

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Dopo l'abbondante messe di dati di questa settimana, l'ottava entrante si annuncia come interlocutoria. Nell'Eurozona, i dati sulla produzione industriale in Germania e Italia dovrebbero confermare la debolezza dell'attività manifatturiera; Eurogruppo ed Ecofin discuteranno della proposta di riforma delle regole fiscali UE, e Fitch si pronuncia sul rating dell'Italia. Negli USA il calendario è leggero: da monitorare saranno soprattutto le aspettative di inflazione dei consumatori (University of Michigan).

**Nell'area euro, il processo disinflattivo continua, ed è anzi più veloce del previsto:** l'inflazione a ottobre è scesa da 4,3% a 2,9% nell'Eurozona, da 4,3% a 3% in Germania, da 5,7% a 4,5% in Francia e da 5,6% a 1,9% in Italia (in quest'ultimo caso, per via del confronto con gli eccezionali aumenti delle tariffe di ottobre 2022). Per l'area euro, si tratta di un minimo da luglio 2021, anche se l'indice al netto di energia e alimentari freschi, pur calando per il settimo mese di fila, resta elevato, a 5% da 5,5% di settembre, a causa soprattutto dei servizi (4,6% da 4,7% precedente). C'è inoltre da rilevare che il dato di ottobre dovrebbe rappresentare un punto di minimo per l'inflazione energetica (-11,1% a/a), per la quale ci aspettiamo un ritorno in territorio positivo a inizio 2024 e un'accelerazione dalla primavera, per l'esaurirsi delle misure anti-rincari introdotte dai governi nel pieno dello shock; il quadro geopolitico aggiunge rischi al rialzo su tale profilo. Nel complesso, stante la resilienza nei servizi, **dopo il "gradino al ribasso" di ottobre la discesa successiva dell'inflazione sarà lenta e irregolare:** ci aspettiamo anzi una risalita a novembre, con l'indice generale al 3,3% a fine anno, al 2,4% a dicembre 2024 e sotto il 2% solo nei primi mesi del 2025. Nel frattempo, **l'economia si conferma sostanzialmente stagnante:** nel 3° trimestre, il PIL nell'Eurozona ha mostrato un'inattesa flessione a -0,1% t/t dopo il +0,2% dei tre mesi precedenti; la contrazione è guidata dal calo di un decimo in Germania, in presenza di una crescita marginale in Francia (0,1% t/t) e più apprezzabile, ma anch'essa in rallentamento, in Spagna (0,3% t/t); in Italia, il PIL è risultato stabile sia nel trimestre che sull'anno. L'indice ESI della Commissione UE, e la seconda lettura del PMI manifatturiero non cambiano molto le prospettive, rimanendo coerenti con un'attività economica sostanzialmente stagnante anche tra fine 2023 e inizio 2024. **Le implicazioni delle nuove informazioni congiunturali per la politica monetaria sono tendenzialmente dovish, ma non tanto, a nostro avviso, da implicare tagli dei tassi BCE nella prima metà del 2024** come il mercato ha iniziato a scontare (la curva degli OIS vede ora un taglio pieno entro aprile), soprattutto perché, come detto, la strada verso un'inflazione stabilmente in linea con l'obiettivo BCE è ancora lunga, irregolare e non priva di insidie (ivi compresi gli sviluppi geopolitici). **La settimana prossima, il calendario degli indicatori congiunturali è più leggero, e vedrà la diffusione dei dati di settembre sulla produzione industriale in Germania e Italia** (attesa in calo su base congiunturale); di minore rilievo saranno i numeri di settembre per l'Eurozona sulle vendite al dettaglio, viste in calo, e sul PPI, atteso invece in salita per il terzo mese su base congiunturale. In sede di Eurogruppo ed Ecofin, l'8-9 novembre è in agenda il **riesame della proposta di riforma della governance economica della UE**. Infine, venerdì 10 a mercati chiusi è atteso il pronunciamento di **Fitch sul rating del debito sovrano dell'Italia**.

Negli **Stati Uniti**, la Fed ha deciso, come atteso, di mantenere i tassi invariati, e i toni usati in conferenza stampa da Powell segnalano che **un ultimo rialzo è meno probabile, sulla scia della recente restrizione delle condizioni finanziarie, e del fatto che a ottobre è ripresa la tendenza di rallentamento degli occupati**. Sul fronte del ciclo, l'ISM manifatturiero diffuso in settimana è calato a sorpresa a ottobre, suggerendo che i timidi segnali di ripresa dell'attività industriale visti negli ultimi mesi potrebbero rivelarsi effimeri. **Anche oltreoceano il calendario della prossima settimana è leggero:** tra i pochi dati di rilievo in uscita vi sono il saldo della bilancia commerciale di settembre (visto in peggioramento) e il dato preliminare di ottobre sulla fiducia dei consumatori rilevata dall'Università del Michigan, che potrebbe rimbalzare parzialmente dopo l'ampio calo registrato negli ultimi due mesi; **da monitorare saranno soprattutto le aspettative di inflazione a 1 anno, che nell'indagine di settembre erano salite di un punto percentuale a 4,2%.**

3 novembre 2023

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

**Paolo Mameli**  
Economista

**Aniello Dell'Anno**  
Economista - Area euro

**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

**Simone Zava**  
Economista



## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (6 – 11 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	6/11	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	set	3.9	% -1.3
		09:45	ITA	PMI servizi	*	ott	49.9	49.0
		09:50	FRA	PMI servizi finale		ott	prel 46.1	46.1
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	ott	prel 48.0	48.0
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	ott	prel 47.8	47.8
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	ott	prel 46.5	46.5
Mar	7/11	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	set	-2.5	% -2.7
		04:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	ott	77.7	Mid \$ 82.0
		04:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	ott	-6.2	% -3.1
		04:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	ott	-6.2	% -5.4
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	set	-0.2	% -0.1
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		set	-3.4	%
		11:00	EUR	PPI a/a		set	-11.5	% -12.5
		14:30	USA	Bilancia commerciale		set	-58.3	Mid \$ -60.3
Mer	8/11	00:00	CN	Riserve in valuta estera		ott	3.115	1000Mid \$ 3.100
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ott	prel -0.2	% -0.2
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	ott	prel 0.0	% 0.0
		08:00	GER	CPI a/a finale		ott	prel 3.8	% 3.8
		08:00	GER	IPCA a/a finale		ott	prel 3.0	% 3.0
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		set	2.4	%
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		set	-1.2	% -0.2
Gio	9/11	02:30	CN	CPI a/a	*	ott	0.0	%
		02:30	CN	PPI a/a	*	ott	-2.5	%
		02:30	CN	CPI m/m		ott	0.2	%
		13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	217	x1000
		13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.818	Mln
Ven	10/11	08:00	GB	PIL t/t 1a stima	*	T3	0.2	% -0.1
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		set	-16.0	Mid £
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		set	-4.9	Mid £
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	set	-0.7	%
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	set	0.2	%
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		nov	63.8	65.0
Sab	11/11	00:00	CN	M2 a/a	*	ott	10.3	%
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	ott	4120	Mid ¥ CN
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	ott	2310	Mid ¥ CN

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

**Calendario degli eventi (6 – 11 novembre)**

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	6/11	13:45	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		18:00	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
Mar	7/11	15:50	USA	Discorso di Schmid (Fed)
		19:30	USA	Discorso di Logan (Fed)
		20:30	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Mer	8/11	09:45	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Wunsch (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Makhlouf (BCE)
		10:30	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
		13:30	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		13:30	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
Gio	9/11		EUR	* Riunione Eurogruppo
		09:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		09:10	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		09:30	GB	Discorso di Huw Pill (BoE)
		15:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		18:00	USA	Discorso di Paese (Fed)
		18:30	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		20:00	USA	* Discorsi di Powell (Fed)
			UE	* Riunione Ecofin
Ven	10/11	13:30	USA	Discorso di Logan (Fed)
		15:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		16:20	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
			ITA	* Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
Sab	11/11	21:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Costo del lavoro	T3	1.0		%	1.0	1.1
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	ago	0.2	(0.1)	%	1.6	2.2
Indice dei prezzi delle case m/m	ago	0.8		%		0.6
PMI (Chicago)	ott	44.1			45.0	44.0
Fiducia consumatori (CB)	ott	104.3	(103.0)		100.0	102.6
Nuovi occupati: stima ADP	ott	89		x1000	150	113
Markit PMI Manif. finale	ott	50.0				50.0
Spesa in costruzioni	set	1.0	(0.5)	%	0.4	0.4
Indice ISM manifatturiero	ott	49.0			49.0	46.7
Richieste di sussidio	settim	212	(210)	x1000	210	217
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.783	(1.790)	Mln	1.800	1.818
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T3	3.2	(2.2)	%	0.7	-0.8
Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim	T3	3.6	(3.5)	%	4.1	4.7
Ordinativi industriali m/m	set	1.0	(1.2)	%	2.4	2.8
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	set	4.7		%		4.6
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	set	0.5		%		0.4
Tasso di disoccupazione	ott	3.8		%	3.8	3.9
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ott	297	(336)	x1000	180	150
Salari orari m/m	ott	0.3	(0.2)	%	0.3	0.2
Markit PMI Composito finale	ott	51.0				50.7
Markit PMI Servizi finale	ott	50.9				50.6
Indice ISM non manifatturiero composito	ott	53.6			53.0	51.8

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

**FOMC ancora fermo, meno probabile un'ultima stretta.** Il FOMC come atteso ha mantenuto per la seconda riunione consecutiva i tassi fermi a 5,25%-5,50%. L'opzione per un ultimo rialzo a dicembre rimane sul tavolo ma, al netto di sorprese nelle due tornate di indicatori mensili sui prezzi al consumo e sull'occupazione, essa appare essersi ridimensionata, anche alla luce della restrizione delle condizioni finanziarie vista nelle ultime settimane.

**Tornano a rallentare gli occupati.** Negli Stati Uniti la crescita occupazionale è tornata a rallentare ad ottobre, frenata dagli scioperi che hanno coinvolto il settore manifatturiero. Il tasso di disoccupazione è salito di un decimo al 3,9% (un massimo da gennaio 2022), e la crescita annua dei salari orari ha toccato un minimo da luglio 2021. In attesa dell'*employment report* di novembre, e delle due prossime letture di dati sul CPI, il dato è coerente con un FOMC ancora fermo a dicembre.

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
BEL	PIL t/t prelim	T3	0.3	<del>(0.2)</del>	%	0.5
EUR	Fiducia consumatori finale	ott	-17.9		-17.9	-17.9
EUR	Fiducia servizi	ott	4.1	<del>(4.0)</del>	3.4	4.5
EUR	Fiducia industria	ott	-8.9	<del>(-9.0)</del>	-9.5	-9.3
EUR	Indice di fiducia economica	ott	93.4	<del>(93.3)</del>	93.0	93.3
EUR	PIL t/t 1a stima	T3	0.1		%	0.0
EUR	PIL a/a 1a stima	T3	0.5		%	0.2
EUR	CPI a/a stima flash	ott	4.3		%	3.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	ott	5.5		%	5.1
EUR	PMI manifatturiero finale	ott	43.0		43.0	43.1
EUR	Tasso di disoccupazione	set	6.4		%	6.4
FRA	PIL t/t prelim	T3	0.6	<del>(0.5)</del>	%	0.1
FRA	Spese per consumi m/m	set	-0.6	<del>(-0.5)</del>	%	0.4
FRA	IPCA a/a prelim	ott	5.7		%	4.5
FRA	PMI manifatturiero finale	ott	42.6		42.6	42.8
FRA	Occupati non agricoli prelim	T3	0.1		%	-0.1
FRA	Produzione industriale m/m	set	-0.1	<del>(-0.3)</del>	%	0.0
GER	PIL s.a. t/t prelim	T3	0.0		%	-0.2
GER	PIL s.a. a/a prelim	T3	-0.2		%	-0.7
GER	IPCA m/m prelim	ott	0.2		%	0.1
GER	IPCA a/a prelim	ott	4.3		%	3.3
GER	CPI (Lander) a/a prelim	ott	4.5		%	4.0
GER	CPI (Lander) m/m prelim	ott	0.3		%	0.2
GER	Prezzi import a/a	set	-16.4		%	-15.3
GER	Vendite al dettaglio a/a	set	-2.3		%	-4.0
GER	Vendite al dettaglio m/m	set	-1.2		%	0.5
GER	Tasso di disoccupazione	ott	5.7		%	5.8
GER	Variazione n° disoccupati	ott	12	<del>(10)</del>	x1000	15
GER	PMI manifatturiero finale	ott	40.7		40.7	40.8
GER	Bilancia commerciale destag.	set	17.7	<del>(16.6)</del>	Mld €	16.3
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	set	3.06		Mld €	2.78
ITA	PIL a/a prelim	T3	0.3		%	0.1
ITA	PIL t/t prelim	T3	-0.4		%	0.1
ITA	IPCA m/m prelim	ott	1.7		%	0.5
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	ott	5.3		%	2.3
ITA	IPCA a/a prelim	ott	5.6		%	2.3
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	ott	0.2		%	0.2
ITA	PPI m/m	set	0.5		%	0.3
ITA	PPI a/a	set	-12.2		%	-14.1
ITA	PMI manifatturiero	ott	46.8		46.2	44.9
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	set	7.3		%	7.4
SPA	IPCA a/a prelim	ott	3.3		%	3.7

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

### Area euro: PIL in lieve contrazione durante l'estate, improbabile una riaccelerazione a fine anno.

Nel 3° trimestre il PIL si è contratto di -0,1% t/t in Eurozona. Riteniamo improbabile una riaccelerazione del ciclo tra fine 2023 e inizio 2024: ci aspettiamo una fase di sostanziale stagnazione almeno fino alla primavera.

### Area euro: inflazione, il quadro è più rassicurante ma l'incertezza resta alta.

I dati di ottobre mostrano un miglioramento dello scenario d'inflazione, in un contesto però non privo di insidie. L'inflazione Eurozona è scesa al 2,9% da 4,3% di settembre, un minimo da oltre due anni, mentre in Italia l'inflazione sul NIC è tornata sotto la soglia BCE, all'1,8% dal 5,3% di settembre, per via principalmente di effetti base favorevoli sulla componente energia. Anche i dati francese e tedesco hanno mostrato un calo della crescita tendenziale dei prezzi. Il trend di discesa dell'inflazione è atteso proseguire nei prossimi mesi, ma dovrebbe risultare lento e irregolare.

**PIL tedesco e indagini di ottobre della Commissione UE.** In Germania nel 3° trimestre il PIL si è contratto di -0,1% t/t con revisioni al rialzo dei trimestri precedenti, mentre ha sorpreso al rialzo il Belgio con un'accelerazione a 0,5% t/t. L'indice composito di fiducia economica ESI della Commissione Europea di ottobre si è stabilizzato a 93,3 da 93,4, con un calo del morale nell'industria ed un recupero nei servizi. Il quadro prospettato delle indagini della Commissione Europea è compatibile con un'attività economica debole anche a fine anno ma meno pessimistico rispetto a quello delineato dai PMI.

**Germania: inflazione, calo più forte delle attese.** L'inflazione tedesca è calata nuovamente in ottobre, al 3,8% a/a dal 4,5% di settembre sul CPI e al 3% a/a dal 4,3% precedente sull'indice armonizzato. Il dato, più vicino alle nostre stime che a quelle di consenso, rappresenta un minimo da oltre due anni. L'indice core (sul CPI), al netto di energia e alimentari, è visto scendere al 4,3% (circa in linea con le nostre attese) dal 4,6% di settembre.

**Francia: PIL in crescita di 0,1% t/t nel 3° trimestre.** In Francia il PIL è cresciuto di 0,1% t/t nel 3° trimestre, in linea con le attese di consenso, da un precedente 0,6%, grazie ad una domanda interna tale da compensare gli apporti negativi provenienti dal commercio internazionale e dalle scorte. In Francia i rischi recessivi sono meno forti rispetto al resto dell'Eurozona ma una riaccelerazione del ciclo a cavallo d'anno ci appare poco probabile.

**Francia: manifattura verso una frenata a fine 2023.** La produzione industriale è scesa per il secondo mese a settembre, di -0,5% m/m da -0,1% precedente. L'output si è contratto anche nel solo settore manifatturiero, che, dopo aver frenato modestamente la formazione del valore aggiunto durante l'estate, potrebbe contribuire negativamente anche a fine anno.

**Italia: PIL invariato nel 3° trimestre.** Il PIL italiano è rimasto stabile nel trimestre estivo, sia nel confronto con i tre mesi precedenti che con lo stesso trimestre dello scorso anno. L'attività economica potrebbe risultare ancora debole tra fine 2023 e inizio 2024: una crescita apprezzabile è attesa solo nella seconda metà del prossimo anno.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	set	1.29	1.30	1.29
Tasso di disoccupazione	set	2.7	%	2.6
Vendite al dettaglio a/a	set	7.0	%	5.9
Produzione industriale m/m prelim	set	-0.7	%	2.5
Fiducia delle famiglie	ott	35.2		35.7
PMI manifatturiero finale	ott	48.5		48.7

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

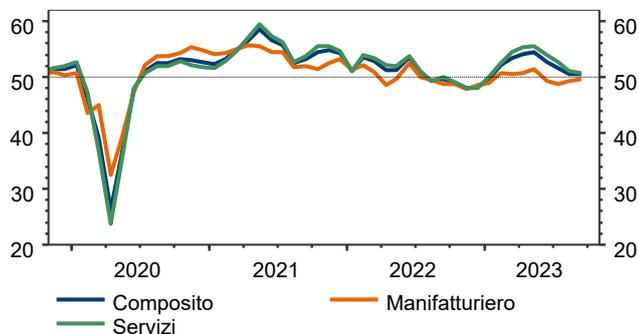
#### Cina

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	ott	52.0		50.7
PMI manifatturiero - NBS	ott	50.2	50.2	49.5
PMI non manifatturiero - NBS	ott	51.7		50.6
PMI manifatturiero - Caixin	ott	50.6	50.8	49.5
PMI servizi - Caixin	ott	50.2		50.4

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

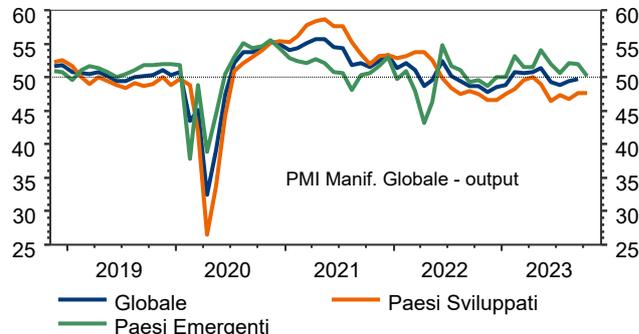
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



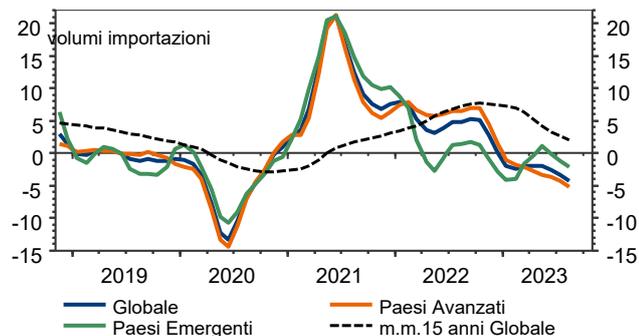
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



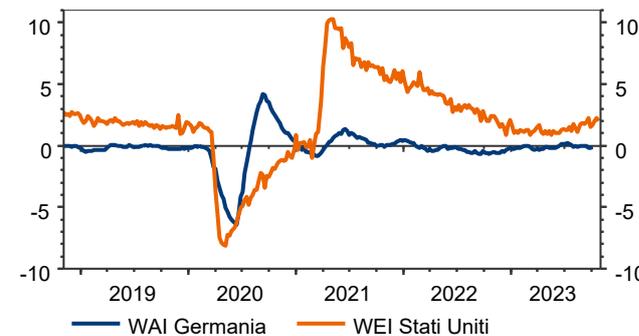
Fonte: S&P Global

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



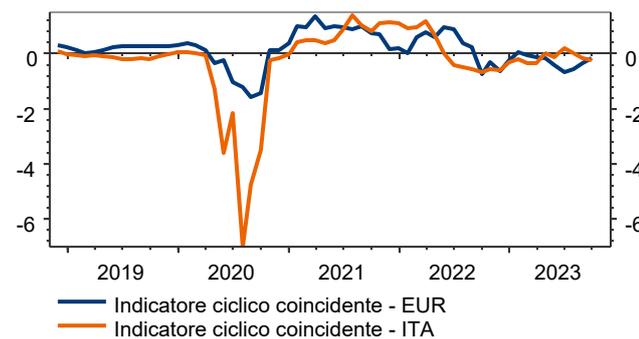
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



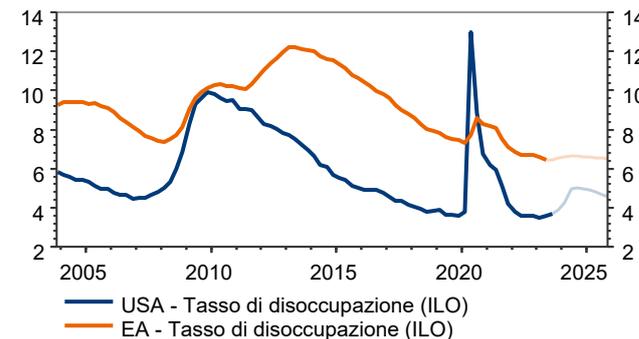
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

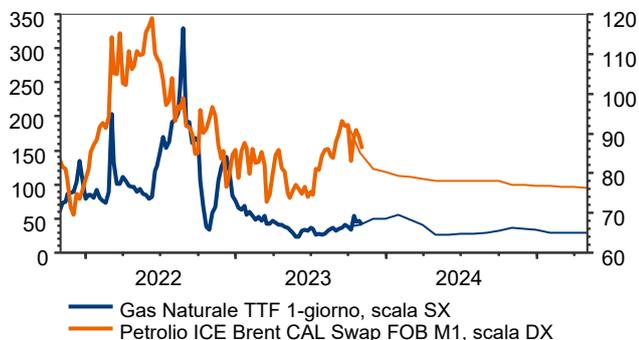
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

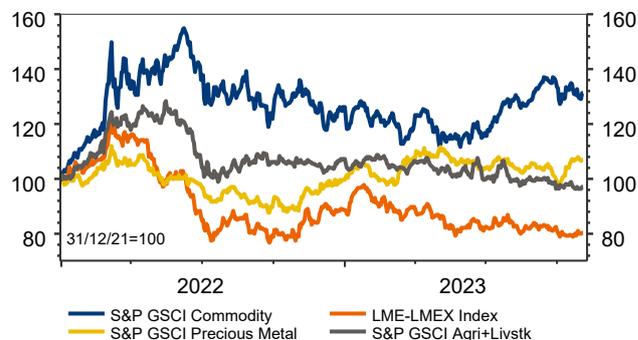
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



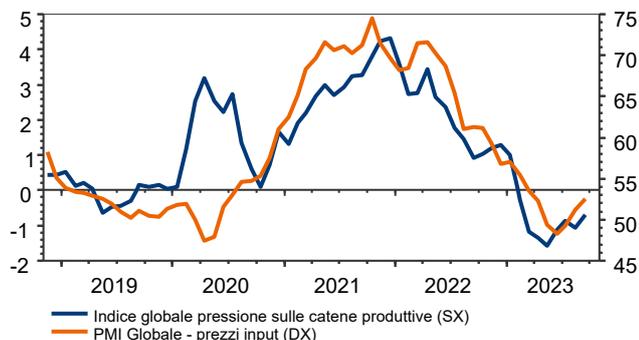
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



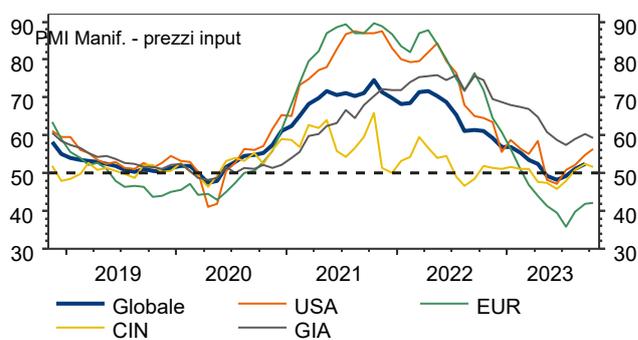
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



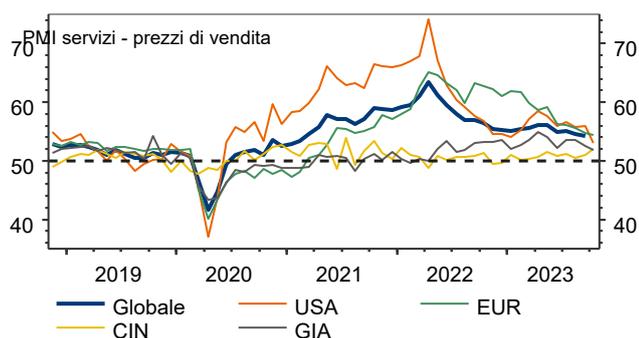
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



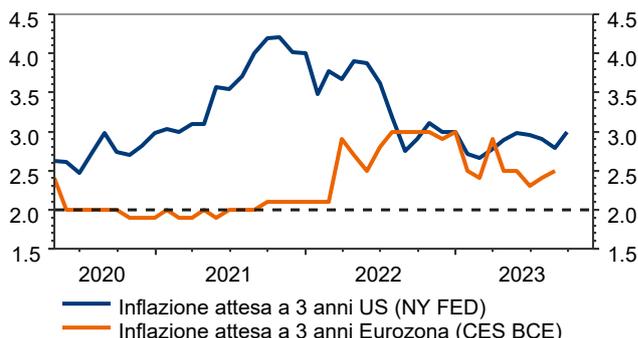
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

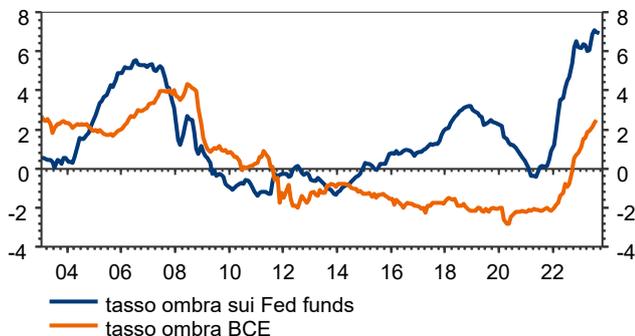
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

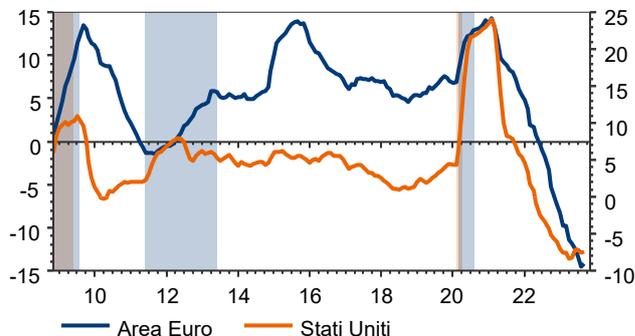
## Condizioni Finanziarie

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



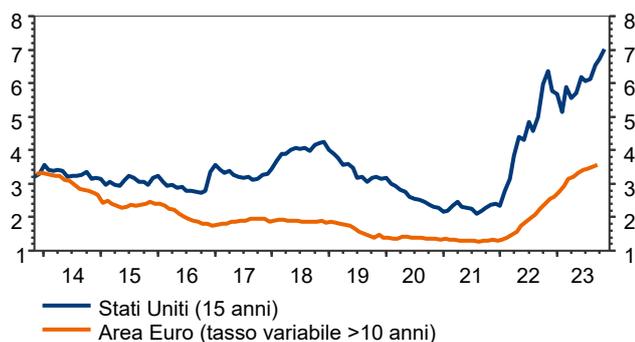
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



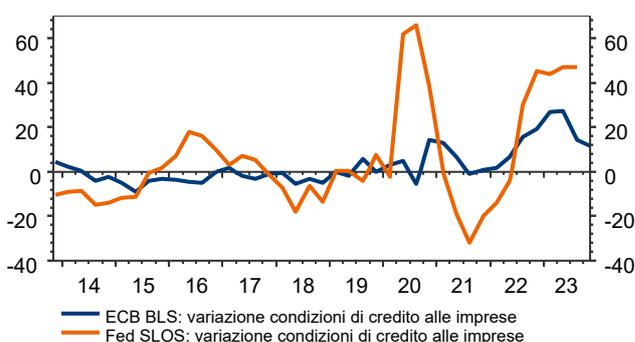
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



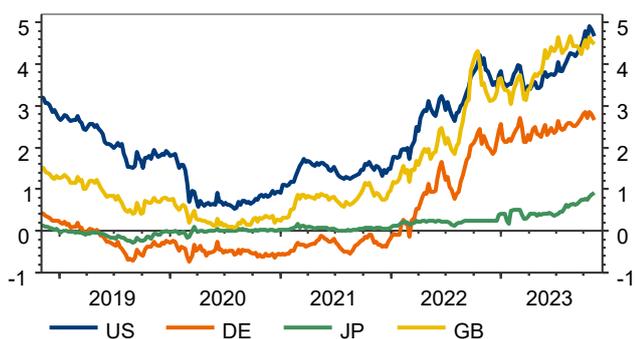
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



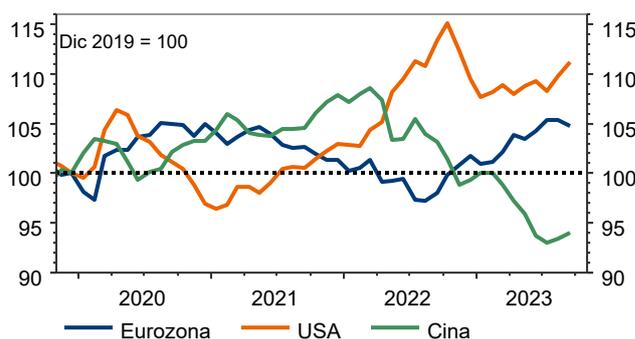
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

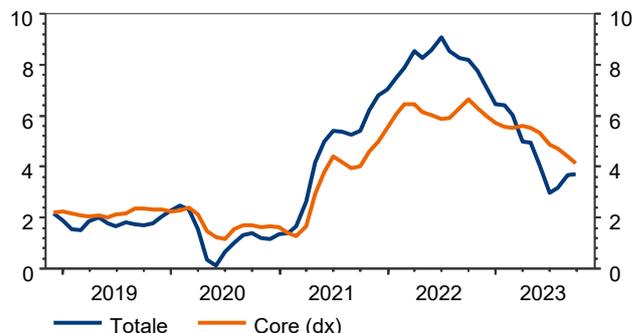
## Stati Uniti

### Indagini ISM



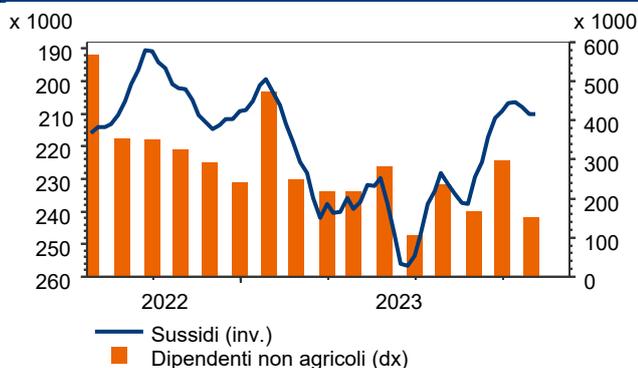
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



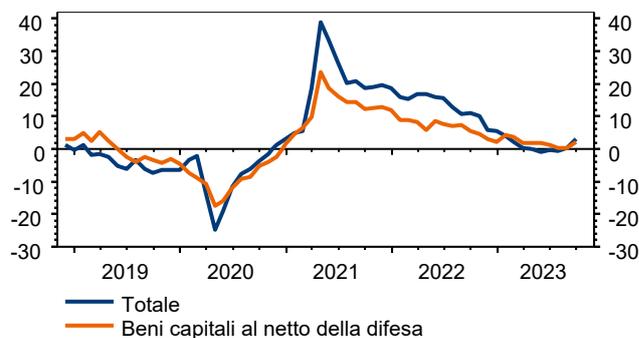
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### Variazione degli occupati e sussidi di disoccupazione



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

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Census Bureau

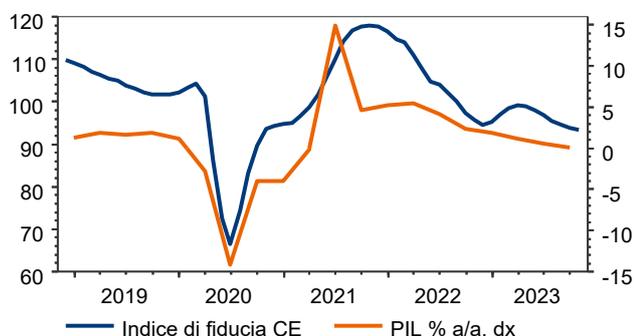
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023			2024		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	2.3	1.3	1.7	0.7	1.7	2.4	2.9	2.3	1.7	1.5
- trim./trim. annualizzato				2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	0.1	-0.2	1.2
Consumi privati	2.5	2.2	1.1	1.6	1.2	3.8	0.8	4.0	0.6	0.1	0.8
IFL - privati non residenziali	5.2	3.9	1.0	4.7	1.7	5.7	7.4	-0.1	-1.4	-1.4	3.3
IFL - privati residenziali	-9.0	-11.5	1.6	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	3.9	-7.6	-2.5	4.2
Consumi e inv. pubblici	-0.9	3.7	1.6	2.9	5.3	4.8	3.3	4.6	1.1	1.0	0.8
Esportazioni	7.0	2.5	1.1	16.2	-3.5	6.8	-9.3	6.2	0.5	0.6	1.3
Importazioni	8.6	-1.6	1.4	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	5.7	0.5	1.2	1.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.4	0.1	-0.4	1.5	-2.3	-0.2	1.2	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.2	-3.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-7.5	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	142.0	141.5	145.8								
CPI (a/a)	8.0	4.2	2.7	8.3	7.1	5.8	4.0	3.5	3.4	3.0	2.7
Produzione industriale	3.4	0.3	-0.2	0.5	-0.6	-0.1	0.2	0.6	-0.3	-0.8	0.3
Disoccupazione (%)	3.7	3.7	4.4	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	3.9	4.3	4.4

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

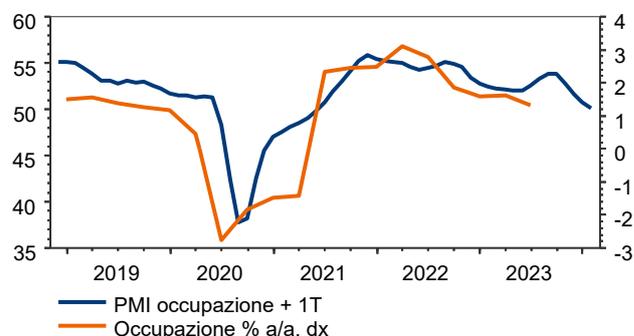
## Area euro

## PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&amp;P Global

## Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-23	120.3	115.3	112.4	120.0	8.6	7.1	5.3	8.8
feb-23	121.2	116.3	113.3	120.9	8.5	7.4	5.6	8.6
mar-23	122.3	117.7	114.7	122.0	6.9	7.5	5.7	6.9
apr-23	123.1	118.8	115.9	122.8	7.0	7.3	5.6	7.0
mag-23	123.2	119.2	116.1	122.8	6.1	6.9	5.3	6.1
giu-23	123.5	119.6	116.6	123.1	5.5	6.8	5.5	5.5
lug-23	123.4	119.5	116.4	123.0	5.3	6.6	5.5	5.3
ago-23	124.0	119.9	116.8	123.7	5.2	6.2	5.3	5.2
set-23	124.4	120.1	117.0	124.1	4.3	5.5	4.5	4.3
ott-23	124.6	120.4	117.3	124.1	2.9	5.0	4.2	2.7
nov-23	124.6	120.3	117.4	124.1	3.0	4.6	4.3	2.8
dic-23	124.5	120.4	117.7	124.0	3.3	4.0	3.9	3.1
<b>Media</b>	<b>123.3</b>	<b>119.0</b>	<b>116.0</b>	<b>122.9</b>	<b>5.5</b>	<b>6.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.5</b>

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

## Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-24	124.1	119.8	116.8	123.6	3.2	3.9	3.9	3.0
feb-24	124.9	120.6	117.5	124.5	3.0	3.6	3.7	2.9
mar-24	126.0	121.7	118.6	125.5	3.0	3.4	3.4	2.8
apr-24	126.6	122.4	119.4	126.0	2.8	3.0	3.1	2.7
mag-24	126.6	122.4	119.3	126.1	2.8	2.7	2.7	2.7
giu-24	126.9	122.7	119.5	126.4	2.8	2.6	2.5	2.7
lug-24	126.6	122.3	118.9	126.1	2.7	2.3	2.2	2.5
ago-24	126.8	122.6	119.1	126.3	2.3	2.2	2.0	2.1
set-24	127.2	122.9	119.6	126.6	2.2	2.3	2.2	2.1
ott-24	127.4	123.0	119.8	126.8	2.3	2.2	2.1	2.2
nov-24	127.7	123.0	120.1	127.2	2.5	2.3	2.3	2.5
dic-24	127.5	123.1	120.3	126.9	2.4	2.3	2.3	2.3
<b>Media</b>	<b>126.5</b>	<b>122.2</b>	<b>119.1</b>	<b>126.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>

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.

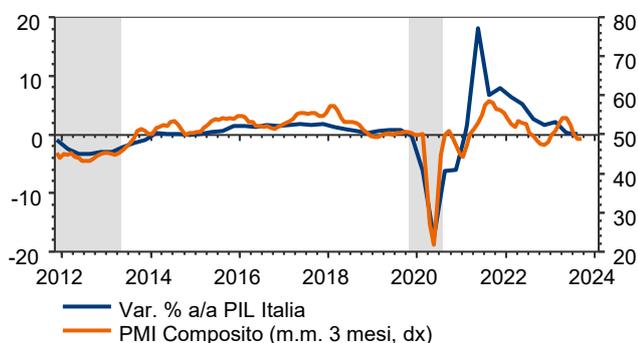
## Previsioni

	2022			2023			2024				
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.5	0.7	2.4	1.8	1.2	0.5	0.1	0.2	0.2	0.3
- t/t	0.3	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3
Consumi privati	4.2	0.4	0.9	1.0	-0.7	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.4
Investimenti fissi	2.8	1.2	1.1	1.2	-0.2	0.4	0.1	0.3	0.1	0.1	0.4
Consumi pubblici	1.6	0.1	0.5	-0.1	0.5	-0.6	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	7.4	0.1	1.0	1.0	-0.1	0.0	-0.9	-0.2	0.3	0.2	0.5
Importazioni	8.0	-0.5	1.4	2.2	-1.1	-1.1	-0.2	-0.2	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.3	0.0	0.1	-0.1	-0.5	0.5	-0.2	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.8	2.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-3.0								
Debito pubblico (% PIL)	91.0	90.3	90.0								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.5	2.7	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	3.1	3.1	2.8
Produzione industriale (a/a)	2.2	-2.1	0.7	3.3	2.2	0.3	-1.1	-4.3	-3.2	-1.5	0.2
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.9	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.6	6.9	7.0
Euribor 3 mesi	0.34	3.43	3.89	0.48	1.77	2.63	3.36	3.75	3.98	4.01	3.99

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

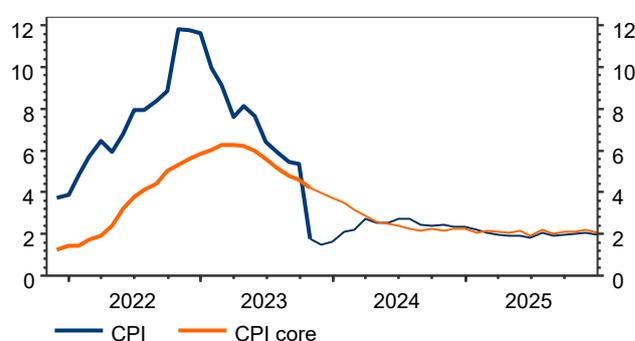
## Italia

## 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-23	119.3	119.1	118.2	118.3	10.7	10.0	9.6	9.8
feb-23	119.4	119.3	118.4	118.5	9.8	9.1	8.7	8.9
mar-23	120.3	118.8	118.0	118.0	8.1	7.6	7.4	7.4
apr-23	121.3	119.3	118.3	118.4	8.6	8.2	7.7	7.9
mag-23	121.7	119.7	118.5	118.6	8.0	7.6	7.1	7.2
giu-23	121.8	119.7	118.5	118.6	6.7	6.4	5.9	6.0
lug-23	119.9	119.7	118.6	118.7	6.3	5.9	5.6	5.7
ago-23	120.1	120.1	119.0	119.1	5.5	5.4	5.1	5.2
set-23	122.1	120.3	119.2	119.3	5.6	5.3	5.0	5.1
ott-23	122.3	120.2	119.0	119.1	1.9	1.8	1.6	1.6
nov-23	122.8	120.5	119.3	119.4	1.6	1.5	1.4	1.3
dic-23	123.2	120.9	119.9	120.0	1.8	1.6	1.5	1.5
<b>Media</b>	<b>121.2</b>	<b>119.8</b>	<b>118.7</b>	<b>118.8</b>	<b>6.1</b>	<b>5.8</b>	<b>5.5</b>	<b>5.6</b>

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-24	122.0	121.6	120.4	120.5	2.3	2.1	1.9	1.9
feb-24	122.2	121.9	120.7	120.8	2.3	2.2	1.9	1.9
mar-24	123.7	122.0	120.8	120.9	2.8	2.7	2.4	2.5
apr-24	124.6	122.3	121.0	121.1	2.7	2.6	2.3	2.3
mag-24	124.9	122.7	121.3	121.4	2.7	2.5	2.4	2.4
giu-24	125.3	122.9	121.5	121.6	2.9	2.7	2.5	2.5
lug-24	123.3	123.0	121.5	121.6	2.9	2.7	2.4	2.4
ago-24	123.2	123.0	121.5	121.6	2.6	2.4	2.1	2.1
set-24	125.2	123.2	121.7	121.8	2.5	2.4	2.1	2.1
ott-24	125.5	123.1	121.5	121.6	2.6	2.4	2.1	2.1
nov-24	125.8	123.3	121.7	121.8	2.5	2.3	2.0	2.0
dic-24	126.3	123.8	122.3	122.4	2.5	2.4	2.0	2.0
<b>Media</b>	<b>124.3</b>	<b>122.7</b>	<b>121.3</b>	<b>121.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.9	0.8	1.0	2.6	1.6	2.1	0.3	0.0	0.6	0.1	0.9
- t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.0	0.3	0.1	0.3
Consumi privati	5.0	1.3	0.9	2.5	-1.7	0.6	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
Investimenti fissi	10.1	0.9	0.2	-0.3	1.0	1.0	-1.7	0.1	0.2	0.0	0.1
Consumi pubblici	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.6	0.3	-0.8	0.2	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	10.7	0.7	2.5	-0.5	1.8	-1.0	-0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Importazioni	13.1	1.0	2.1	2.1	-2.0	1.0	0.0	-0.2	0.5	0.8	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	-0.1	0.2	-0.2	-0.8	0.6	0.2	-0.3	0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-8.0	-5.4	-4.5								
Debito pubblico (% PIL)	141.7	140.8	140.8								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	8.7	6.1	2.6	8.9	12.5	9.5	7.8	5.8	1.8	2.5	2.7
Produzione industriale (a/a)	0.4	-2.3	0.3	0.3	-2.0	-1.3	-3.8	-2.9	-1.2	-0.9	0.5
Disoccupazione (ILO, %)	8.1	7.6	7.9	8.0	7.9	7.9	7.6	7.4	7.5	7.8	8.0
Tasso a 10 anni (%)	3.05	4.22	4.59	3.50	4.13	4.13	4.09	4.20	4.44	4.53	4.70

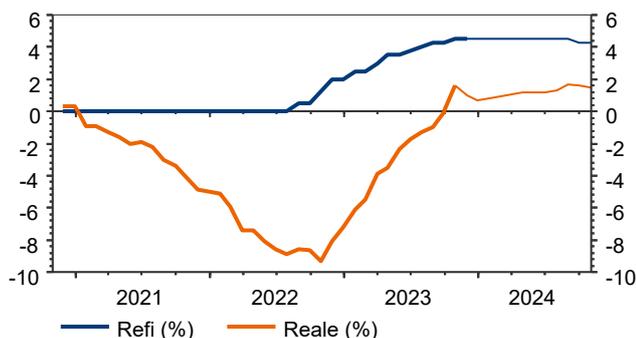
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	mar	giu	set	2/11	dic	mar	giu	set
Refi	3.50	4.00	4.50	<b>4.50</b>	4.50	4.50	4.50	4.25
Euribor 1m	2.92	3.40	3.85	<b>3.88</b>	3.90	3.92	3.93	3.77
Euribor 3m	3.04	3.58	3.95	<b>3.96</b>	4.01	4.01	3.99	3.79

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

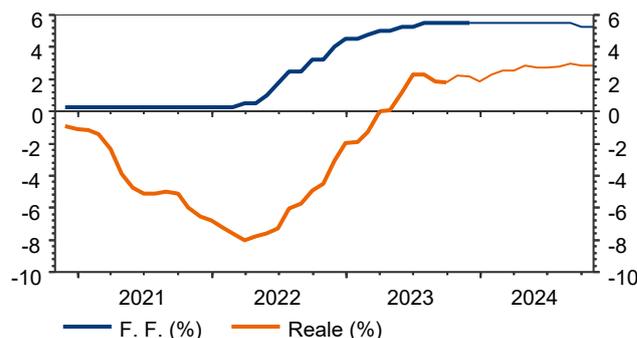


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	mar	giu	set	2/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	5.00	5.25	5.50	<b>5.50</b>	5.50	5.50	5.50	5.25
OIS 3m	4.93	5.27	5.41	<b>5.39</b>	5.41	5.47	5.47	5.28

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

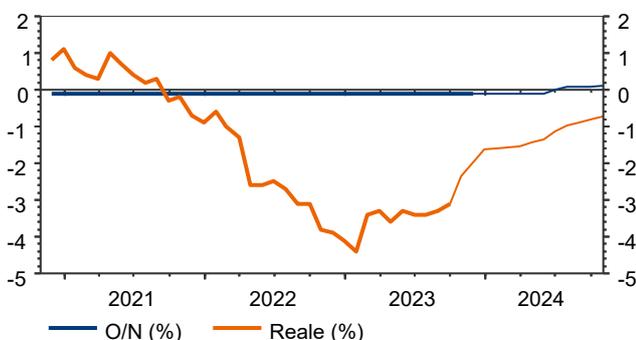


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	mar	giu	set	2/11	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	0.01	0.08
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	-0.05	0.06	0.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

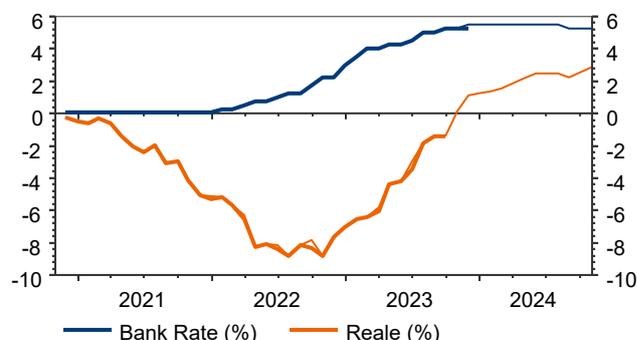


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	2/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	4.25	5.00	5.25	<b>5.25</b>	5.50	5.50	5.50	5.25
Libor GBP 3m	4.42	5.39	5.41	<b>5.38</b>	5.60	5.50	5.40	5.10

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	3/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.16	0.98	1.10	1.09	1.05	<b>1.0642</b>	1.06	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	114	148	135	142	149	<b>150.21</b>	149	142	135	127	122
GBP/USD	1.37	1.12	1.25	1.27	1.21	<b>1.2221</b>	1.23	1.26	1.27	1.28	1.30
EUR/CHF	1.06	0.99	0.98	0.96	0.97	<b>0.9627</b>	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	132	145	150	156	157	<b>159.88</b>	158	156	150	142	139
EUR/GBP	0.85	0.87	0.88	0.86	0.87	<b>0.8708</b>	0.86	0.87	0.87	0.88	0.88

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Aniello Dell'Anno  
Andrea Volpi  
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com  
simone.zava@intesasnpaolo.com