

INTESA  SANPAOLO

Le prospettive dell'economia

Paolo Guida
Research Department

Napoli, 24 maggio 2024

Il quadro macroeconomico in sintesi

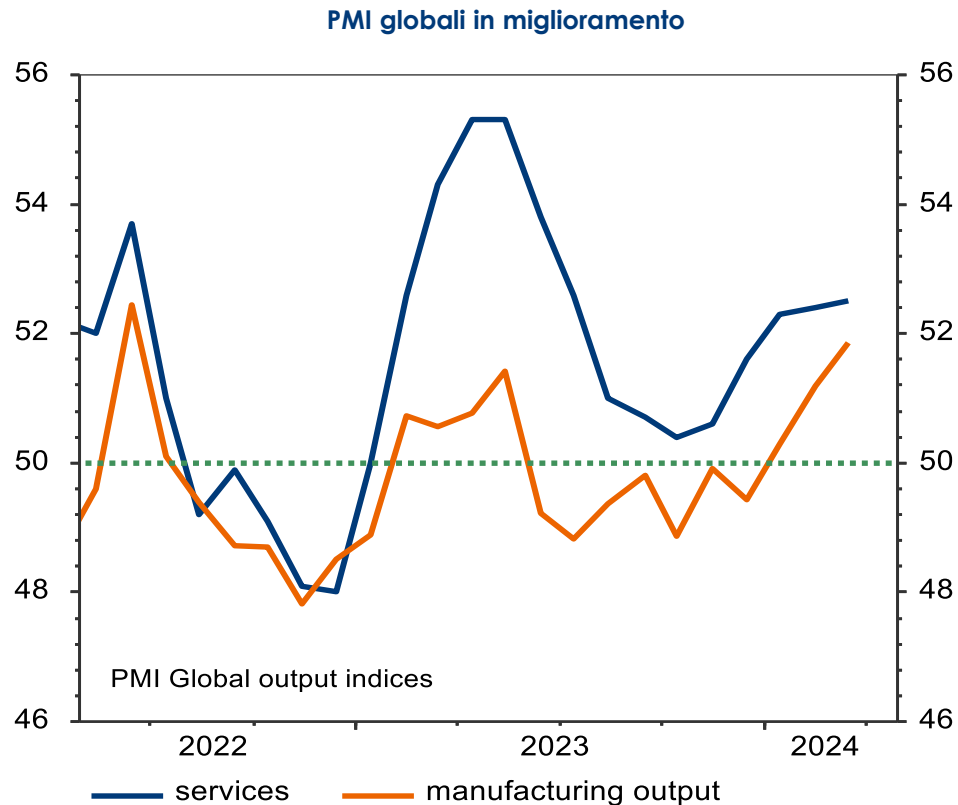
- **Crescita economica:** miglioramento nel secondo semestre e tassi di crescita più elevati nel 2025. Stati Uniti ancora dinamici, area euro in graduale recupero. Flussi commerciali internazionali deboli, ma in ripresa.
- **Inflazione:** andamento altalenante ma ancora in leggera diminuzione intorno alla soglia del 2% entro il 2025. Inflazione core più resistente al calo negli Stati Uniti.
- **Tassi d'interesse:** la BCE dovrebbe avviare a giugno una fase di allentamento della politica monetaria. Probabile un rinvio a settembre dell'inizio del ciclo di ribassi dei tassi negli Stati Uniti.

Le proiezioni di crescita nello scenario base

Variazione media annua del PIL					
	2022	2023	2024p	2025p	2026p
Stati Uniti	1,9	2,5	2,3	1,8	2,1
Area Euro	3,5	0,5	0,6	1,3	1,4
Germania	1,9	0,0	0,2	1,1	1,4
Francia	2,5	0,9	0,9	1,4	1,4
Italia	4,1	1,0	0,7	1,2	1,0
Spagna	5,8	2,5	2,1	1,8	1,7
OPEC	5,6	2,1	3,1	3,4	2,8
Europa orientale	-4,4	3,8	2,1	2,0	1,8
Russia	-2,1	3,6	1,9	1,7	1,5
Turchia	5,7	4,5	2,4	1,8	1,7
America Latina	4,1	2,3	1,4	2,6	2,7
Brasile	3,1	2,9	1,6	2,0	2,1
Giappone	0,9	1,9	0,4	1,3	1,1
Cina	3,0	5,2	4,7	4,9	4,6
India	6,5	7,7	6,1	6,8	6,6
Mondo	3,3	3,2	2,9	3,4	3,4

Nota: aggregato PPA in dollari costanti per OPEC, America Latina, Mondo. Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo - Research Department

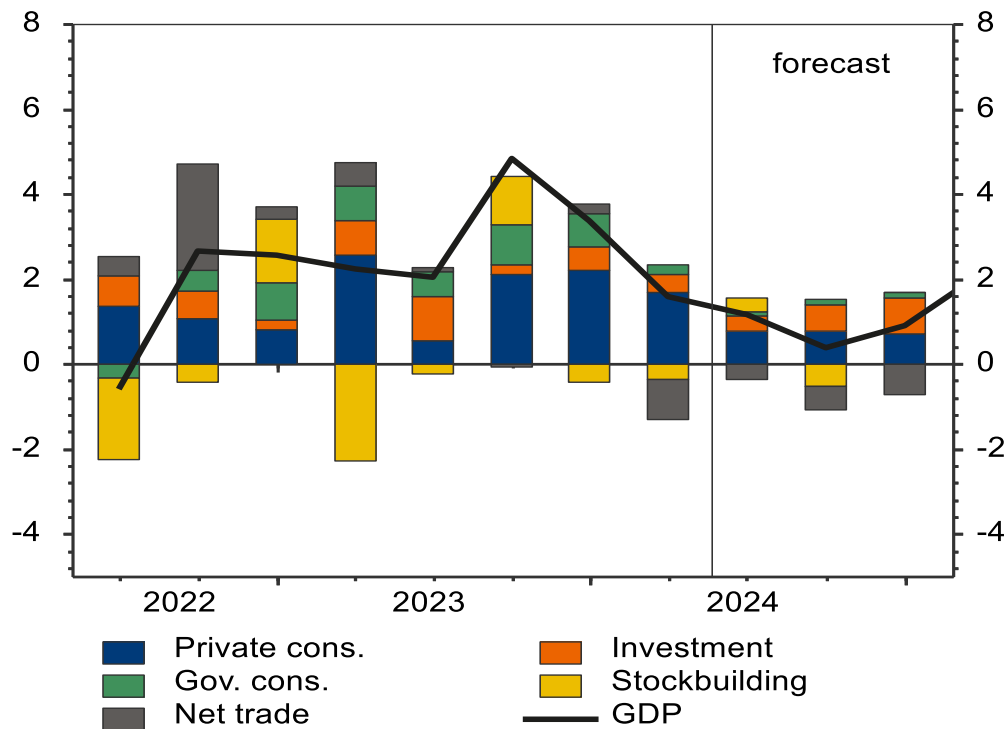
Primi segnali di ripresa dell'attività economica globale



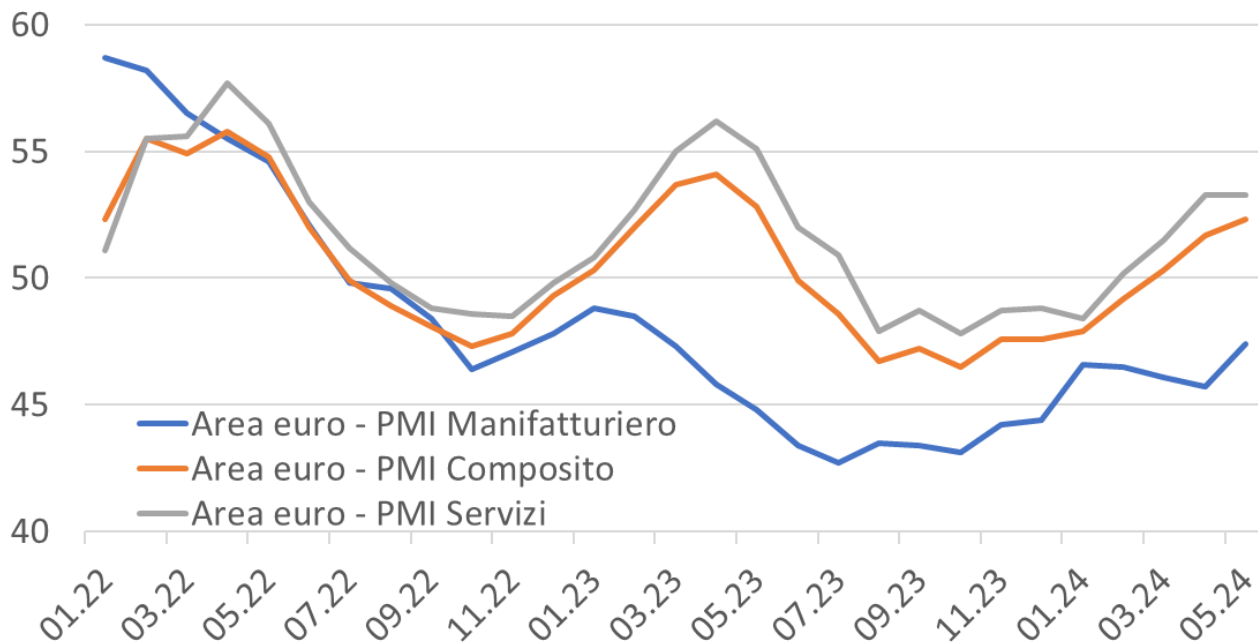
Fonte: S&P Global

USA: «soft landing»

È in corso un moderato rallentamento della crescita legato all'effetto dei tassi sulla domanda interna...



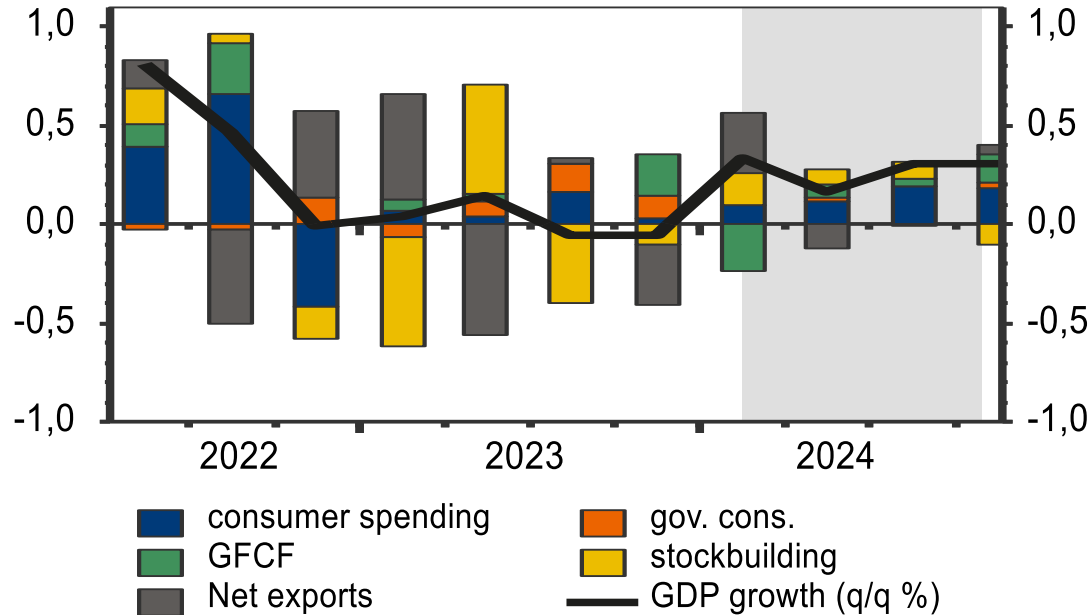
Eurozona: fiducia in recupero soprattutto nei servizi



Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Eurozona: la ripresa potrebbe essere avviata

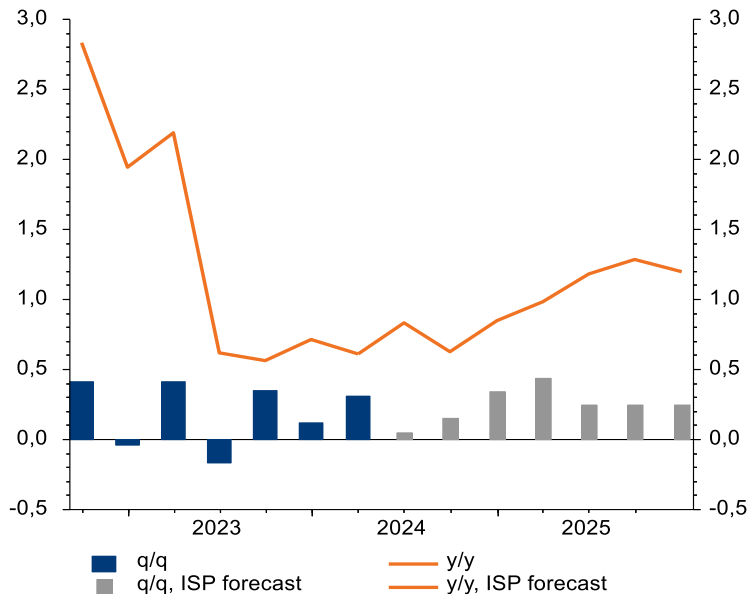
Crescita del PIL superiore alle attese a inizio 2024, grazie soprattutto al commercio estero



Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

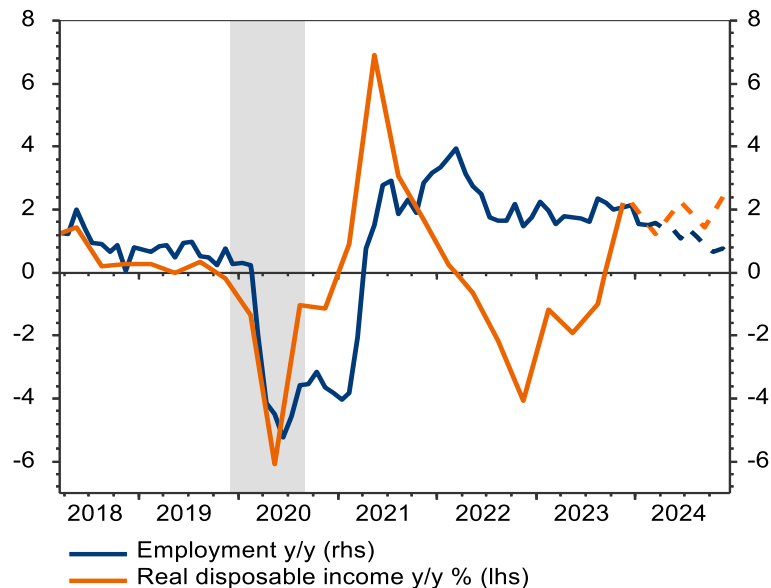
Italia: un inizio d'anno migliore del previsto

IL PIL è cresciuto più del previsto nel 1° trimestre (0,3% t/t), e la ripresa del PIL a/a dovrebbe continuare nei trimestri successivi...



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

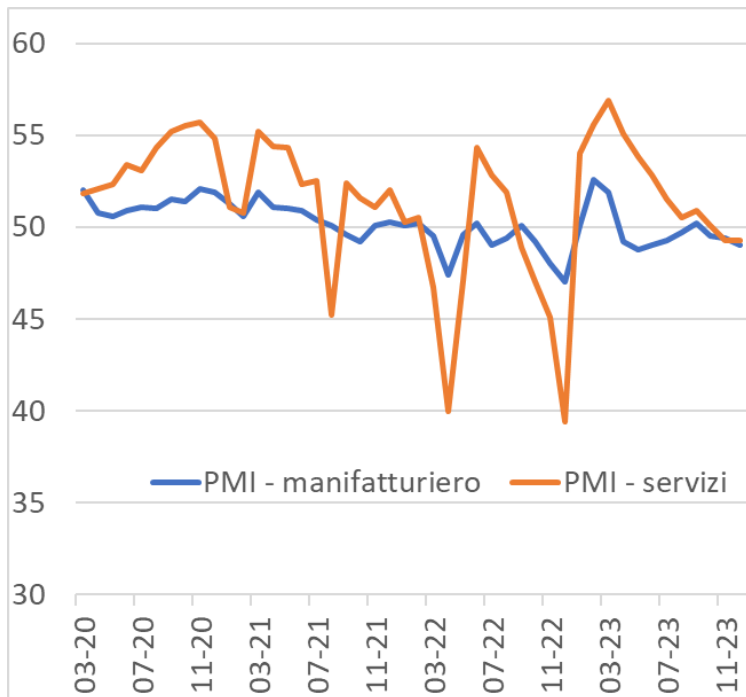
...trainata dal recupero di potere d'acquisto e dalla tenuta del mercato del lavoro



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

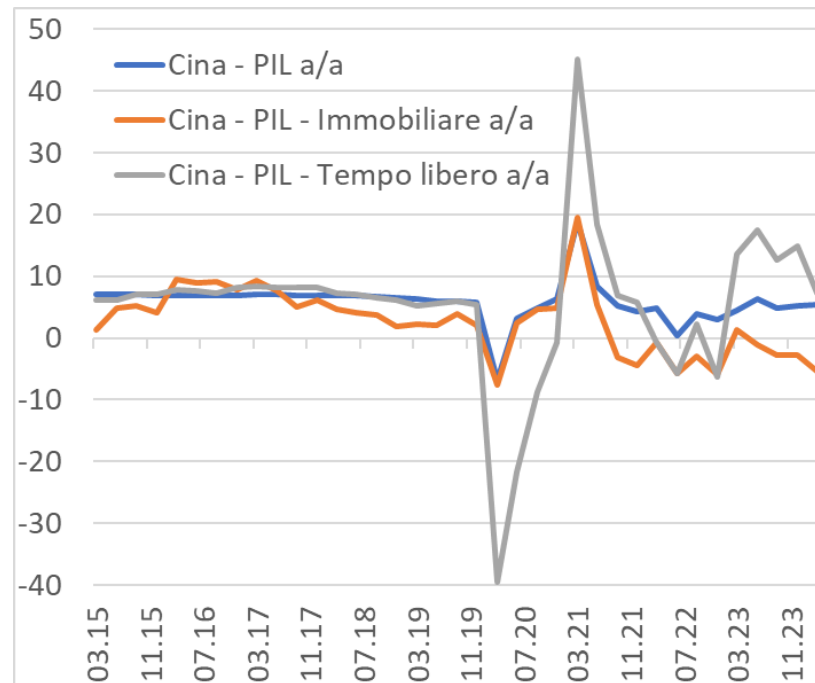
La Cina fatica a ripartire, ma proseguirà lo stimolo

PMI ancora deboli



Fonte: Bloomberg

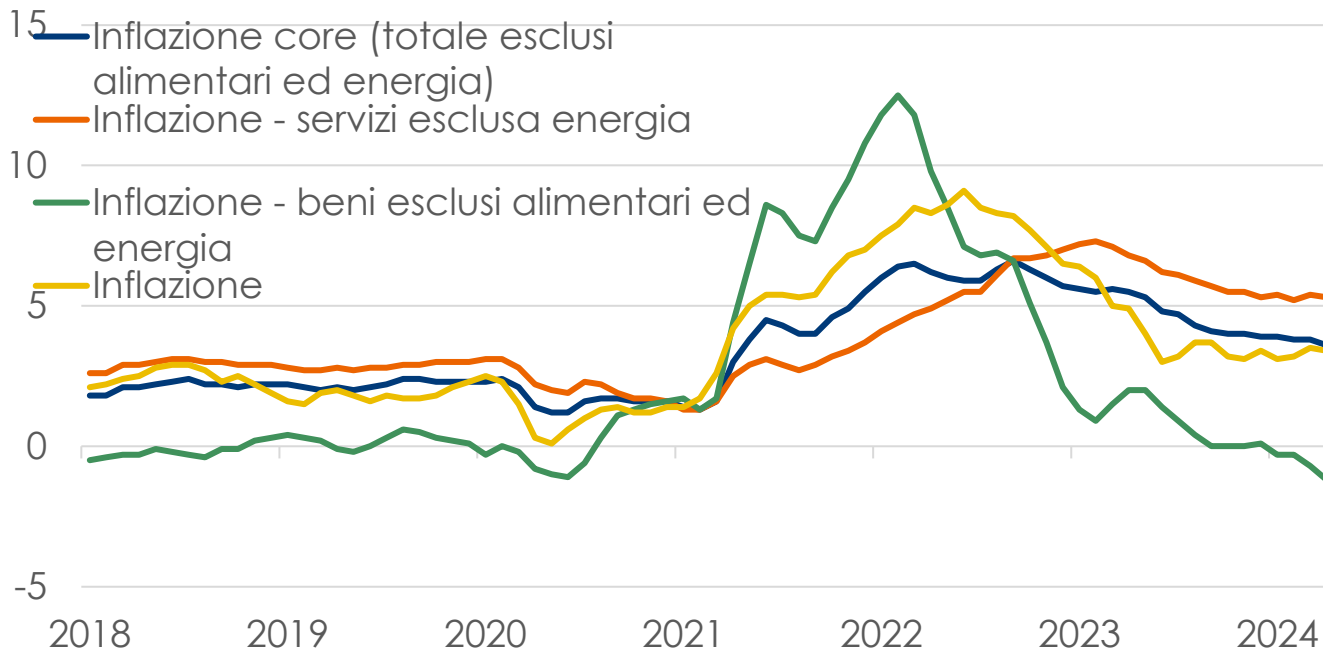
PIL frenato da immobiliare e servizi



Fonte: Bloomberg

Inflazione: in lento calo la core negli Stati Uniti

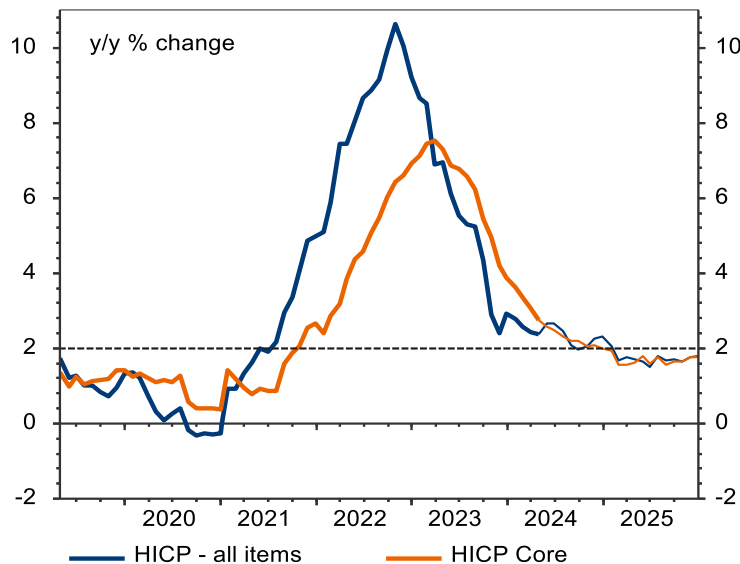
I prezzi dei beni core sono in calo su base annua ma le pressioni sui servizi restano sostenute



Fonte: Bloomberg

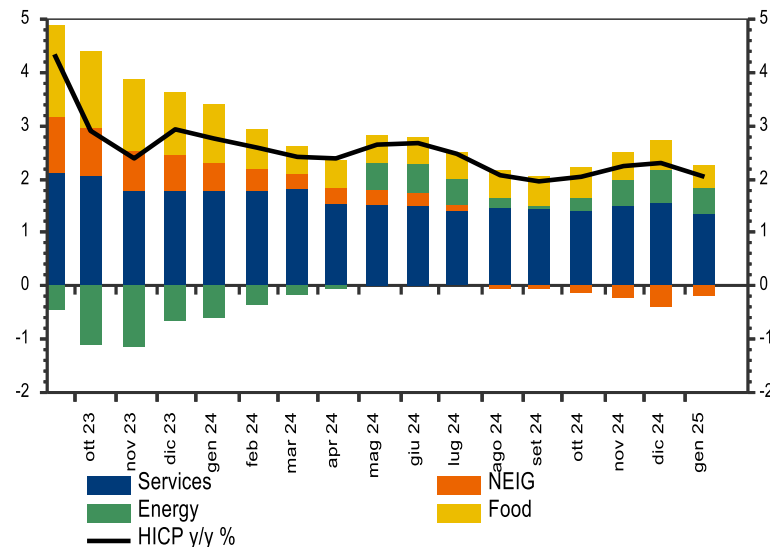
Eurozona: inflazione, il ritorno al 2% è più vicino

Inflazione sotto il 2% nel 2025



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

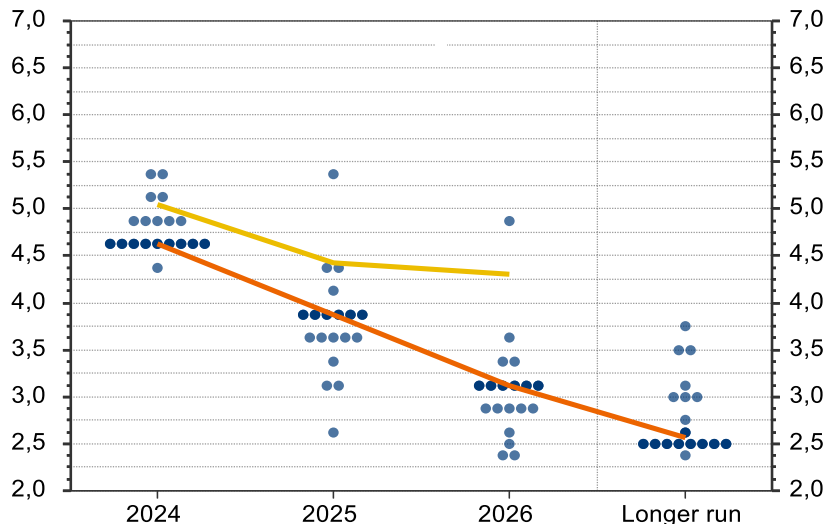
I servizi sono il principale motore della crescita dei prezzi (ma hanno iniziato a rallentare ad aprile)



Nota: contributi all'inflazione. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

Fed: si riducono i tagli attesi per quest'anno

Grafico dot plot alla riunione di marzo



- FOMC participants' fed funds target, March 2024
- Median, March 2024
- Fed Funds Futures 29/04/2024

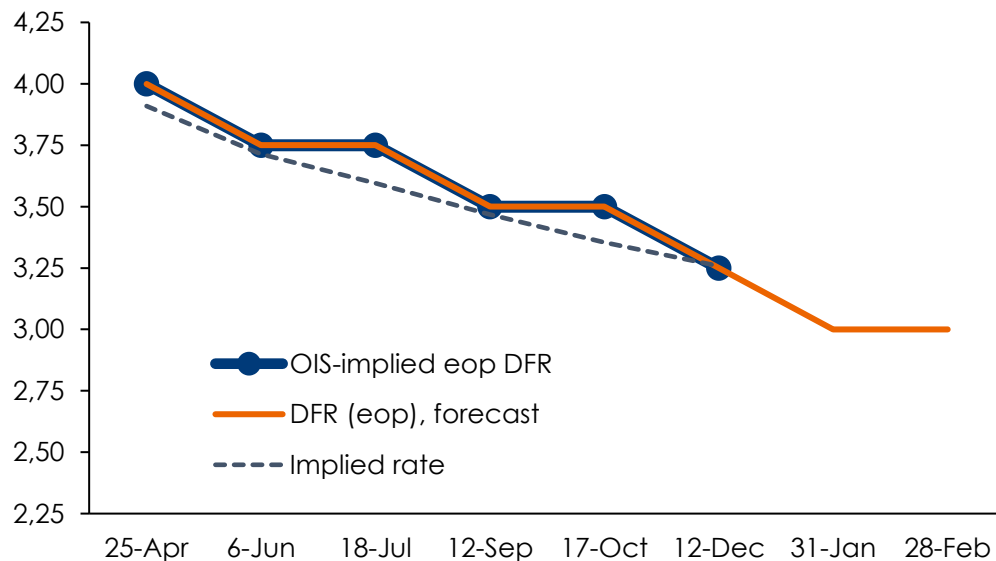
Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

- **A marzo e a maggio la Fed ha mantenuto tassi invariati a 5,25%-5,50%, con una **revisione al rialzo delle stime su crescita e inflazione, nonché della mediana sulle proiezioni sui tassi per fine 2025.****
- **L'evoluzione recente dei dati ci induce a ridurre le nostre attese (già più basse del mercato) sui tagli Fed: **è possibile che i tagli quest'anno siano due, con inizio a settembre.****

BCE: primo taglio atteso il 6 giugno

Il ciclo di taglio dei tassi ufficiali inizierà a giugno, favorito da un calo dell'**inflazione** superiore alle attese, dalla relativa **moderazione salariale** e dalla bassa **crescita**.

Attese di taglio sui mercati a 75pb entro fine 2024



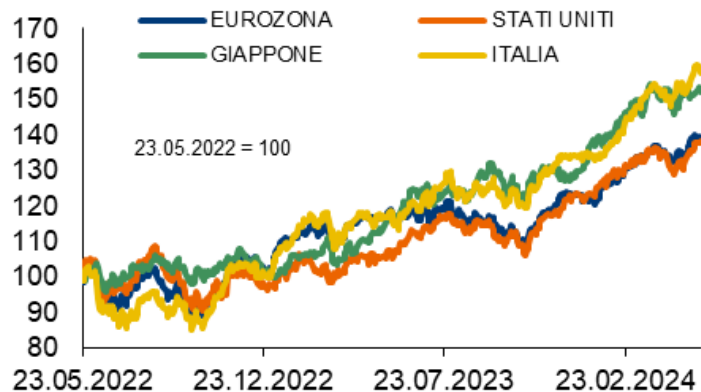
Nota: il DFR implicito è stimato ipotizzando uno spread ESTR invariato, arrotondando ai 25 pb più vicini. Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG; Intesa Sanpaolo, LSEG

Rischi e opportunità per economia e mercati

- **Geopolitica:** i conflitti in Ucraina e a Gaza restano i principali fattori di rischio. Lo scenario assume l'assenza di escalation e i segnali finora vanno in tal senso.
- **Elezioni:** scarso impatto da quelle europee, maggiori effetti potenziali da quelle americane in caso di vittoria di Trump (freno al commercio e relazioni con l'Europa).
- **Energia:** assumiamo un contenimento del prezzo del petrolio e del gas nei mercati internazionali, con effetti benevoli per crescita e inflazione. La transizione resta un fattore potenzialmente inflazionistico.
- **Innovazione e produttività:** transizione energetica, digitalizzazione, robotica e intelligenza artificiale sono i driver dell'innovazione, con probabili effetti favorevoli per la produttività, soprattutto negli Stati Uniti.

Mercati azionari: volatilità di breve, ma prospettive ancora favorevoli

Le prospettive di medio termine rimangono favorevoli su tutti i mercati



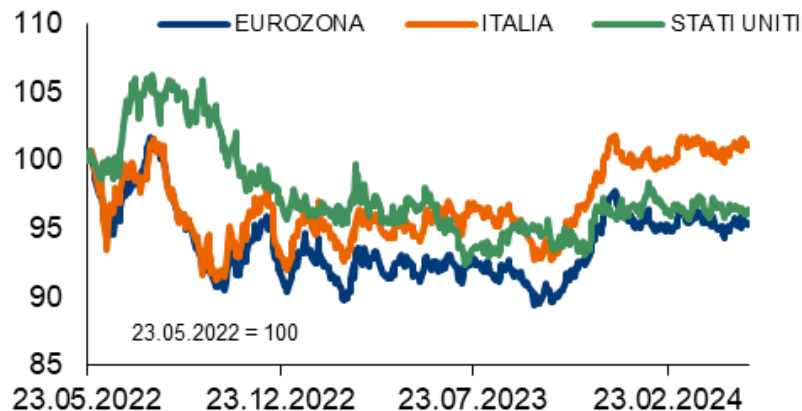
Nota: indici total return base 100.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

- **Prospettive di medio termine favorevoli per i mercati azionari**, nonostante possibili correzioni di breve.
- Le valutazioni risultano in linea con le medie storiche, quindi non eccessive.
- Nonostante la probabile volatilità di breve termine, lo **scenario resta favorevole** grazie a stime di utili in crescita per quest'anno e per il prossimo, nell'ipotesi credibile di prosecuzione del ciclo economico espansivo.

Mercati obbligazionari governativi sostenuti dal taglio dei tassi

L'avvio del taglio dei tassi sosterrà il recupero iniziato a fine 2023



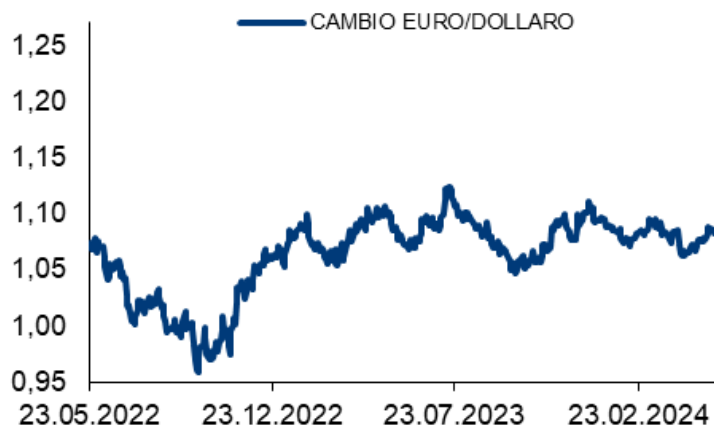
Nota: indici total return base 100. Obbligazioni Governative Stati Uniti espresse in euro.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

- **Agli attuali livelli dei tassi, i titoli obbligazionari governativi appaiono interessanti**, soprattutto sulle scadenze brevi e medie che offrono cedole superiori all'inflazione e possono beneficiare del probabile ammorbidimento delle politiche monetarie nella seconda metà dell'anno.
- **Favorevole anche il contesto italiano**, alla luce della stabilizzazione dei tassi europei e di uno spread interessante, fornendo una remunerazione addizionale.

Dollaro forte nel breve periodo

Le tensioni geopolitiche e la forza dell'economia USA sostengono il dollaro nel breve



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

- Il cambio euro/dollaro rimane sottoposto a due tendenze che si compensano.
- Da un lato, gli USA mostrano un tasso di crescita superiore alle altre economie sviluppate, elemento di sostegno al biglietto verde. D'altro lato, la prosecuzione della crescita economica mondiale tende a favorire le valute diverse dal dollaro, e **potrebbe alimentare un recupero dell'euro soprattutto nella seconda metà dell'anno.**
- Nel breve, il dollaro è favorito anche dall'instabilità geopolitica.

Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

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, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono 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 le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed Operazioni personali di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Industry & Banking Research, Via Romagnoli, 5 - 20121 Milano - Italia.

A cura di:

Paolo Guida, Responsabile Retail Research, Research Department, Intesa Sanpaolo