

# Lo scenario macroeconomico e finanziario

**Gregorio De Felice**  
*Chief Economist – Intesa Sanpaolo*

**Milano, 27 maggio 2024**

# Agenda

**1 Ripresa dell'economia globale nel 2025**

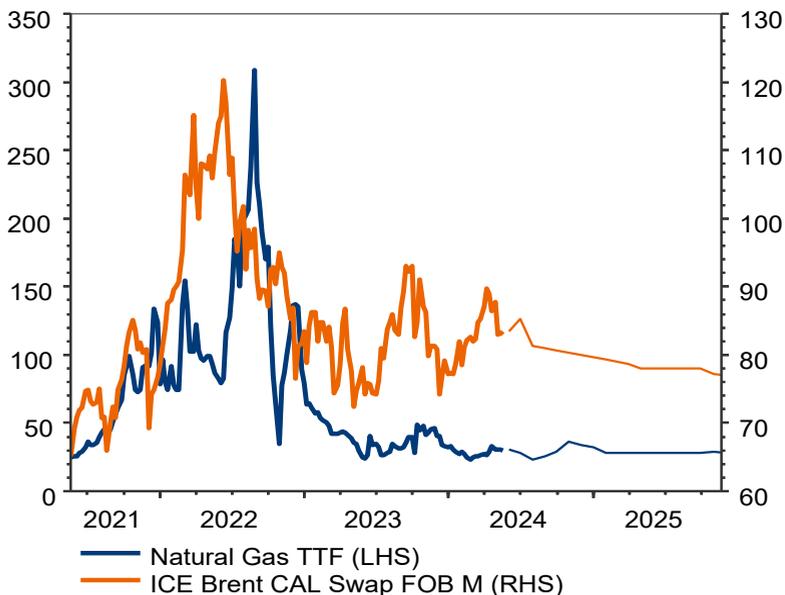
**2 L'economia italiana ha cambiato marcia**

# Le prospettive macroeconomiche globali in breve

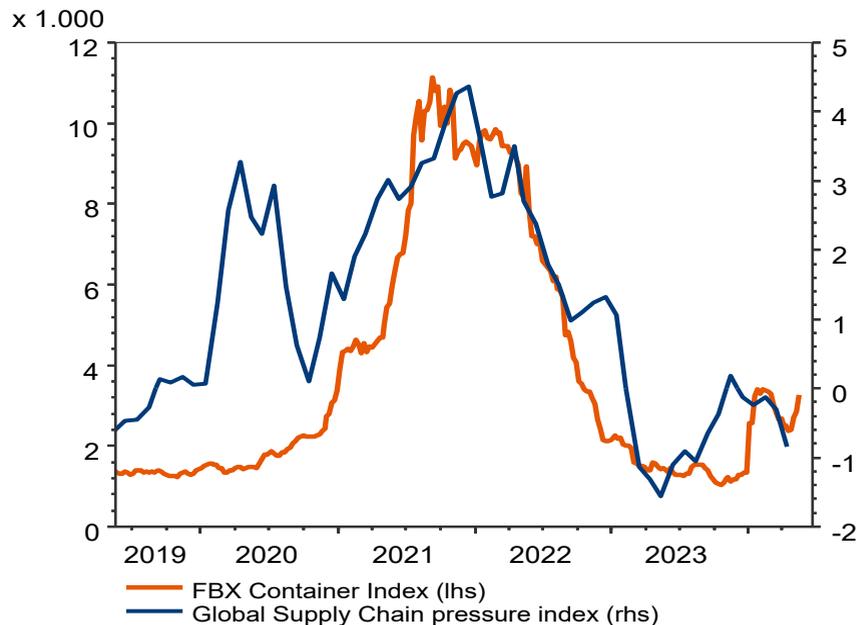
- **Prospettive 2024 PIL globale:** crescita in lieve rallentamento negli Stati Uniti. Miglioramento congiunturale nel secondo semestre nell'eurozona. **Tassi di crescita più elevati nel 2025.**
- **Flussi commerciali internazionali deboli**, ma in ripresa.
- **Inflazione:** in leggera diminuzione (ma ancora con volatilità in corso d'anno), intorno alla soglia del 2% entro il 2025; l'**inflazione core**, attualmente ancora superiore agli obiettivi delle banche centrali, diminuirà gradualmente.
- **La BCE avvierà 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. Giappone in controtendenza: si attende un modesto rialzo dei tassi ufficiali tra 2024 e 2026.

# I riflessi delle crisi geopolitiche su commodities e costi di trasporto sono ancora limitati

Prezzi di petrolio e gas sotto controllo, ma restano alti rischi di volatilità e rialzi dei prezzi



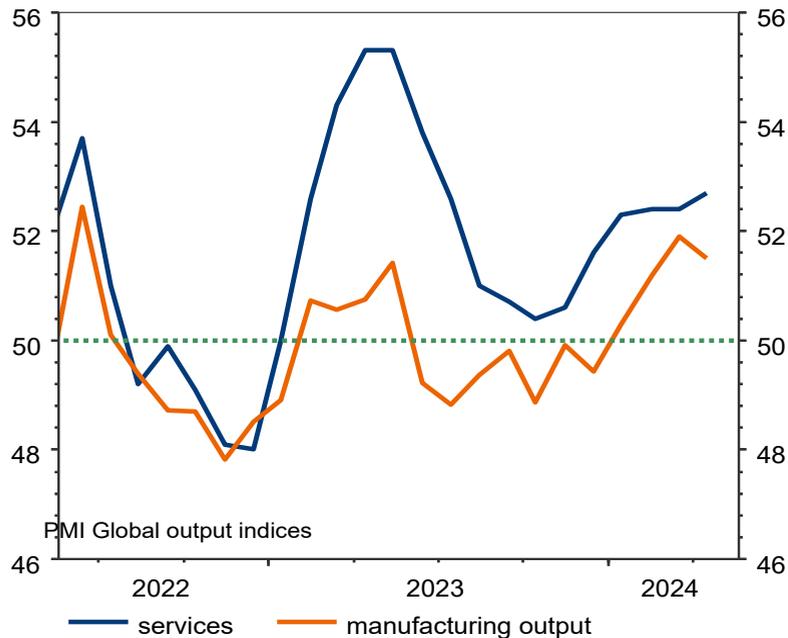
Le tensioni nelle linee di fornitura sono state modeste



Fonte: Intesa Sanpaolo, dati LSEG, FBX, S&P Global e NY Fed

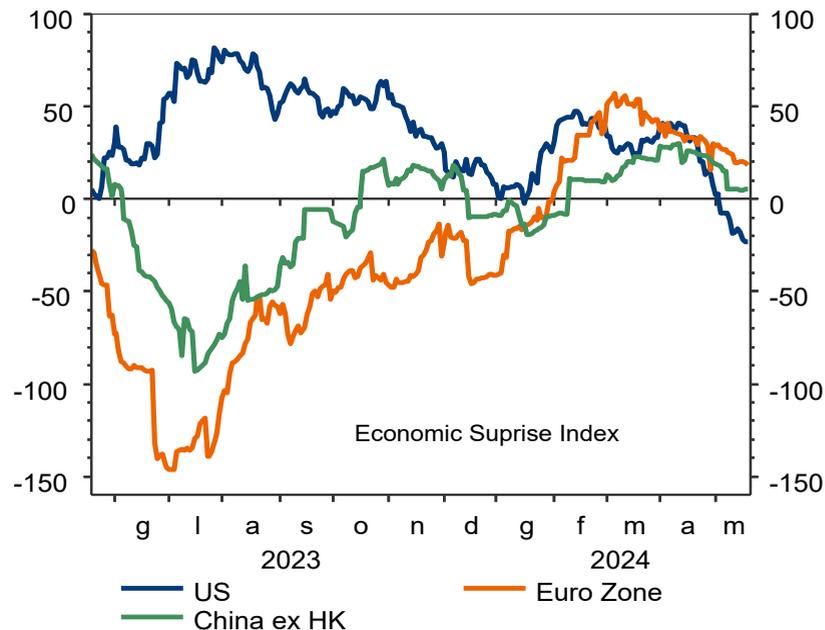
# Ripresa dell'attività economica globale avviata

## PMI globali in miglioramento



Fonte: S&P Global

## I dati superano le attese in Europa, ma ora deludono negli Stati Uniti



Fonte: LSEG Datastream

# Previsioni di crescita del PIL al 2026

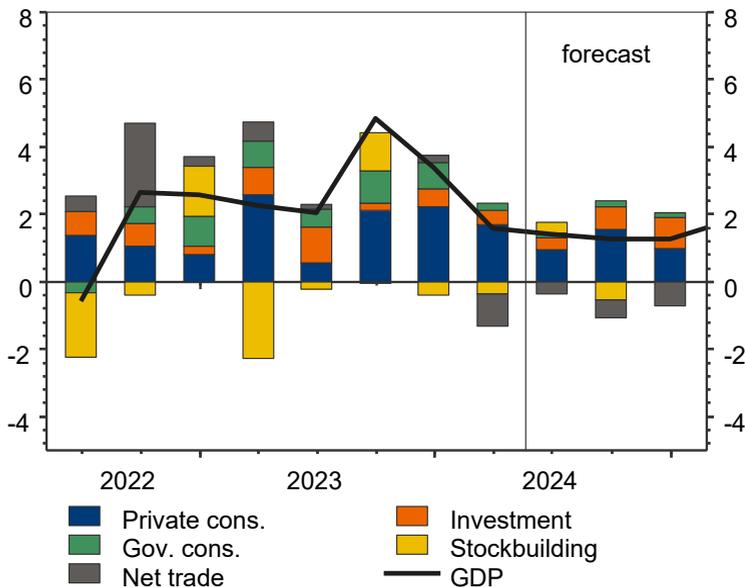
## Crescita annua del PIL (prezzi costanti)

	2022	2023	2024f	2025f	2026f
<b>Stati Uniti</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>
<b>Euro Area</b>	<b>3.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>
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
<b>OPEC</b>	<b>5.6</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>
<b>Europa Orientale</b>	<b>-4.4</b>	<b>3.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
Russia	-2.1	3.6	1.9	1.7	1.5
<b>Turchia</b>	<b>5.7</b>	<b>4.5</b>	<b>2.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>
<b>America Latina</b>	<b>4.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>
Brasile	3.1	2.9	1.6	2.0	2.1
<b>Giappone</b>	<b>0.9</b>	<b>1.9</b>	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>
<b>Cina</b>	<b>3.0</b>	<b>5.2</b>	<b>4.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.6</b>
<b>India</b>	<b>6.5</b>	<b>7.7</b>	<b>6.1</b>	<b>6.8</b>	<b>6.6</b>
<b>Mondo</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>

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

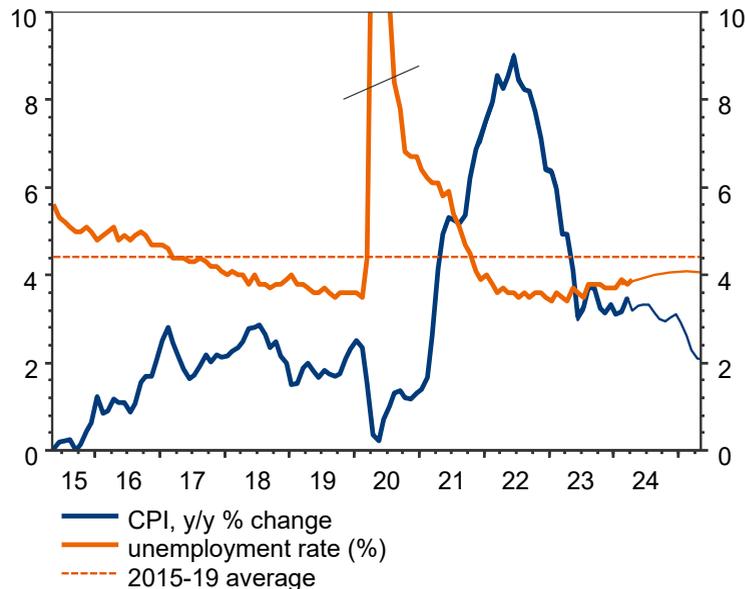
# USA: «soft landing», con aumento contenuto della disoccupazione

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



Fonte: BEA e proiezioni di Intesa Sanpaolo

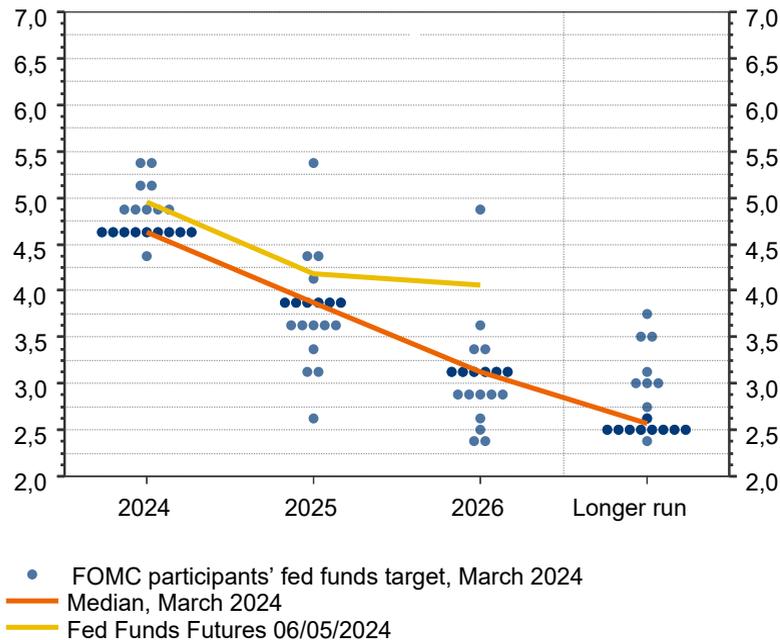
...con un aumento solo lieve del tasso di disoccupazione



Fonte: BLS e proiezioni di Intesa Sanpaolo

# FOMC: si riducono i tagli attesi per quest'anno

Grafico dot plot alla riunione di marzo

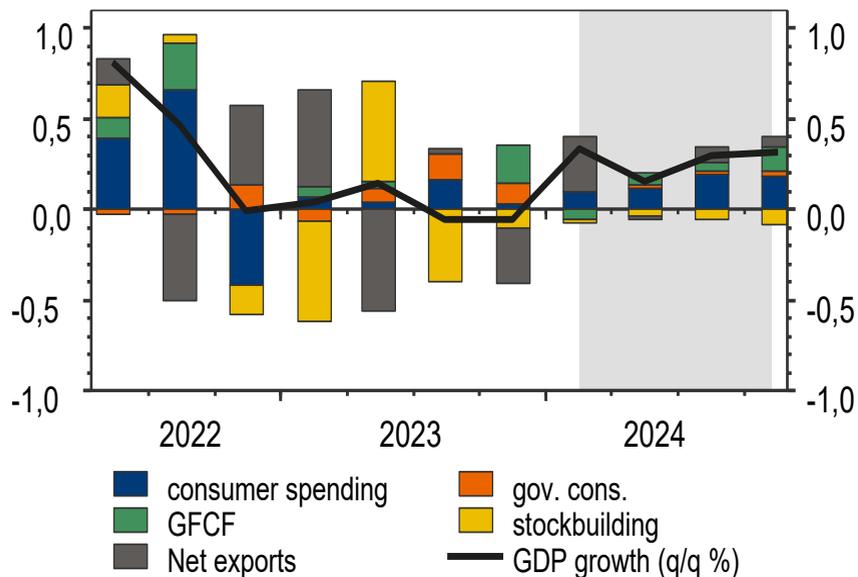


Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

- L'evoluzione recente dei dati sul mercato del lavoro e soprattutto sull'inflazione ci induce a ridurre le nostre attese (già più basse del mercato) sui tagli Fed.
- **E' probabile che i tagli quest'anno siano uno/due (contro i tre impliciti nel dot plot di marzo), con inizio tra settembre e dicembre.**

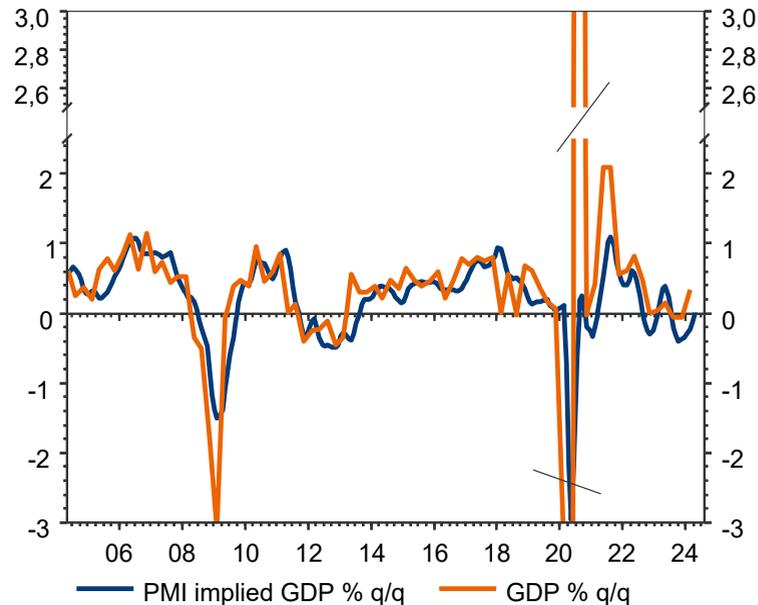
# Eurozona: la ripresa sarà graduale

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



Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

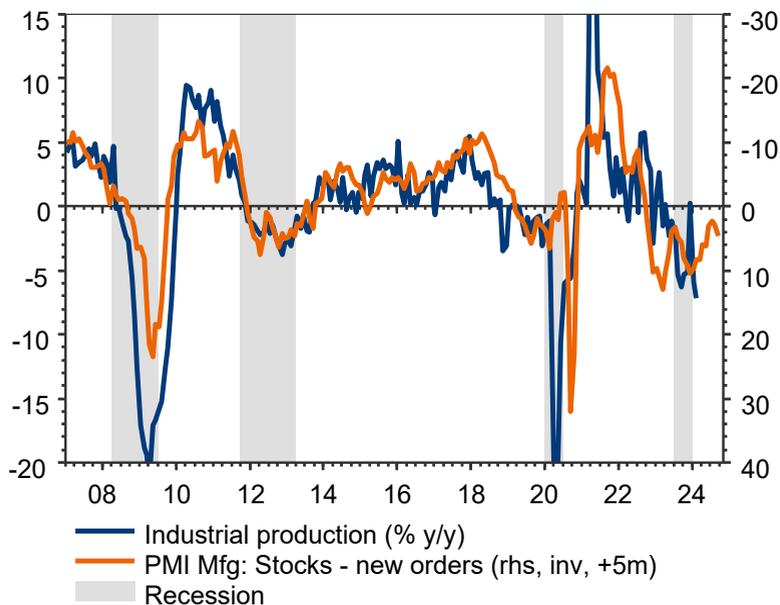
Le indagini evidenziano i primi segnali di ripresa del ciclo



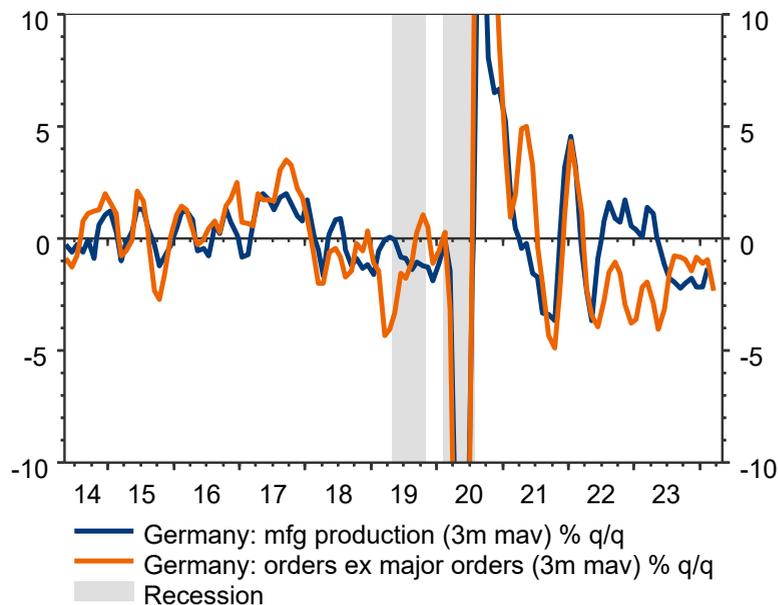
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

# Manifattura ancora in recessione

La ripartenza del ciclo delle scorte potrebbe offrire qualche supporto ma non prima della seconda metà dell'anno



La Germania rimane l'economia maggiormente sotto pressione, ma potrebbe aver superato il punto di minimo

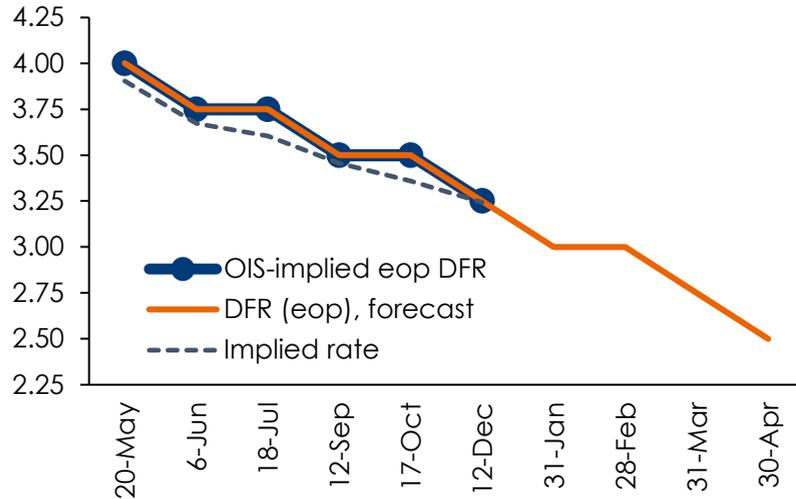


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

# BCE: pressoché certo un taglio di 25pb il 6 giugno

Nel Consiglio Direttivo c'è il consenso per attuare un primo taglio dei tassi ufficiali a giugno. Il consiglio è diviso sulla velocità di allentamento più opportuna: la BCE manterrà un approccio basato sui dati e riunione per riunione.

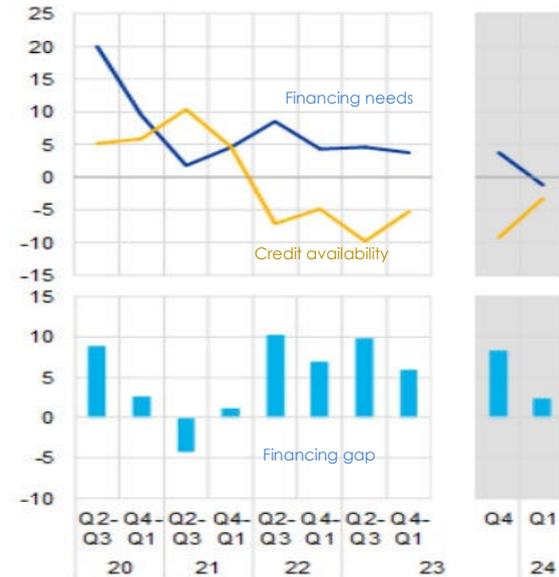
## Netto ridimensionamento delle attese di taglio sui mercati, ora a 75pb entro fine 2024



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

Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG: Intesa Sanpaolo, LSEG

## Per ora, la restrizione continua a trasmettersi alle condizioni finanziarie delle imprese



Fonte: BCE, Survey on the Access to Finance of the Enterprises

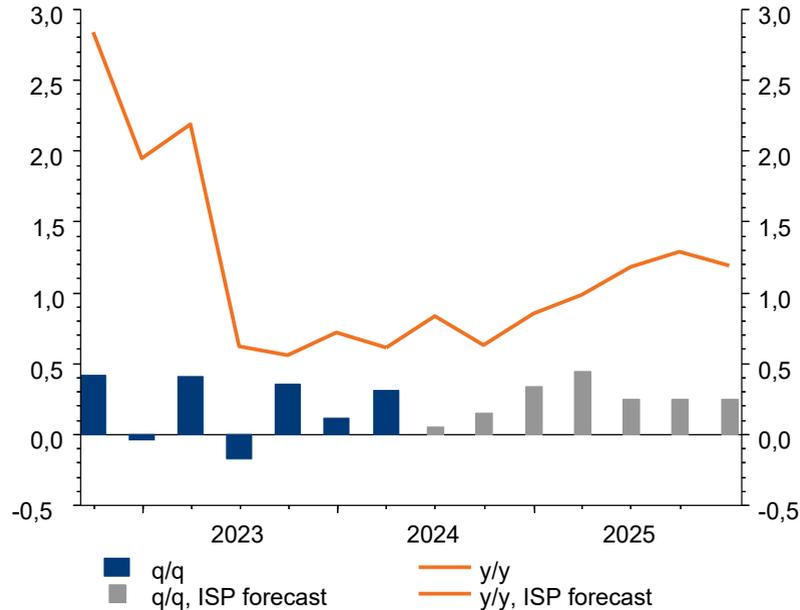
# Agenda

**1** Ripresa dell'economia globale nel 2025

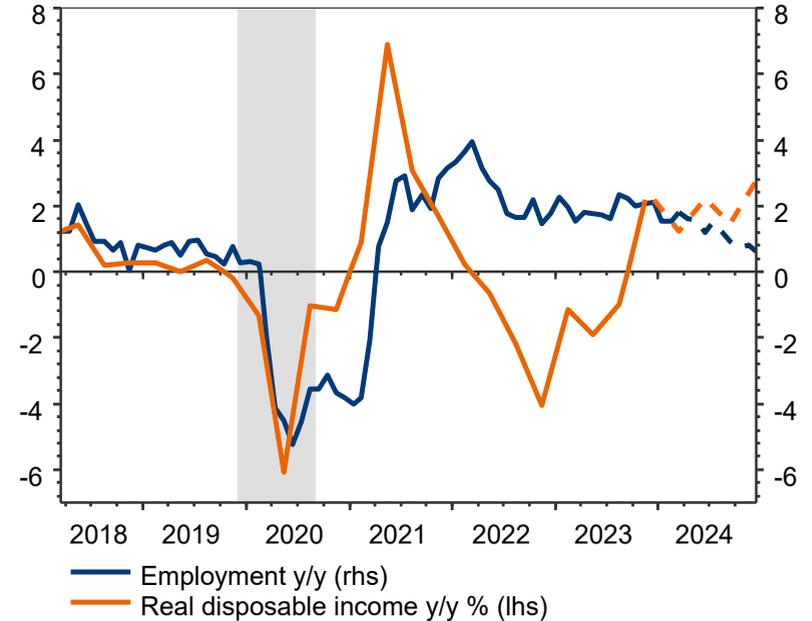
**2** L'economia italiana ha cambiato marcia

# 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...



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



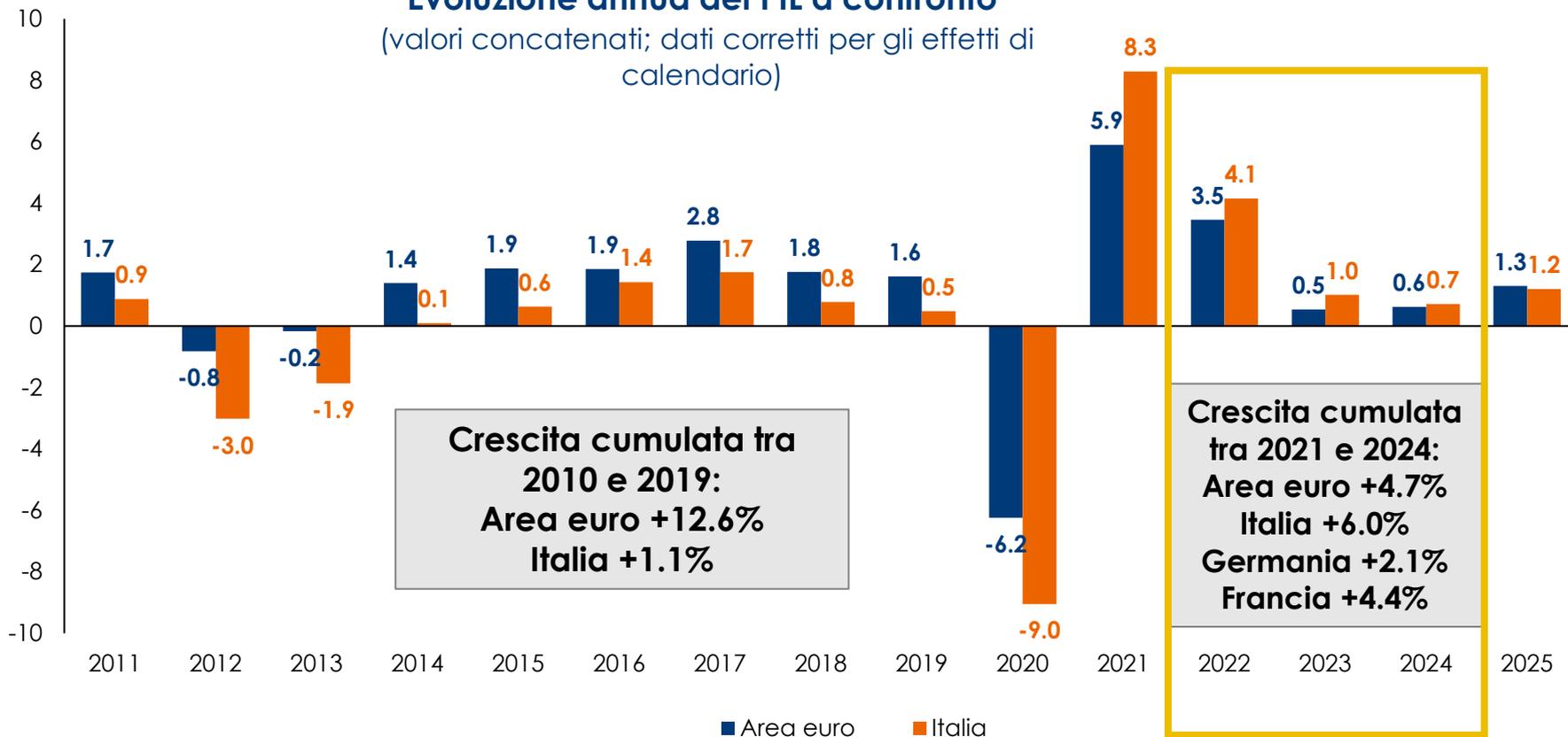
Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

# Italia non più fanalino di coda. Le prospettive di crescita

## Evoluzione annua del PIL a confronto

(valori concatenati; dati corretti per gli effetti di calendario)

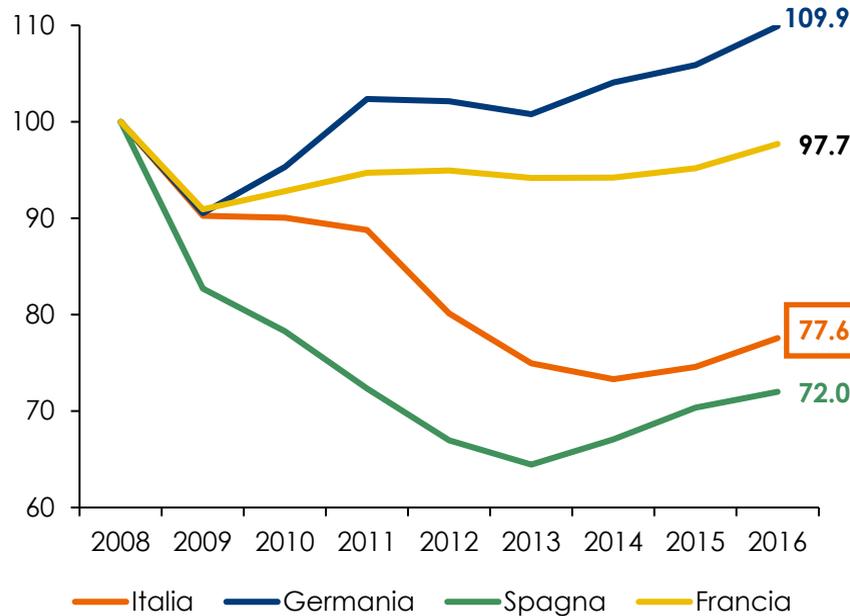


Fonte: Eurostat; proiezioni 2024-2025 Intesa Sanpaolo

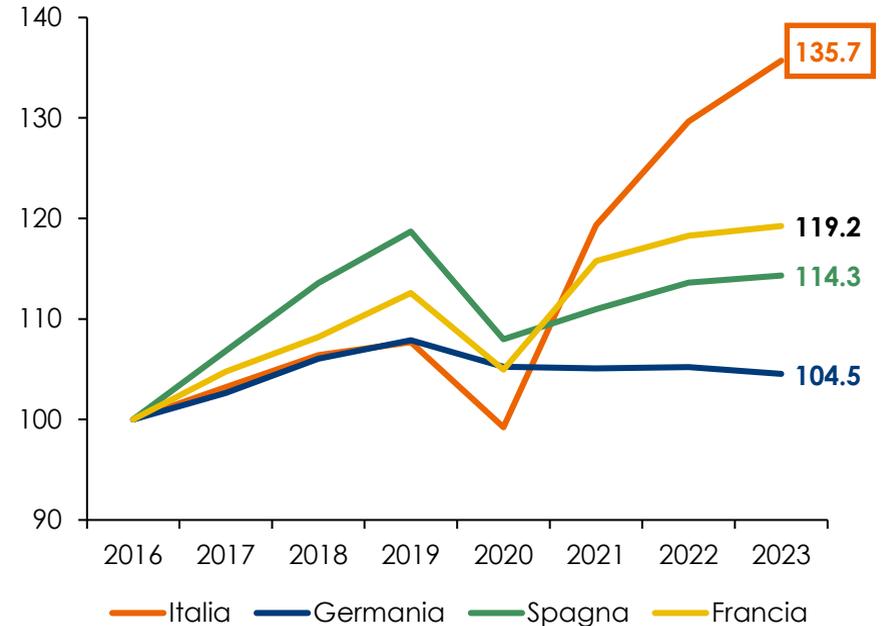
# Investimenti: qualcosa è cambiato...

Investimenti italiani: dal 2016 al 2023 +35,7% vs +4,5% della Germania con un forte recupero del ritardo accumulato in precedenza. Dal 2008 al 2023: Italia +5,3%, Germania +14,9%.

**Investimenti FINO AL 2016**  
(2008=100; valori concatenati)



**Investimenti DOPO IL 2016**  
(2016=100; valori concatenati)

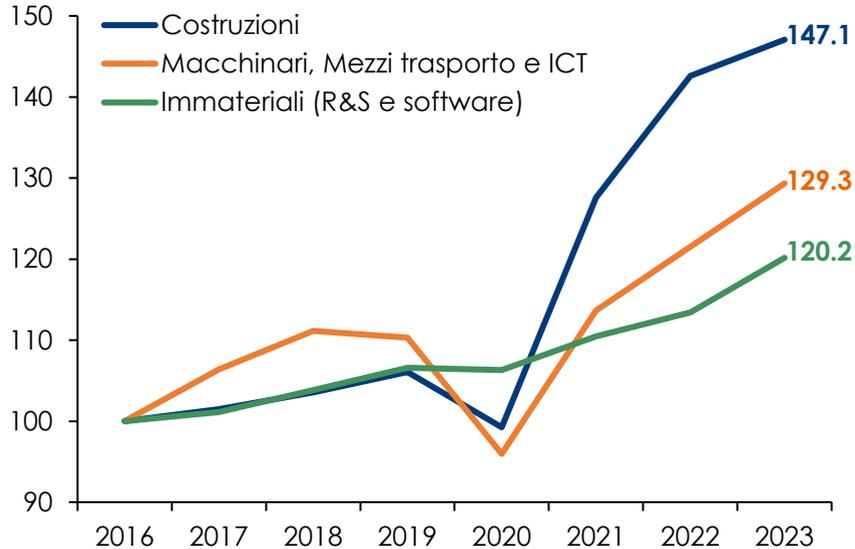


Fonte: Eurostat, elaborazioni Intesa Sanpaolo

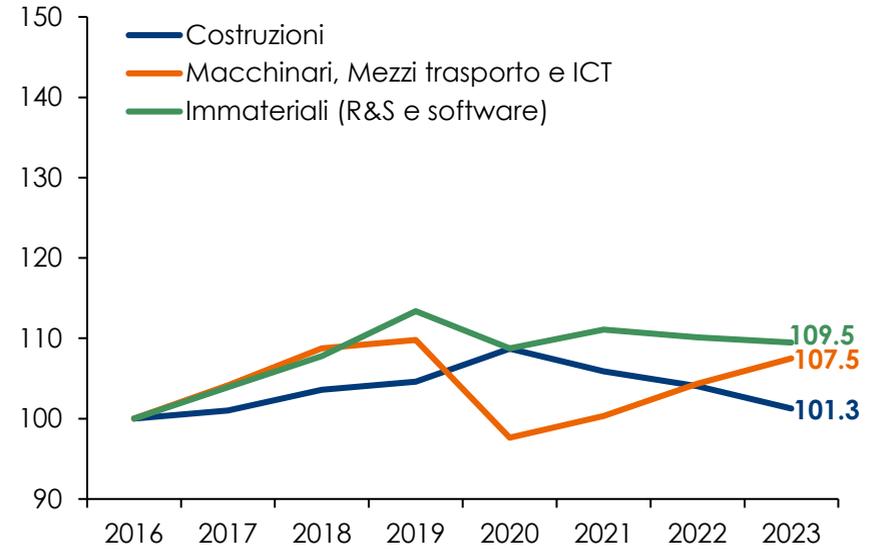
# ...Italia e Germania a confronto

Da **Industria 4.0** (dal 2017) e **Superbonus** (dal 2021) la spinta agli investimenti italiani. Incidenza sul PIL degli investimenti italiani in macchinari, mezzi di trasporto e ICT salita a 7,4% nel biennio 2022-23 (6,6% in Germania e 5,4% in Francia).

**Investimenti – ITALIA**  
(2016=100; valori concatenati)

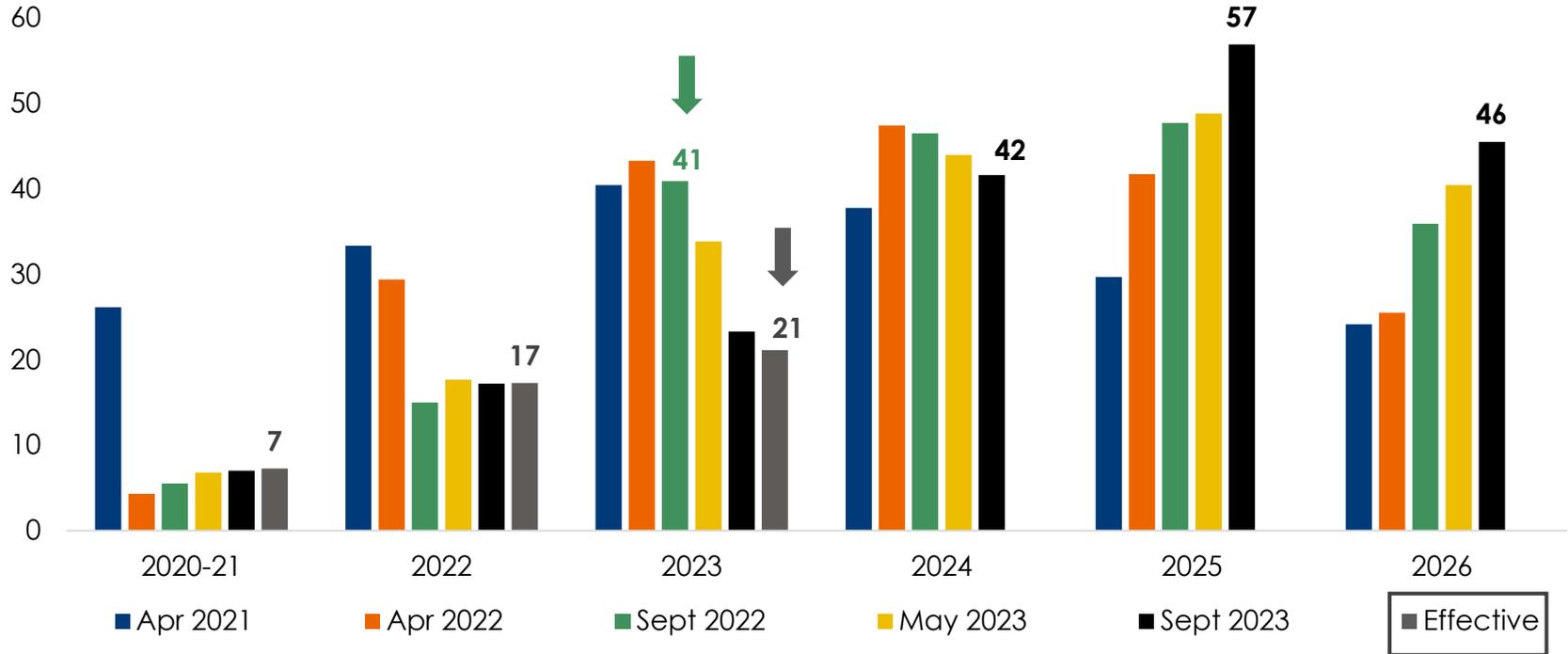


**Investimenti – GERMANIA**  
(2016=100; valori concatenati)



# La ripresa potrà contare sulla spinta del PNRR

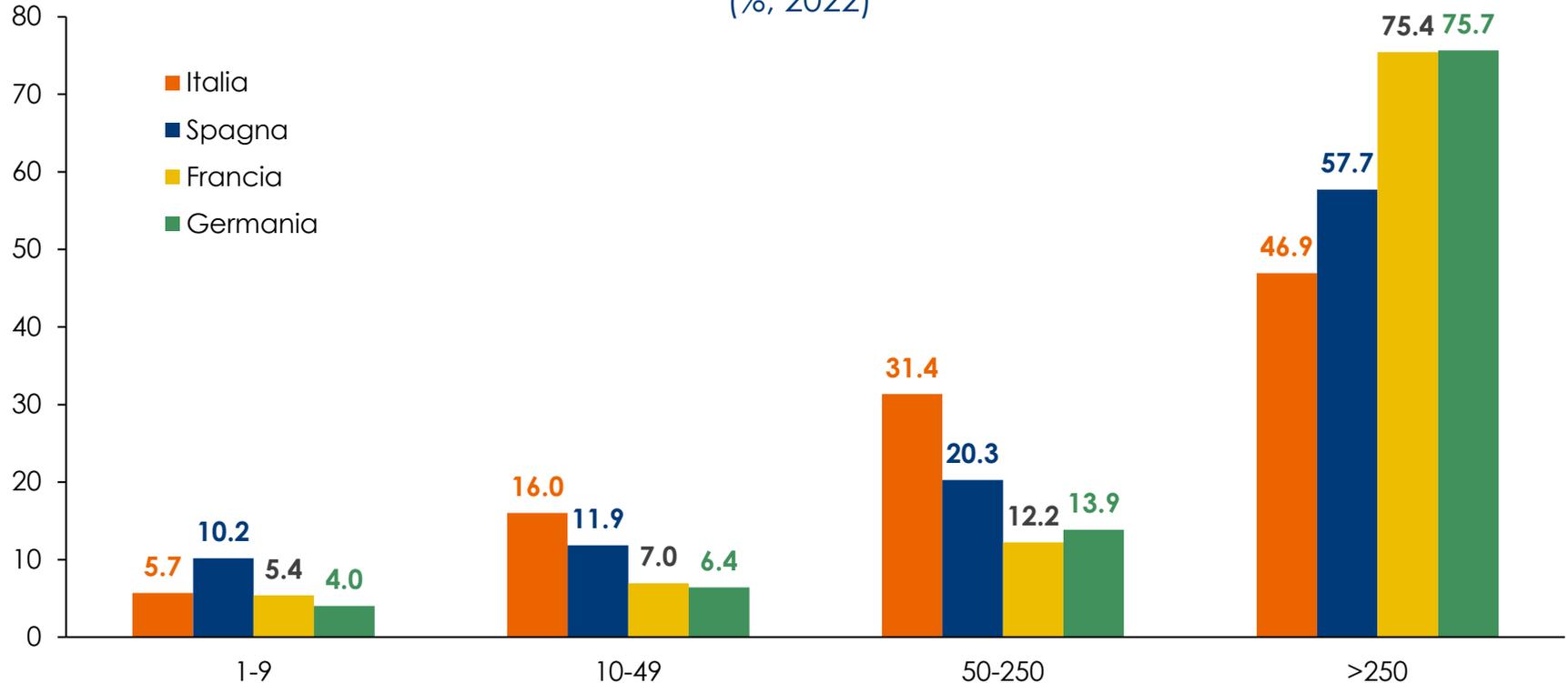
Nel 2023, la spesa effettiva finanziata dal PNRR è stata pari a 21 mld, rispetto ai 41 mld attesi dal Governo a fine 2022; occorre una decisa accelerazione già a partire da quest'anno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su stime Governo italiano

# Un ruolo centrale per le PMI italiane sui mercati esteri

Esportazioni per classe di addetti  
(%, 2022)

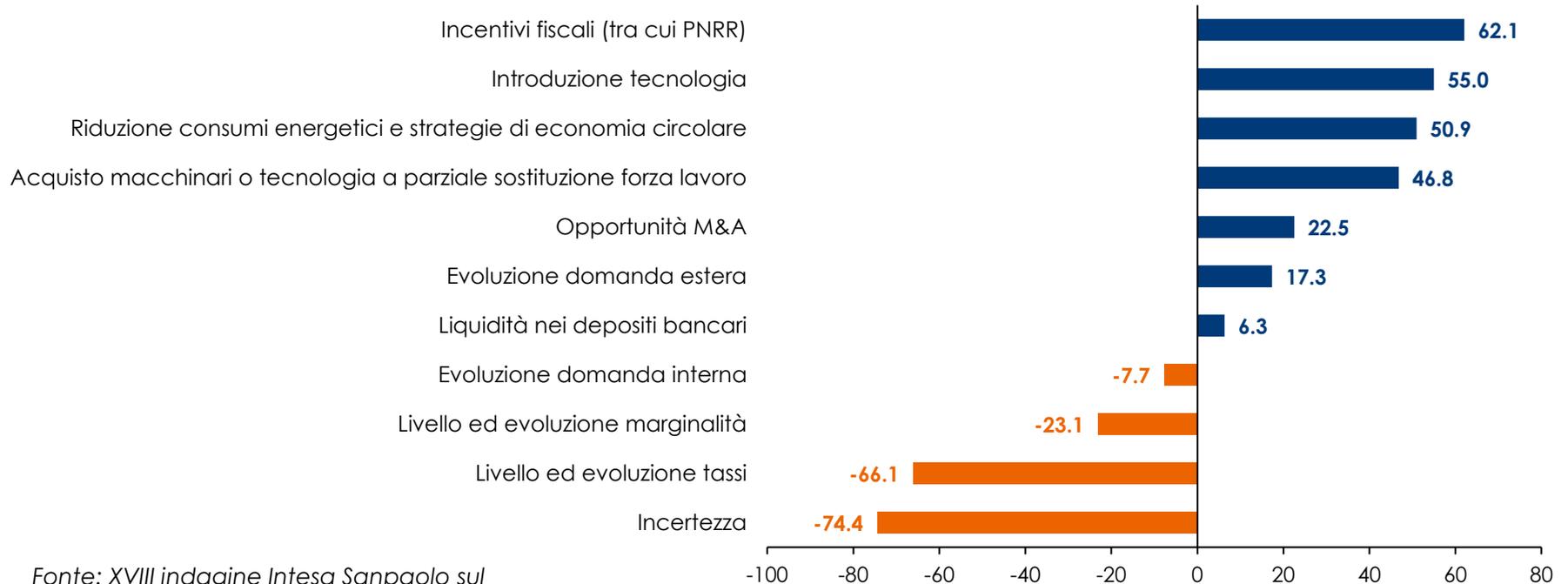


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat

# Transizione green e digitale driver di investimenti e crescita

## Variabili che avranno effetti sugli investimenti 2024

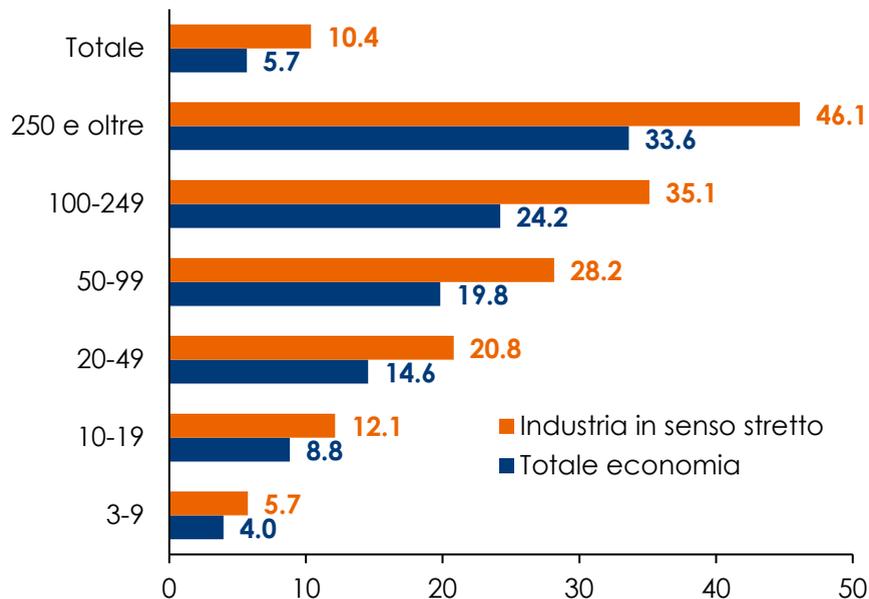
(saldo tra colleghi che hanno indicato un effetto di accelerazione e colleghi che hanno segnalato un effetto di freno in % del totale rispondenti; al netto dei non so)



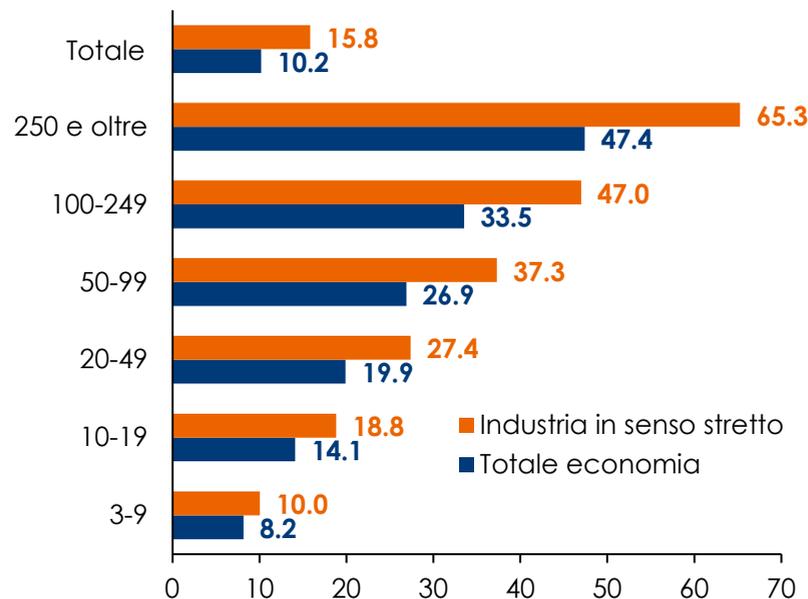
Fonte: XVIII indagine Intesa Sanpaolo sul sentiment delle imprese rilevato dai colleghi gestori, novembre-dicembre 2023

# Rinnovabili e piani di efficientamento ancora poco diffusi tra le imprese più piccole

**Imprese che nel biennio 2021-22 hanno utilizzato fonti energetiche rinnovabili**  
(%; imprese con almeno 3 addetti)

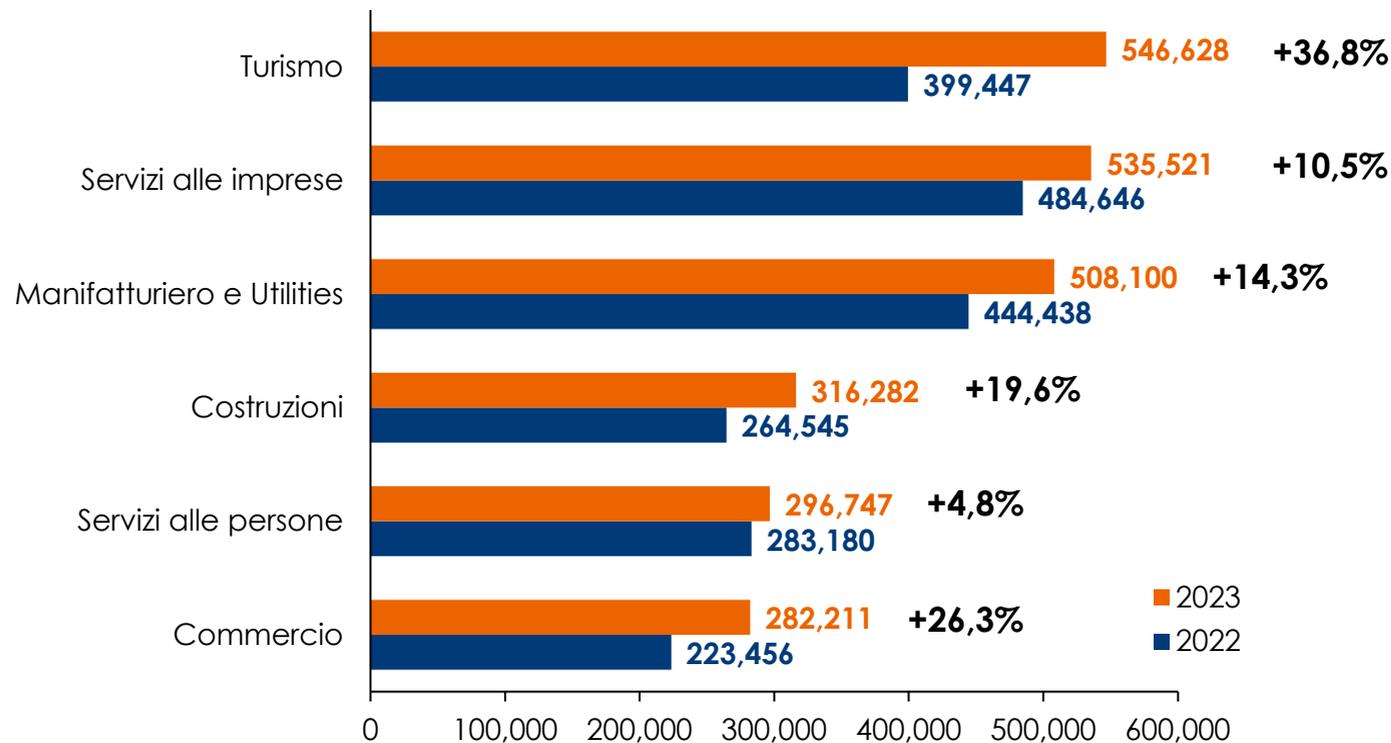


**Imprese con piani di miglioramento dell'efficienza energetica nel biennio 2021-22**  
(%; imprese con almeno 3 addetti)



# Capitale umano centrale per vincere le sfide dei prossimi anni: va risolto il mismatch tra domanda e offerta di lavoro<sup>20</sup>

## Nuove entrate di difficile reperimento per settore di attività



Nel complesso nel 2023 sono stimate quasi **2,5 milioni di entrate di difficile reperimento** (+18,4% vs. 2022), il **45,1%** del totale.

## Importanti comunicazioni

### Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 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 – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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

Intesa Sanpaolo Spa 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.

#### A cura di:

Gregorio De Felice, Chief Economist, Research Department, Intesa Sanpaolo