1
Fiducia famiglie (Michigan) finale	dic	74.0			74.0	

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

FOMC: è iniziata una "nuova fase", il ritmo dei tagli rallenterà nei prossimi mesi. Il FOMC di dicembre si è concluso con un obiettivo sul tasso sui fed funds ridotto di 25 punti base al 4,25-4,5%, come previsto; la decisione, tuttavia, non è stata unanime. In conseguenza soprattutto della revisione al rialzo delle stime di inflazione, i tagli dei tassi previsti nel 2025 sono stati ridotti da quattro a due; anche il punto di arrivo nel medio-lungo termine è più alto che nelle proiezioni del FOMC di settembre. A nostro avviso, è ora probabile una pausa a gennaio, in attesa di dati più favorevoli sui prezzi. Pensiamo che i progressi sull'inflazione possano continuare dopo la pausa recente, ma in maniera irregolare. Ciò ci sembra coerente con solo due riduzioni dei tassi nel corso del 2025, a marzo e giugno; in caso di ulteriori progressi sul fronte disinflattivo, è possibile poi un ulteriore aggiustamento nel 2026 (indicativamente, a marzo). L'incertezza è al momento molto elevata.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	dic	-11.1				
EUR	PMI servizi prelim	dic	49.5			49.5	51.4
EUR	PMI composito prelim	dic	48.3			48.2	49.5
EUR	PMI manifatturiero prelim	dic	45.2			45.3	45.2
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T3	5.2	~~(4.7)~~	%		4.6
EUR	CPI a/a finale	nov	2.3		%	2.3	2.2
EUR	CPI m/m finale	nov	0.3		%	-0.3	-0.3
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	nov	2.8		%	2.8	2.7
EUR	Fiducia consumatori flash	dic	-13.7			-14.0	
FRA	PMI servizi prelim	dic	46.9			46.7	48.2
FRA	PMI manifatturiero prelim	dic	43.1			43.0	41.9
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	dic	97.0			96.0	97
GER	PMI servizi prelim	dic	49.3			49.3	51.0
GER	PMI manifatturiero prelim	dic	43.0			43.1	42.5
GER	IFO	dic	85.6	~~(85.7)~~		85.6	84.7
GER	IFO (sit. corrente)	dic	84.3			84.0	85.1
GER	IFO (attese)	dic	87.0	~~(87.2)~~		87.5	84.4
GER	ZEW (Sit. corrente)	dic	-91.4			-93.0	-93.1
GER	ZEW (Sentiment econ.)	dic	7.4			6.5	15.7
GER	Fiducia consumatori	gen	-23.1	~~(23.3)~~		-22.5	-21.3
GER	PPI a/a	nov	-1.1		%	-0.3	0.1
GER	PPI m/m	nov	0.2		%	0.3	0.5
ITA	IPCA a/a finale	nov	1.6		%	1.6	1.5
ITA	IPCA m/m finale	nov	0.0		%	0.0	-0.1
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	nov	0.0		%	0.0	-0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	nov	1.4		%	1.4	1.3
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ott	2.583	~~(2.58)~~	Mld €		5.153
ITA	Bilancia commerciale (UE)	ott	-1.171	~~(1.175)~~	Mld €		-0.660
ITA	Fiducia delle imprese manif.	dic	86.5	~~(86.5)~~		86.0	85.8
ITA	Fiducia consumatori	dic	96.6			97.0	96.3
ITA	Fatturato industriale a/a	ott	-5.7		%		-5.3
ITA	Fatturato industriale m/m	ott	-0.3		%		0.5

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

PMI area euro: migliori delle attese ma non eccezionali. Nell'Eurozona, il PMI composito è rimbalzato a dicembre grazie a un indice manifatturiero invariato e a un ritorno alla crescita nel settore dei servizi. Sebbene leggermente migliori del previsto, è troppo presto per interpretare questi dati come un segnale di inversione di tendenza e ci aspettiamo che la crescita economica rimanga modesta a cavallo d'anno.

Germania IFO: dopo un debole 2024 aumentano i rischi sul 2025. L'indice IFO è sceso più del previsto a dicembre, con il peggioramento delle aspettative che ha compensato l'aumento della valutazione della situazione corrente. Prevediamo una contrazione del PIL nel quarto trimestre del 2024 e una sostanziale stagnazione all'inizio del prossimo anno. Abbiamo recentemente rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita del PIL nel 2025, portandole allo 0,4%, ma i rischi restano orientati al ribasso, dato che difficilmente i problemi strutturali che affliggono il settore manifatturiero possano essere risolti nel breve termine.

Italia: la fiducia delle imprese torna a calare nell'industria ma risale nei servizi. Se non sorprende che il rimbalzo del morale manifatturiero del mese scorso si sia rivelato effimero, né l'ulteriore calo della fiducia nelle costruzioni, viceversa conforta il recupero significativo nei servizi (e la tenuta nel commercio al dettaglio). Sul fronte del morale delle famiglie, i segnali non sono univocamente negativi, ma preoccupa l'ulteriore salita delle preoccupazioni occupazionali, che peraltro trovano conferma nel calo delle intenzioni di assunzione delle aziende nell'industria ma non nei servizi. Nel complesso, le indagini confermano che i rischi sull'attività economica, almeno nel breve termine, in Italia come nel resto nell'Eurozona, sono verso il basso, anche se per ora la moderata espansione nel terziario sembra ancora in grado di compensare la contrazione dell'attività industriale (in un quadro di tenuta delle costruzioni).

Giappone

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	ott	-0.7		%	1.2	2.1
PMI manifatturiero prelim	dic	49.0				49.5
Bilancia commerciale	nov	-462.1	~~(-461.2)~~	Mld ¥ JP	-688.9	-117.6
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	nov	2.3		%	2.6	2.7
CPI (naz.) a/a	nov	2.3		%		2.9

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

Cina

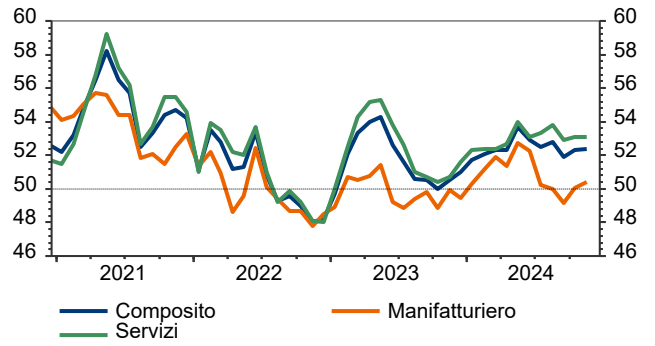
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	nov	5.8	%		5.8
Vendite al dettaglio cumulate a/a	nov	3.5	%		3.5
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	nov	3.4	%	3.4	3.3
Produzione industriale a/a	nov	5.3	%	5.3	5.4
Vendite al dettaglio a/a	nov	4.8	%	4.6	3.0
Tasso prime rate a 1 anno	dic	3.10	%		3.10
Tasso prime rate a 5 anni	dic	3.60	%		3.60

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

Cina: dati di attività economica novembre 2024. I dati di novembre hanno segnalato una moderazione dell'attività economica dopo il miglioramento di ottobre, spiegata in gran parte dalla decelerazione delle vendite al dettaglio e degli investimenti. Il rallentamento dovrebbe essere temporaneo e la crescita dovrebbe avvicinarsi comunque al target nel 2024 grazie al rafforzamento delle misure di supporto, che saranno intensificate nel 2025.

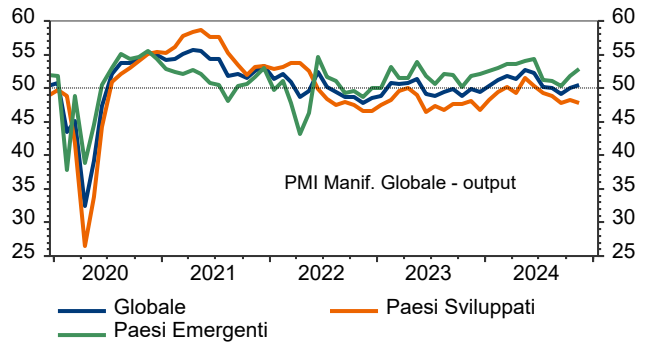
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



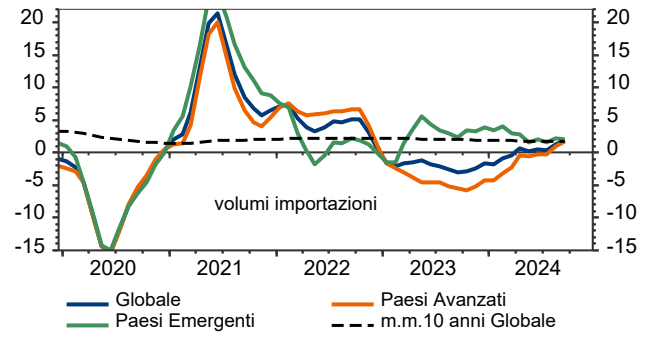
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



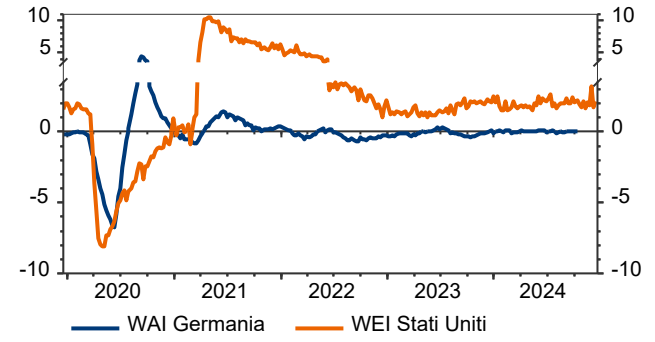
Fonte: S&P Global

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



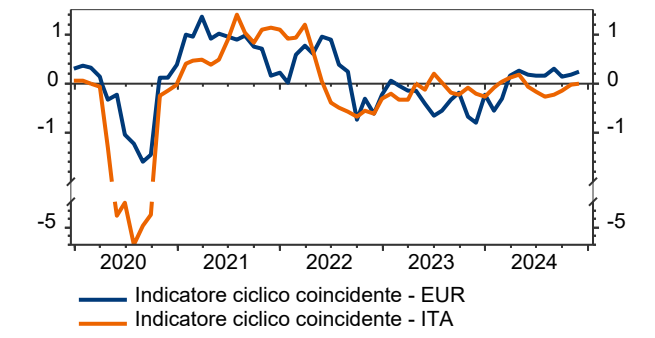
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



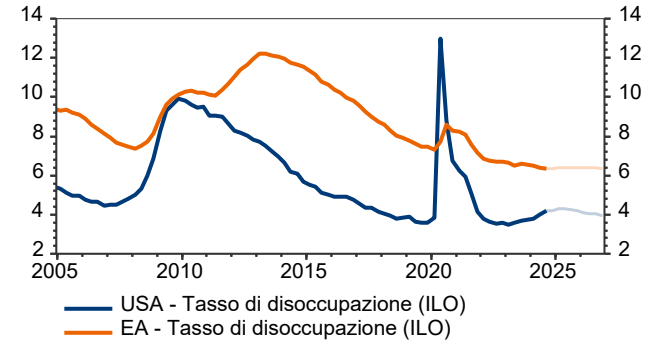
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

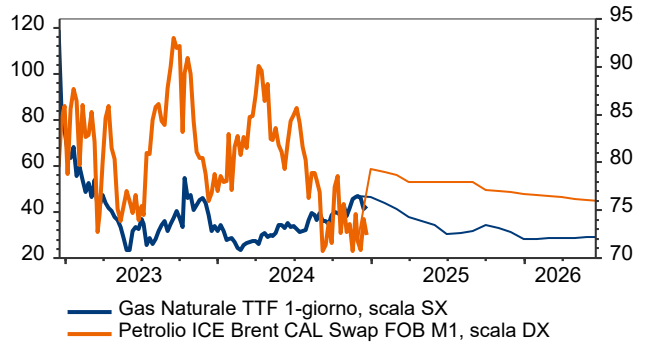
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

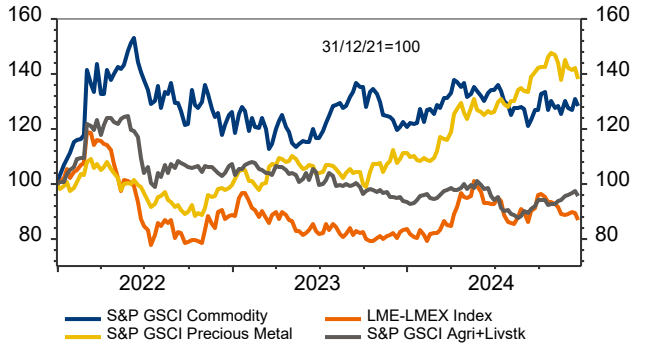
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



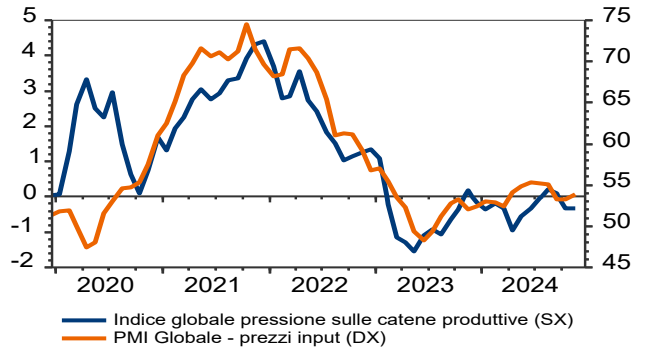
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



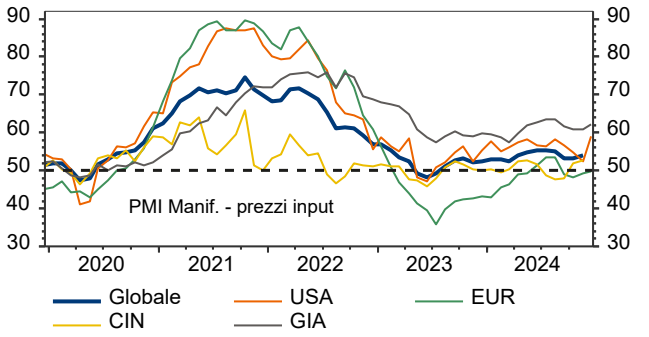
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



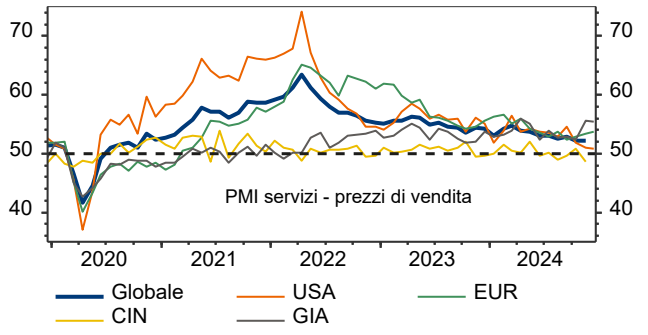
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



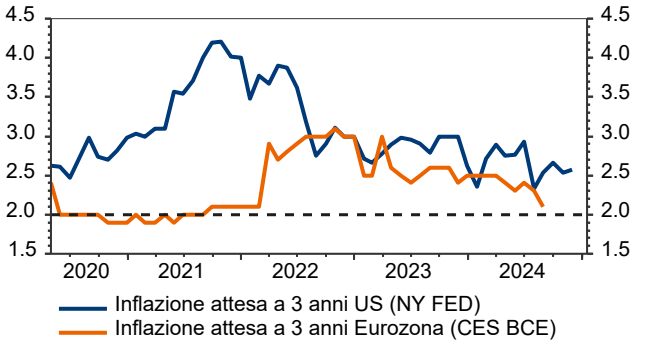
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

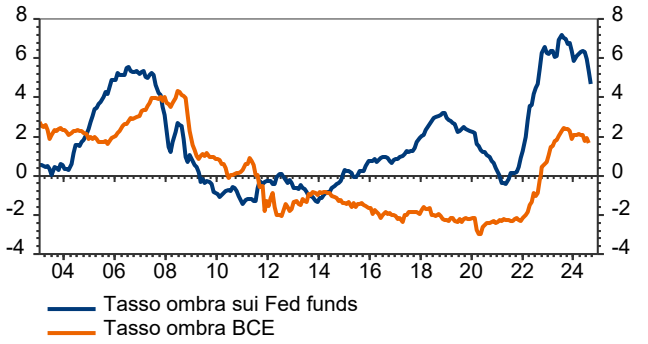
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

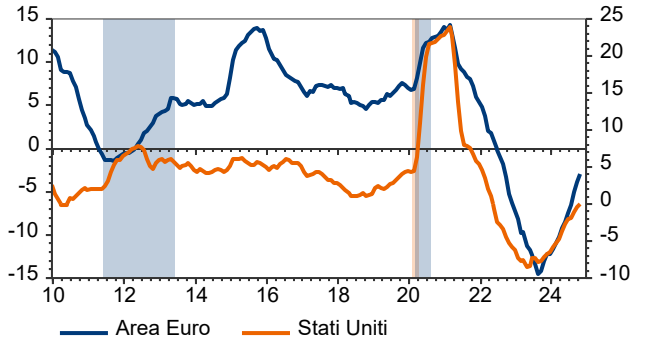
Condizioni Finanziarie

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



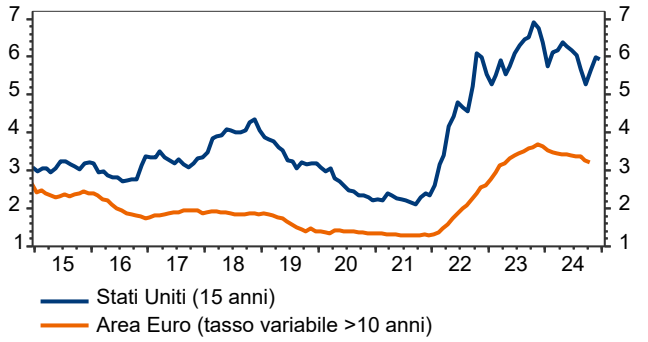
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



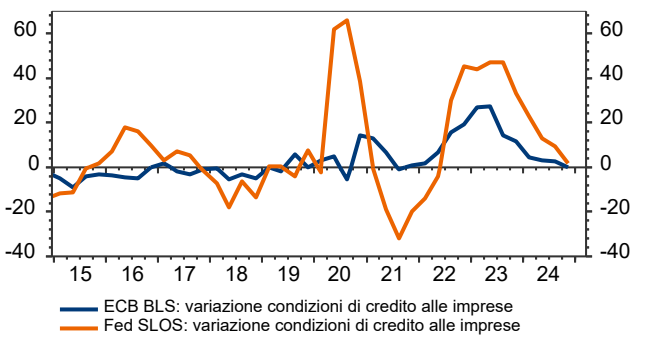
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



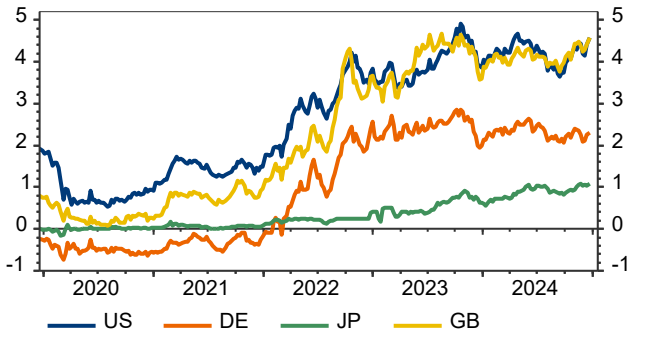
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



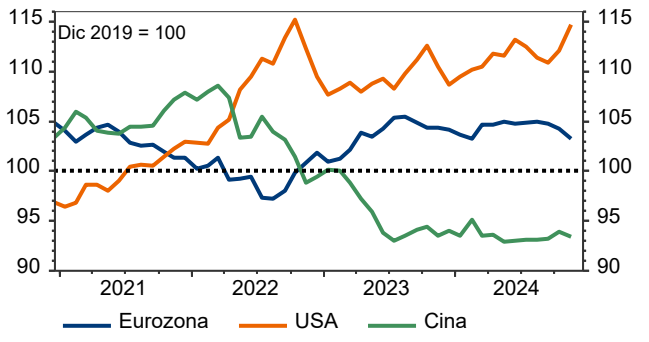
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

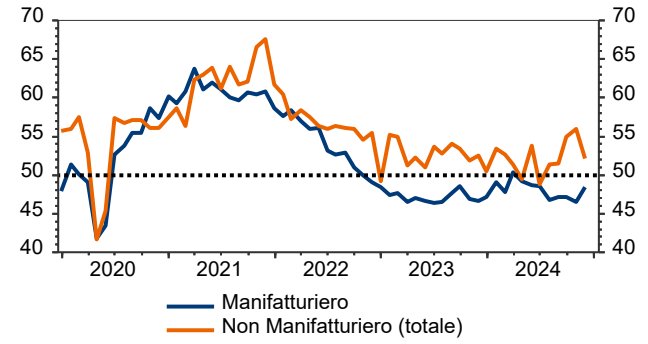
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

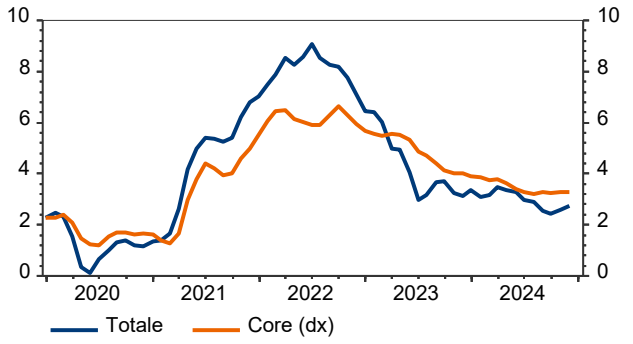
Stati Uniti

Indagini ISM



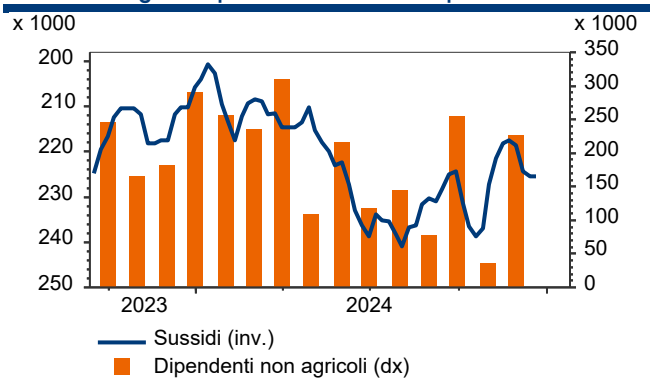
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



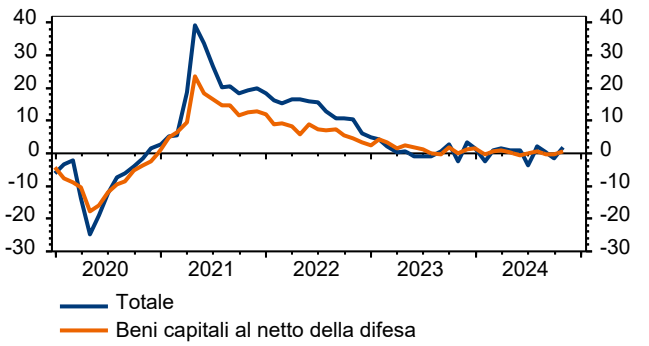
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

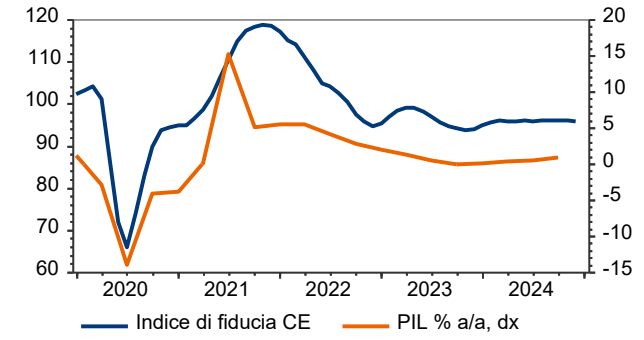
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024			2025			
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	**2.9**	2.8	2.0	**3.2**	**2.9**	**3.0**	**2.7**	2.4	2.3	2.0	1.8
- trim./trim. annualizzato				**3.2**	**1.6**	**3.0**	**3.1**	1.7	1.5	1.9	2.3
Consumi privati	**2.5**	2.6	2.0	**3.5**	**1.9**	**2.8**	**3.7**	1.9	1.5	1.6	1.7
IFL - privati non residenziali	**6.0**	4.2	4.9	**3.8**	**4.5**	**3.9**	**4.0**	5.6	4.8	4.8	5.2
IFL - privati residenziali	**-8.3**	4.0	2.2	**2.5**	**13.7**	**-2.8**	**-4.3**	1.7	3.5	4.5	5.0
Consumi e inv. pubblici	**3.9**	3.3	2.1	**3.6**	**1.8**	**3.1**	**5.1**	1.4	1.3	1.6	2.0
Esportazioni	**2.8**	3.5	4.5	**6.2**	**1.9**	**1.0**	**9.6**	3.1	3.5	4.2	5.0
Importazioni	**-1.2**	5.8	7.3	**4.2**	**6.1**	**7.6**	**10.7**	5.9	7.9	6.9	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.4**	0.1	0.2	**-0.4**	**-0.5**	**0.9**	**-0.2**	0.0	0.2	0.3	0.3
Partite correnti (% PIL)	**-3.3**	-3.7	-4.1								
Deficit pubblico (% PIL)	**-7.8**	-7.3	-6.8								
Debito pubblico (% PIL)	**137.3**	137.7	137.8								
CPI (a/a)	**4.1**	3.0	2.3	**3.2**	**3.2**	**3.2**	**2.6**	2.8	2.4	2.1	2.4
Produzione industriale	**0.2**	-0.4	1.2	**-0.4**	**-0.4**	**0.6**	**-0.1**	-0.7	0.6	0.7	0.7
Disoccupazione (%)	**3.6**	4.1	4.4	**3.7**	**3.8**	**4.0**	**4.2**	4.3	4.4	4.5	4.3

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

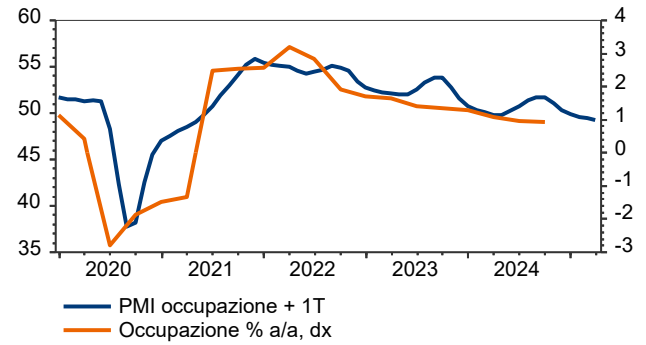
Area euro

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	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA 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**	**126.1**	**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	**126.6**	**123.1**	**119.8**	**126.3**	**2.2**	**2.7**	**2.7**	**2.3**
dic-24	127.2	123.7	119.3	126.6	2.5	2.9	1.9	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	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.3	122.5	118.7	125.7	2.1	2.5	2.3	2.1
feb-25	126.7	122.9	119.5	126.1	1.9	2.3	2.3	1.8
mar-25	127.5	123.9	120.2	126.9	1.7	2.1	1.8	1.7
apr-25	128.5	125.2	121.4	128.0	2.0	2.5	2.1	1.9
mag-25	128.8	125.5	122.3	128.3	2.0	2.4	2.3	1.9
giu-25	128.9	125.6	122.1	128.4	1.8	2.2	1.8	1.9
lug-25	128.7	125.4	121.9	128.2	1.7	2.0	1.9	1.7
ago-25	128.7	125.4	121.8	128.2	1.6	1.7	1.5	1.6
set-25	129.0	125.7	122.1	128.5	1.9	2.0	1.6	2.0
ott-25	129.3	125.9	122.2	128.9	1.8	1.9	1.4	1.8
nov-25	129.0	125.6	121.6	128.5	1.9	2.0	1.5	1.8
dic-25	129.5	126.2	121.9	128.8	1.9	2.0	2.1	1.8
Media	**128.4**	**125.0**	**121.3**	**127.9**	**1.9**	**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.

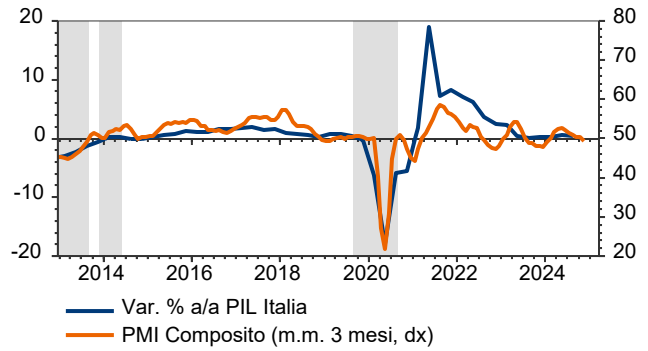
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024	2025					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	**0.5**	0.7	0.9	**0.1**	**0.4**	**0.5**	**0.9**	1.0	0.9	1.0	0.8
- t/t				**0.0**	**0.3**	**0.2**	**0.4**	0.1	0.2	0.2	0.2
Consumi privati	**0.7**	0.9	1.1	**0.0**	**0.3**	**0.0**	**0.7**	0.1	0.2	0.3	0.3
Investimenti fissi	**1.8**	-2.0	0.6	**1.4**	**-2.3**	**-2.4**	**2.0**	0.4	-0.5	0.4	0.0
Consumi pubblici	**1.6**	2.3	1.0	**0.7**	**0.1**	**1.2**	**0.5**	0.2	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	**-0.5**	1.0	1.4	**0.3**	**1.1**	**1.5**	**-1.5**	0.4	0.8	0.3	0.5
Importazioni	**-1.2**	0.1	2.0	**0.2**	**-0.3**	**1.1**	**0.2**	0.5	0.4	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.9**	-0.3	0.2	**-0.5**	**0.0**	**0.1**	**0.4**	-0.1	0.0	0.1	0.1
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	1.9	**2.7**	**2.6**	**2.5**	**2.2**	2.3	1.9	1.9	1.7
Produzione industriale (a/a)	**-1.7**	-3.0	-0.3	**-3.6**	**-4.6**	**-3.8**	**-1.7**	-2.0	-1.4	-1.0	0.0
Disoccupazione (%)	**6.6**	6.4	6.5	**6.5**	**6.5**	**6.4**	**6.3**	6.3	6.4	6.4	6.5
Euribor 3 mesi	**3.43**	3.58	2.14	**3.96**	**3.92**	**3.81**	**3.56**	3.02	2.49	2.11	1.97

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

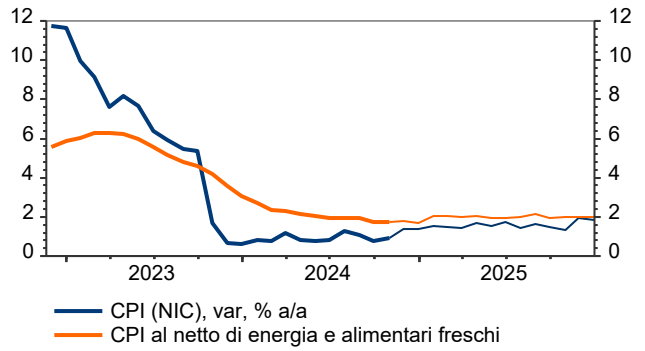
Italia

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	**123.3**	**121.1**	**120.0**	**120.1**	**1.5**	**1.3**	**1.2**	**1.2**
dic-24	123.8	121.6	120.6	120.7	1.7	1.6	1.5	1.5
Media	**122.3**	**120.8**	**119.7**	**119.8**	**1.1**	**1.0**	**1.0**	**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	122.5	122.0	121.4	121.5	1.7	1.6	1.8	1.8
feb-25	122.6	122.2	121.6	121.6	1.8	1.6	1.9	1.9
mar-25	124.1	122.3	121.2	121.7	1.9	1.7	1.6	1.9
apr-25	125.1	122.7	121.6	122.0	2.2	2.0	1.9	2.3
mag-25	125.2	122.9	121.6	122.0	2.0	1.9	1.8	2.1
giu-25	125.5	123.1	121.8	122.2	2.1	2.0	1.9	2.3
lug-25	124.0	123.2	121.9	121.8	1.8	1.6	1.6	1.5
ago-25	124.0	123.6	122.3	122.2	1.9	1.8	1.8	1.7
set-25	125.2	123.2	122.0	121.9	1.8	1.7	1.7	1.6
ott-25	125.4	123.0	121.8	121.7	1.6	1.5	1.5	1.3
nov-25	125.3	122.9	121.8	121.7	1.7	1.5	1.5	1.3
dic-25	126.6	124.2	123.1	123.0	2.3	2.1	2.1	1.9
Media	**124.6**	**122.9**	**121.8**	**121.9**	**1.9**	**1.8**	**1.8**	**1.8**

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024	2025				
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	**0.8**	0.5	1.0	**0.3**	**0.3**	**0.7**	**0.4**	0.6	0.6	0.8	1.3
- t/t				**0.0**	**0.3**	**0.2**	**0.0**	0.1	0.3	0.3	0.4
Consumi privati	**1.0**	0.7	1.8	**-1.7**	**0.2**	**0.6**	**1.4**	0.3	0.3	0.3	0.3
Investimenti fissi	**8.7**	0.1	0.2	**1.5**	**-0.9**	**-0.5**	**-1.2**	0.2	0.2	0.4	0.4
Consumi pubblici	**1.9**	0.5	0.5	**0.3**	**-0.6**	**0.9**	**-0.2**	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	**1.1**	-0.3	0.6	**1.3**	**-0.2**	**-1.2**	**-0.9**	-0.4	0.8	0.6	0.6
Importazioni	**0.0**	-2.0	1.7	**-1.1**	**-1.0**	**0.3**	**1.2**	0.8	-0.4	0.5	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-2.3**	-0.5	0.1	**-0.2**	**0.3**	**0.2**	**0.1**	0.2	-0.3	0.0	0.1
Partite correnti (% PIL)	**-0.1**	1.3	1.1								
Deficit pubblico (% PIL)	**-7.2**	-3.8	-3.3								
Debito pubblico (% PIL)	**134.8**	135.6	136.9								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	**5.9**	1.1	1.9	**1.0**	**1.0**	**0.9**	**1.2**	1.4	1.8	2.1	1.8
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
Disoccupazione (ILO, %)	**7.7**	6.4	6.2	**7.5**	**7.1**	**6.7**	**6.1**	5.8	6.0	6.2	6.3
Tasso a 10 anni (%)	**4.15**	3.66	3.72	**4.19**	**3.74**	**3.86**	**3.61**	3.45	3.57	3.67	3.77

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

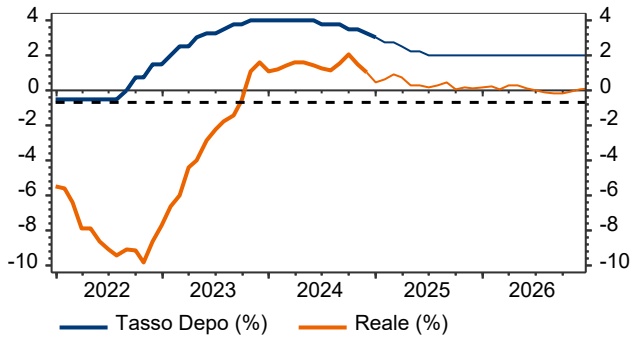
	mar	giu	set	19/12	dic	mar	giu	set
Deposit rate	4.00	3.75	3.50	**3.00**	3.00	2.50	2.00	2.00
Euribor 1m	3.86	3.63	3.35	**2.80**	2.95	2.41	2.01	1.97
Euribor 3m	3.89	3.71	3.28	**2.77**	2.89	2.33	2.01	1.97

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

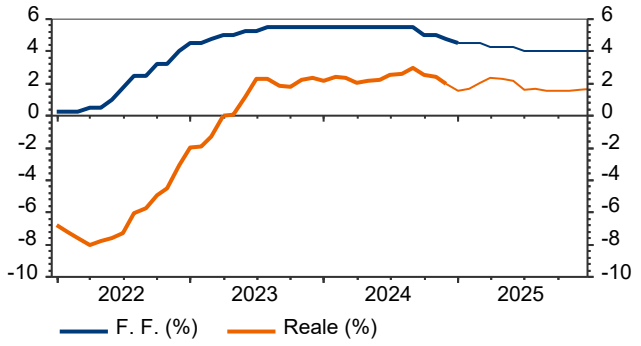
Stati Uniti

	mar	giu	set	19/12	dic	mar	giu	set
Fed Funds	5.50	5.50	5.00	**4.50**	4.50	4.25	4.00	4.00
OIS 3m	5.32	5.32	4.59	**4.33**	4.38	4.16	4.00	4.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

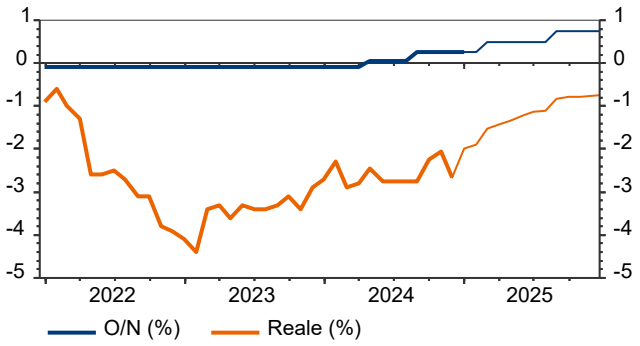
	mar	giu	set	19/12	dic	mar	giu	set
O/N target	0.05	0.05	0.25	**0.25**	0.25	0.50	0.50	0.75
OIS 3m	0.08	0.12	0.25	**0.33**	0.47	0.55	0.65	0.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

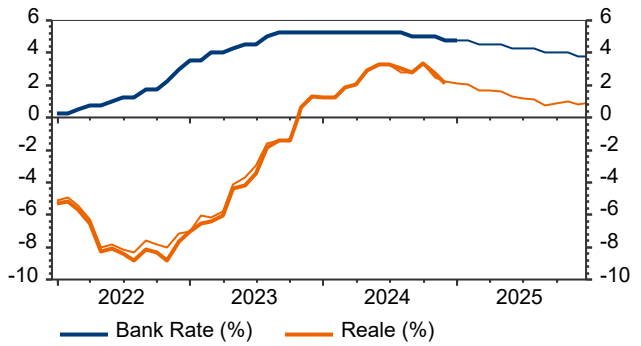
Regno Unito

	mar	giu	set	19/12	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	**4.64**	4.55	4.35	4.15	3.85

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	20/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.06	1.09	1.07	1.12	1.06	**1.0395**	1.03	1.02	1.04	1.05	1.07
USD/JPY	131	144	159	144	156	**156.70**	158	160	153	147	140
GBP/USD	1.21	1.27	1.27	1.33	1.27	**1.2510**	1.26	1.25	1.28	1.31	1.33
EUR/CHF	0.99	0.95	0.95	0.95	0.93	**0.9287**	0.93	0.92	0.94	0.95	0.98
EUR/JPY	141	157	170	161	164	**162.91**	163	164	159	154	150
EUR/GBP	0.88	0.87	0.85	0.84	0.83	**0.8310**	0.82	0.81	0.81	0.80	0.80

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.intesasanpaolo.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 separatezza 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com