

Weekly Economic Monitor

Il punto

La settimana prossima tutta l'attenzione sarà concentrata sulle riunioni del FOMC (mercoledì) e del Consiglio Direttivo della BCE (giovedì). Ci aspettiamo in entrambi i casi un nulla di fatto, e le dichiarazioni dei due governatori potrebbero cercare di frenare le aspettative di mercato di corposi tagli dei tassi già nella prima metà del 2024. Le nuove proiezioni macroeconomiche potrebbero mostrare su entrambi i lati dell'Atlantico una limatura al ribasso delle attese sia di inflazione che di crescita (con l'eccezione della crescita negli Stati Uniti a fine 2023, che sarà rivista al rialzo). È in calendario, giovedì 14, anche la riunione della Bank of England, attesa anch'essa lasciare invariati i tassi.

Area euro. La BCE si avvicina alla riunione di politica monetaria del 14 dicembre in un contesto caratterizzato da forti aspettative di tagli dei tassi, sebbene differite al marzo 2024. Le cause del movimento di mercato (sorprese al ribasso sia dai dati di inflazione sia da quelli reali) si rifletteranno in un taglio delle proiezioni di inflazione e crescita del PIL dello staff BCE, che in questa occasione saranno estese al 2026. **La proiezione di crescita 2024 dovrebbe calare** almeno a 0,8%; tuttavia, il netto calo dei tassi a termine sul biennio 2024-25 rispetto a settembre sosterrà le stime per il biennio 2025-26. **Non ci saranno modifiche ai tassi** ufficiali a dicembre: il calo dell'inflazione e l'andamento della crescita peggiore delle attese sono coerenti con una conferma dell'indicazione che l'attuale livello dei tassi, se mantenuto abbastanza a lungo, sarà sufficiente a garantire il ritorno all'obiettivo del 2%. Riteniamo che il Consiglio Direttivo della BCE manterrà l'indicazione che le prossime decisioni dipenderanno dai dati e che saranno prese riunione per riunione: ciò esclude che verrà avviata una battaglia contro le attese di taglio implicite nei prezzi di mercato. Tuttavia, le aspettative incorporate oggi nella curva dei tassi sono a nostro avviso eccessive, considerando che il taglio dei tassi non avverrà in risposta a una recessione. Infine, la presidente Lagarde ha preannunciato che **il Consiglio inizierà a valutare l'opportunità di anticipare la riduzione dei reinvestimenti del portafoglio PEPP**; il comunicato potrebbe dichiarare che la BCE ora si attende di avviare tale processo dalla fine di marzo 2024: a nostro giudizio, tale mossa non sarebbe incoerente con l'avvio di una fase di taglio dei tassi nei mesi successivi. In sintesi, la discesa dell'inflazione, più rapida del previsto, dovrebbe portare questo mese all'**eliminazione dell'ultimo residuo di orientamento restrittivo** dal comunicato di politica monetaria, e **le proiezioni di inflazione mostreranno ulteriori progressi** verso il conseguimento dell'obiettivo. Difficile che la comunicazione contrasti attivamente le attese di tagli dei tassi, ma ci aspettiamo che sarà sottolineata la presenza di **rischi connessi a energia e salari** e, quindi, la necessità di **cautela e gradualità nella riduzione dei tassi ufficiali**.

I dati di questa settimana hanno mostrato un **calo della produzione industriale a ottobre (-0,4% m/m in Germania, -0,3% in Francia, -0,2% in Italia, -0,5% in Spagna)**, confermando che, sebbene le indagini di fiducia nel settore sembrano aver superato il punto di minimo, l'industria resta in una fase di contrazione dell'attività. **Il PIL dell'Eurozona relativo al 3° trimestre è stato confermato in calo di -0,1% t/t** (si è registrata una stagnazione degli investimenti per il secondo trimestre consecutivo); i primi dati su vendite al dettaglio e produzione industriale disponibili per ottobre suggeriscono la **possibilità di una nuova contrazione (anche più accentuata che in estate) a fine anno, per una media 2024 a 0,4%, un ritmo di crescita che pensiamo sarà mantenuto anche nel 2024 (una accelerazione, stimiamo a 1,5%, è rimandata al 2025)**.

La settimana prossima, i PMI flash di dicembre potrebbero suggerire che il ciclo sta toccando il minimo. L'indice potrebbe salire per il secondo mese nel settore manifatturiero (a 44,5 da 44,2), rimanendo comunque su livelli storicamente depressi; il ritmo di contrazione degli ordini (anche esteri) si sta attenuando e l'indicatore anticipatore 'ordinativi-scorte' sta risalendo dopo il minimo di agosto. Il PMI servizi potrebbe anch'esso aumentare per il secondo mese (a 48,9 da 48,7). Da

7 dicembre 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

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista – Asia Ex Giappone



monitorare la componente occupazionale, che nei mesi scorsi è tornata sotto 50 per quanto riguarda l'indice composito, ai minimi dal 2020. **L'indice ZEW tedesco potrebbe mostrare un'ulteriore ripresa guidata dalle aspettative**, tuttavia le valutazioni sulla situazione corrente, che mostrano una correlazione ben più elevata col PIL tedesco, dovrebbero rimanere depresse.

Stati Uniti. Anche per il FOMC che termina mercoledì 13 ci aspettiamo un nulla di fatto. L'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche potrebbe evidenziare una revisione al rialzo delle stime di crescita per fine 2023 (attorno al 2,5% dal 2,1% a/a di settembre), **ma con ogni probabilità al ribasso per il 2024** (stima di settembre: 1,5%; nostra stima: 1,2%; consenso Reuters: 0,8%), e, forse, per gli anni successivi. **La proiezione sul tasso di disoccupazione potrebbe essere rivista al rialzo** di un decimo per il 4° trimestre 2023 (dal 3,8% al 3,9%) e di qualche decimo per il 2024-25 da un precedente 4,1%. Infine, **per il deflatore dei consumi vediamo una revisione al ribasso** di uno/due decimi sia sul 2023 che sul 2024, sia per l'indice headline che per quello core. Vista l'evoluzione al ribasso, per il 2024 almeno, sia delle variabili di crescita che di quelle d'inflazione, **il grafico a punti dovrebbe vedere uno spostamento in senso dovish**, con un livello più basso dei tassi atteso sia per fine 2023 (da 5,6% a 5,4%, visto che il *dot plot* di settembre incorporava l'opzione per un ultimo rialzo a 5,50-5,75%) che, soprattutto, per fine 2024 (dal 5,1% precedente ad almeno 4,8%). La dispersione dei "punti" nel grafico potrebbe rimanere elevata sia con riferimento al 2024, che per gli anni successivi. Nella conferenza stampa, **Powell potrebbe provare a contrastare le attese di mercato di tagli dei tassi** ravvicinati da parte della Fed (anche se al momento le aspettative sono meno aggressive che per la BCE, e vedono poco più di mezzo punto di tagli entro metà 2024), facendo leva sulla resilienza della crescita e sul fatto che il ribilanciamento tra domanda e offerta sul mercato del lavoro non è ancora completato, e occorre tempo per vedere un rientro dell'inflazione in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Tuttavia, **difficilmente sarebbe credibile ogni residuo richiamo a un bias restrittivo** quale quello mantenuto ancora nella precedente riunione del 1° novembre.

I dati attesi nei giorni che precedono il FOMC potrebbero risultare interlocutori, in quanto dovrebbero mostrare venerdì 8 una moderata riaccelerazione del ritmo di creazione di posti di lavoro a novembre (dovuta alla fine degli scioperi nel settore auto) e **martedì 12 una sostanziale stabilità dell'inflazione (sempre relativa al mese di novembre)**. **Per il CPI ci aspettiamo una discesa di appena un decimo sia sull'indice generale** (3,1% a/a da 3,2%, con prezzi in aumento di un decimo nel mese dopo la stabilità di ottobre, con la componente energetica stimata in calo di -1,5% m/m dopo il -2,5% di ottobre) **che su quello core** (3,9% a/a da 4%, con variazione mensile stabile a 0,2% m/m). Il Manheim Used Vehicle Value Index suggerisce una **flessione dei listini delle auto usate** (-1,9% m/m nelle prime due settimane del mese), e le indagini di novembre hanno indicato in media minori pressioni sui prezzi rispetto a ottobre. **Ci aspettiamo un ulteriore rallentamento dei prezzi dei servizi abitativi**, che a ottobre erano decelerati a 0,3% m/m, la metà del ritmo registrato a settembre. **In prospettiva, stimiamo un CPI a dicembre sui livelli del mese precedente sull'indice headline, mentre potrebbe accelerare al ribasso la discesa dell'indice core** (che vediamo al 3,6% a fine anno).

Gli altri dati in calendario in settimana, nei giorni successivi al FOMC, sono le vendite al dettaglio il 14 dicembre, e produzione industriale e indici PMI il 15 dicembre. **Per le vendite, ci aspettiamo una correzione di due decimi a novembre**, sulla scia della flessione del comparto auto (i volumi presso i concessionari sono scesi di -1,2% m/m), **e di un decimo al netto delle auto**; è possibile un ulteriore rallentamento anche delle vendite "core" (*retail group*), che già in ottobre erano decelerate da 0,7% a 0,2% m/m, segnalando un minor vigore dei **consumi di contabilità nazionale (che potrebbero registrare nel trimestre in corso un ritmo pari a meno della metà del 3,6% t/t ann. visto in estate)**.

Sempre a novembre, la produzione industriale potrebbe rimbalzare marginalmente, visto che il calo di ottobre era dovuto quasi interamente agli scioperi nel settore auto (che aveva registrato

un -10% m/m); le indagini (soprattutto l'ISM) rimangono peraltro coerenti con una sostanziale stagnazione dell'attività produttiva nell'industria (e il Beige Book di novembre ha segnalato un peggioramento delle prospettive per il settore manifatturiero). Tali indicazioni di debolezza in chiave prospettica dovrebbero essere confermate dai **PMI di dicembre, che potrebbero mostrare un calo** di tre decimi (a 49,1) nel manifatturiero e di 4 decimi nei servizi (l'indice rimarrebbe comunque, in questo caso, in territorio espansivo, a 50,4).

Regno Unito. Sempre giovedì 14 è in calendario anche la riunione del Monetary Policy Committee della Bank of England. Anche per la BoE ci aspettiamo tassi invariati. Possibile, ma più incerto che per Fed e BCE, è l'abbandono dell'orientamento restrittivo che era stato mantenuto anche nell'ultima riunione del 2 novembre. In quell'occasione, la BoE aveva sì lasciato i tassi invariati a 5,25% per il secondo meeting consecutivo, ma aveva mantenuto le **porte aperte a un altro rialzo in caso di intensificazione delle pressioni inflazionistiche, una eventualità che oggi appare decisamente meno probabile rispetto a un mese fa**. Nella revisione delle proiezioni macroeconomiche effettuata il mese scorso nel *Monetary Policy Report*, la BoE aveva **rivisto al ribasso le previsioni di crescita per l'anno prossimo, da 0,5% a zero, alzando però al contempo le stime di inflazione per i prossimi due anni**: in particolare, la previsione per il 2025 era stata portata al 2% da un precedente 1,5%. Le attese di crescita restavano improntate a debolezza: il PIL era visto a 0,5% (invariato) quest'anno, a zero (rivisto al ribasso) nel 2024, a 0,25% (invariato) nel 2025, e a 0,75% nel 2026. Le proiezioni di inflazione si collocavano al 4,75% (rivisto al ribasso da 5%) quest'anno, al 3,25% (rivisto al rialzo da 2,5%) il prossimo, al 2% nel 2025 (rivisto al rialzo), e all'1,5% nel 2026. Tali proiezioni lasciano presagire che **la BoE non dovrebbe anticipare Fed e BCE nella svolta di policy, ma poi, una volta avviato un ciclo espansivo, potrebbe ridurre i tassi di riferimento in misura più consistente**.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (11-15 dicembre)

| Data | Ora | Paese | Dato | * | Periodo | Precedente | | Consenso | |
|-------|-------|---------------------------------------|-------|-------------------------------------------|---------|---------------------------|-----------|----------|--------|
| Mar | 12/12 | 00:00 | CN | M2 a/a | * | nov | 10.3 | % | 10.1 |
| | | 00:00 | CN | Finanza sociale aggregata (flusso) | * | nov | 1850.0 | Mld ¥ CN | 2600.0 |
| | | 00:00 | CN | Nuovi prestiti bancari (flusso) | * | nov | 738.4 | Mld ¥ CN | 1300.0 |
| | | 08:00 | GB | Retribuzioni medie | | ott | 7.9 | % | |
| | | 08:00 | GB | Tasso di disoccupazione ILO | | ott | 4.2 | % | |
| | | 11:00 | GER | ZEW (Sit. corrente) | | dic | -79.8 | | |
| | | 11:00 | GER | ZEW (Sentiment econ.) | ** | dic | 9.8 | | |
| | | 14:30 | USA | CPI m/m | * | nov | 0.0 | % | 0.1 |
| | | 14:30 | USA | CPI a/a | | nov | 3.2 | % | |
| | | 14:30 | USA | CPI (escluso alimentari, energia) m/m | ** | nov | 0.2 | % | 0.2 |
| 14:30 | USA | CPI (escluso alimentari, energia) a/a | | nov | 4.0 | % | | | |
| Mer | 13/12 | 00:50 | GIA | Tankan, grandi imprese non manifatturiere | ** | T4 | 27 | | |
| | | 00:50 | GIA | Tankan, grandi imprese manifatturiere | ** | T4 | 9 | | |
| | | 08:00 | GB | Produzione industriale m/m | * | ott | 0.0 | % | |
| | | 11:00 | EUR | Produzione industriale m/m | ** | ott | -1.1 | % | |
| | | 14:30 | USA | PPI m/m | | nov | -0.5 | % | 0.1 |
| | | 14:30 | USA | PPI (escl. alimentari, energia) m/m | * | nov | 0.0 | % | 0.2 |
| Gio | 14/12 | 00:50 | GIA | Ordinativi di macchinari m/m | | ott | 1.4 | % | |
| | | 05:30 | GIA | Produzione industriale m/m finale | | ott | prel 1.0 | % | |
| | | 09:00 | SPA | IPCA a/a finale | | nov | prel 3.2 | % | |
| | | 14:30 | USA | Richieste di sussidio | * | settim | | x1000 | |
| | | 14:30 | USA | Sussidi di disoccupazione esistenti | * | settim | | Mln | |
| | | 14:30 | USA | Vendite al dettaglio m/m | ** | nov | -0.1 | % | -0.1 |
| | | 14:30 | USA | Vendite al dettaglio ex-auto m/m | ** | nov | 0.1 | % | -0.1 |
| | | 14:30 | USA | Prezzi all'import m/m | | nov | -0.8 | % | |
| | | 16:00 | USA | Scorte delle imprese m/m | | ott | 0.4 | % | 0.1 |
| | | Ven | 15/12 | 01:30 | GIA | PMI manifatturiero prelim | | dic | 48.3 |
| 03:00 | CN | | | Vendite al dettaglio a/a | * | nov | 7.6 | % | 12.5 |
| 03:00 | CN | | | Investimenti fissi urbani cumulati a/a | * | nov | 2.9 | % | 3.0 |
| 03:00 | CN | | | Vendite al dettaglio cumulate a/a | | nov | 6.9 | % | |
| 03:00 | CN | | | Produzione industriale cumulata a/a | | nov | 4.1 | % | |
| 03:00 | CN | | | Produzione industriale a/a | | nov | 4.6 | % | 5.6 |
| 08:45 | FRA | | | CPI m/m Ex Tob | * | nov | 0.1 | % | |
| 08:45 | FRA | | | IPCA m/m finale | * | nov | prel -0.3 | % | |
| 08:45 | FRA | | | IPCA a/a finale | | nov | prel 3.8 | % | |
| 09:15 | FRA | | | PMI servizi prelim | * | dic | 45.4 | | |
| 09:15 | FRA | | | PMI manifatturiero prelim | * | dic | 42.9 | | |
| 09:30 | GER | | | PMI servizi prelim | * | dic | 49.6 | | |
| 09:30 | GER | | | PMI manifatturiero prelim | * | dic | 42.6 | | |
| 10:00 | ITA | | | Prezzi al consumo m/m finale | * | nov | prel -0.4 | % | |
| 10:00 | ITA | | | IPCA a/a finale | | nov | prel 0.8 | % | |
| 10:00 | ITA | | | IPCA m/m finale | * | nov | prel -0.4 | % | |
| 10:00 | ITA | | | Prezzi al consumo a/a finale | | nov | prel 0.8 | % | |
| 10:00 | EUR | | | PMI servizi prelim | ** | dic | 48.7 | | |
| 10:00 | EUR | | | PMI composito prelim | ** | dic | 47.6 | | |
| 10:00 | EUR | | | PMI manifatturiero prelim | ** | dic | 44.2 | | |
| 10:30 | GB | | | PMI servizi prelim | * | dic | 50.9 | | |
| 10:30 | GB | | | PMI manifatturiero prelim | * | dic | 47.2 | | |
| 11:00 | EUR | | | Costo del lavoro Eurozona | | T3 | 4.5 | % | |
| 11:00 | ITA | | | Bilancia commerciale (totale) | | ott | 2.4 | Mld € | |
| 11:00 | ITA | | | Bilancia commerciale (UE) | | ott | -0.5 | Mld € | |
| 14:30 | USA | | | Indice Empire Manufacturing | * | dic | 9.1 | | |
| 15:15 | USA | | | Impiego capacità produttiva | | nov | 78.9 | % | 79.1 |
| 15:15 | USA | | | Produzione industriale m/m | | nov | -0.6 | % | 0.2 |
| 15:45 | USA | | | Markit PMI Servizi prelim. | * | dic | 50.8 | | |
| 15:45 | USA | | | Markit PMI Manif. prelim. | * | dic | 49.4 | | |
| 15:45 | USA | Markit PMI Composito prelim. | | dic | 50.7 | | | | |

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 (11-15 dicembre)

| Data | Ora | Paese | * Evento |
|-------------|-------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| Mer | 13/12 20:00 | USA | ** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 5,25-5,50%) |
| | 20:30 | USA | ** Conferenza stampa di Powell (Fed) |
| Gio | 14/12 13:00 | GB | ** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 5,25%) |
| | 14:15 | EUR | ** BCE annuncio tassi (previsione ISP: refi rate 4,50%, depo rate 4,00%) |
| | 14:45 | EUR | ** Conferenza stampa di Lagarde (BCE) |
| | -- | UE | * Consiglio europeo |
| Ven | 15/12 11:00 | GB | Discorso di Ramsden (BoE) |
| | 12:20 | EUR | Discorsi di Vasle, Kazimir, Muller, Scicluna, Simkus, Vujcic (BCE) |
| | -- | LET | S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano della Lettonia |
| | -- | UE | * Consiglio Europeo |

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

| Dato | Periodo | Precedente | | Consenso | Effettivo |
|--------------------------------------------|---------|--------------------------|--------|----------|-----------|
| Ordinativi industriali m/m | ott | 2.3 (2.8) | % | -2.8 | -3.6 |
| Ordinativi, beni durevoli m/m finale | ott | -5.4 | % | | -5.4 |
| Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale | ott | 0.0 | % | | 0.0 |
| Markit PMI Composito finale | nov | 50.7 | | | 50.7 |
| Markit PMI Servizi finale | nov | 50.8 | | | 50.8 |
| Indice ISM non manifatturiero composito | nov | 51.8 | | 52.0 | 52.7 |
| Nuovi occupati: stima ADP | nov | 106 (113) | x1000 | 130 | 103 |
| Costo unitario del lavoro t/t ann. finale | T3 | -0.8 | % | -0.9 | -1.2 |
| Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale | T3 | 4.7 | % | 4.9 | 5.2 |
| Bilancia commerciale | ott | -61.2 (-61.5) | Mld \$ | -64.2 | -64.3 |
| Richieste di sussidio | settim | 218 | x1000 | 222 | |
| Sussidi di disoccupazione esistenti | settim | 1.927 | Mln | 1.910 | |
| Tasso di disoccupazione | nov | 3.9 | % | 3.9 | |
| Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli | nov | 150 | x1000 | 180 | |
| Salari orari m/m | nov | 0.2 | % | 0.3 | |
| Fiducia famiglie (Michigan) prelim | dic | 61.3 | | 62.0 | |

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

Area euro

| Paese | Dato | Periodo | Precedente | | Consenso | Effettivo |
|-------|------------------------------|---------|------------------------|-------|----------|-----------|
| EUR | PMI servizi finale | nov | 48.2 | | 48.2 | 48.7 |
| EUR | PMI composito finale | nov | 47.1 | | 47.1 | 47.6 |
| EUR | PPI a/a | ott | -12.4 | % | -9.5 | -9.4 |
| EUR | Vendite al dettaglio m/m | ott | -0.1 (-0.3) | % | 0.2 | 0.1 |
| EUR | PIL t/t finale | T3 | prel -0.1 | % | -0.1 | -0.1 |
| EUR | PIL a/a finale | T3 | prel 0.1 | % | 0.1 | 0.0 |
| EUR | Occupazione t/t | T3 | 0.1 (0.3) | % | 0.3 | 0.2 |
| FRA | Produzione industriale m/m | ott | -0.6 (-0.5) | % | 0.2 | -0.3 |
| FRA | PMI servizi finale | nov | 45.3 | | 45.3 | 45.4 |
| GER | Bilancia commerciale destag. | ott | 16.7 (16.5) | Mld € | 17.1 | 17.8 |
| GER | PMI servizi finale | nov | 48.7 | | 48.7 | 49.6 |
| GER | Ordini all'industria m/m | ott | 0.7 (0.2) | % | 0.2 | -3.7 |
| GER | Produzione industriale m/m | ott | -1.3 (-1.4) | % | 0.2 | -0.4 |
| GER | CPI m/m finale | nov | -0.4 | % | -0.4 | |
| GER | CPI a/a finale | nov | 3.2 | % | 3.2 | |
| GER | IPCA m/m finale | nov | -0.7 | % | -0.7 | |
| GER | IPCA a/a finale | nov | 2.3 | % | 2.3 | |
| ITA | PMI servizi | nov | 47.7 | | 48.2 | 49.5 |
| ITA | Produzione industriale m/m | ott | 0.1 (0.0) | % | -0.3 | -0.2 |
| ITA | Vendite al dettaglio a/a | ott | 1.2 (1.3) | % | | 0.3 |
| SPA | Produzione industriale a/a | ott | -1.2 (-1.4) | % | -1.7 | -1.5 |

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

Germania: nessuna ripresa in vista per l'industria. La produzione industriale tedesca ha registrato il quinto calo consecutivo in ottobre. L'output nel manifatturiero è ancora lontano dai livelli pre-Covid mentre il settore delle costruzioni versa in una profonda crisi. Le prospettive per la domanda restano deboli, per cui una possibile ripresa nell'industria è ancora lontana.

Francia: produzione industriale in calo per il terzo mese, manifattura sostanzialmente stagnante. La produzione industriale è scesa di -0,3% m/m a ottobre, da un precedente -0,6% m/m. La produzione manifatturiera è aumentata di un modesto 0,1% m/m dopo il -0,9% cumulato dei due mesi precedenti, lasciando il settore in rotta per una contrazione nel 4° trimestre. Si intensificano i rischi di ribasso sulla crescita nell'ultimo trimestre del 2023.

Italia: torna a calare la produzione industriale. La produzione industriale è tornata a calare a ottobre, confermando che l'interruzione della caduta vista nei mesi precedenti non era un segnale di svolta del ciclo. Se non altro però, l'industria sta frenando il PIL in minor misura di quanto accaduto nella maggior parte dell'ultimo anno. È presto per vedere una significativa ripartenza, che potrebbe essere rimandata alla seconda metà del 2024 in concomitanza con la ripresa del commercio mondiale. Abbiamo recentemente rivisto al ribasso la nostra stima di crescita del PIL italiano nel 2024, a 0,7% da un precedente 1%. L'anno prossimo dunque non mostrerebbe una accelerazione rispetto al 2023, che sarebbe rimandata al 2025 (quando stimiamo una espansione dell'1,2%).

Area Euro: difficile per la BCE contrastare le attese di taglio dei tassi. La discesa dell'inflazione, più rapida del previsto, dovrebbe portare questo mese all'eliminazione dell'ultimo residuo di orientamento restrittivo dal comunicato di politica monetaria. Le proiezioni di inflazione mostreranno ulteriori progressi verso il conseguimento dell'obiettivo. Difficile che la comunicazione contrasti attivamente le attese di taglio dei tassi, ma ci aspettiamo che sarà sottolineata la presenza di rischi connessi a energia e salari e, quindi, la necessità di cautela nella gestione della politica monetaria.

Giappone

| Dato | Periodo | Precedente | | Consenso | Effettivo |
|----------------------------|---------|------------|---|----------|-----------|
| Consumi delle famiglie a/a | ott | -2.8 | % | -3.0 | |
| PIL t/t, ann. finale | T3 | -2.1 | % | -2.0 | |
| PIL t/t finale | T3 | -0.5 | % | -0.5 | |

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

Cina

| Dato | Periodo | Precedente | | Consenso | Effettivo |
|--------------------------|---------|------------|-------------|----------|-----------|
| PMI servizi - Caixin | nov | 50.4 | | | 51.5 |
| Esportazioni in USD a/a | nov | -6.4 | % | -1.1 | 0.5 |
| Importazioni in USD a/a | nov | 3.0 | % | 3.3 | -0.6 |
| Bilancia commerciale USD | nov | 56.53 | Mld \$ | 58.00 | 68.39 |
| Riserve in valuta estera | nov | 3.101 | 1000 Mld \$ | 3.120 | 3.172 |
| CPI m/m | nov | -0.1 | % | -0.1 | |
| CPI a/a | nov | -0.2 | % | -0.1 | |
| PPI a/a | nov | -2.6 | % | -2.8 | |

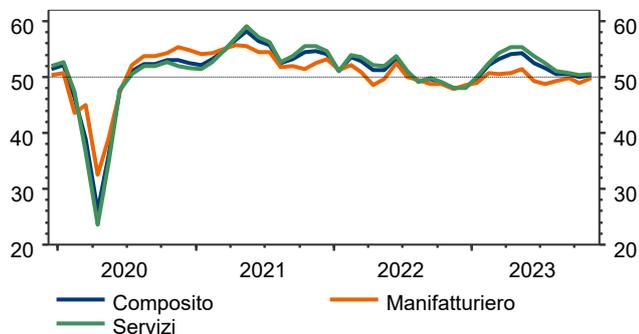
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Cina: PMI servizi in modesto aumento. L'indice PMI dei servizi rilevato da Caixin-S&P è salito da 50,4 in ottobre a 51,5 in novembre, contrariamente a quello del NBS. La media dei due indici è rimasta sostanzialmente invariata da settembre, segnalando solo una modesta espansione dell'attività nel settore, su ritmi di molto inferiori a quelli pre-pandemici.

Cina: commercio estero. La dinamica delle esportazioni è tornata lievemente positiva dopo sei mesi di cali, aiutata da un effetto base favorevole e da una continua riduzione dei prezzi di vendita che gli operatori operano per mantenere quote di mercato ma che difficilmente potrà perdurare. Le importazioni hanno invece sorpreso al ribasso ma continueranno a godere del supporto degli investimenti in infrastrutture.

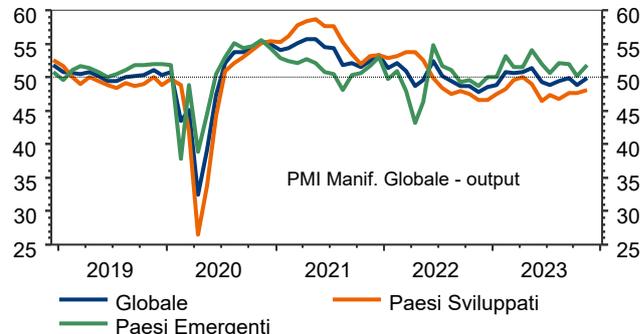
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



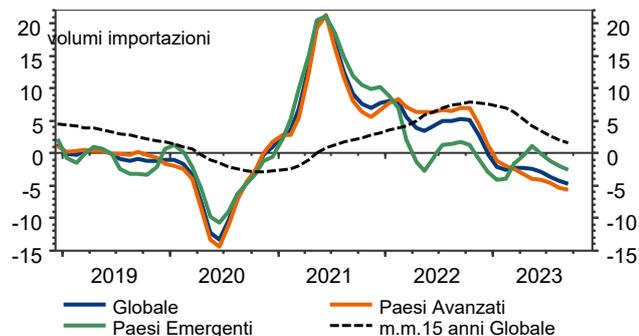
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



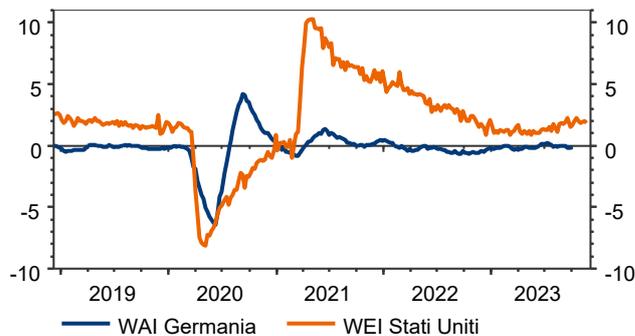
Fonte: S&P Global

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



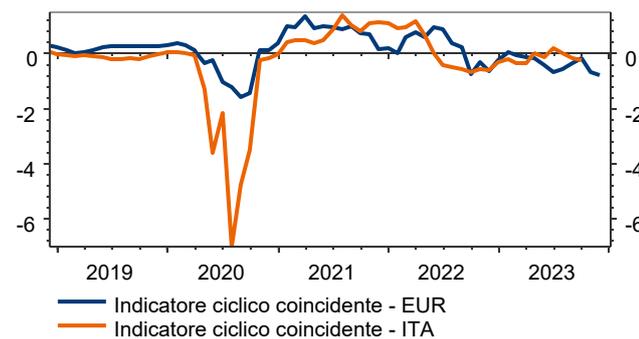
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



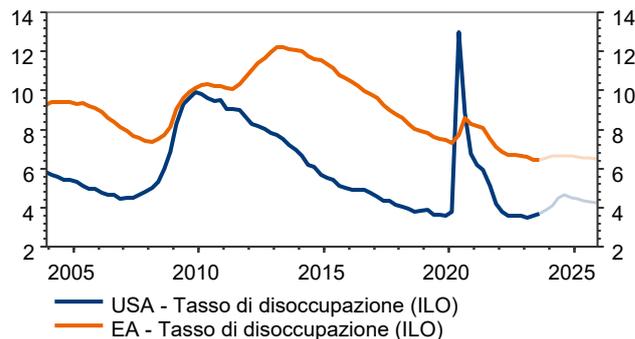
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

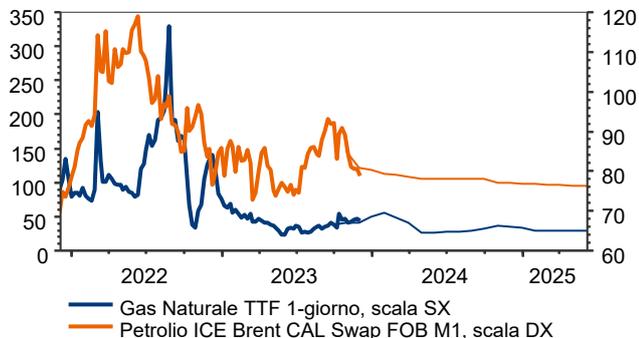
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

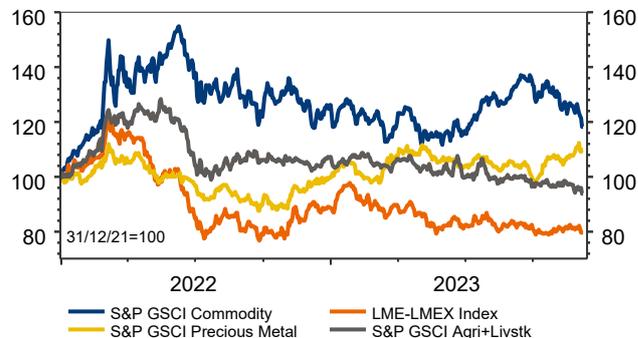
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



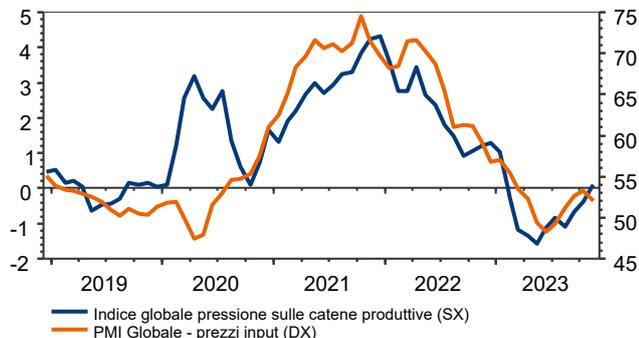
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



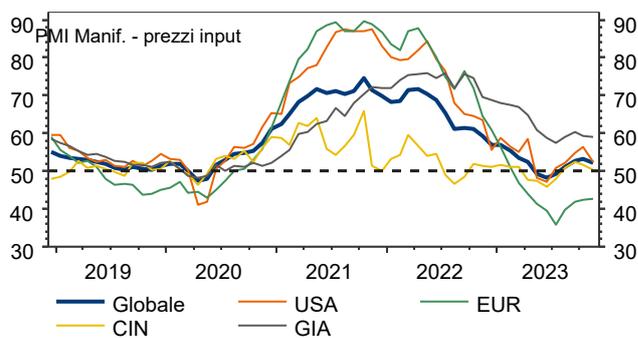
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



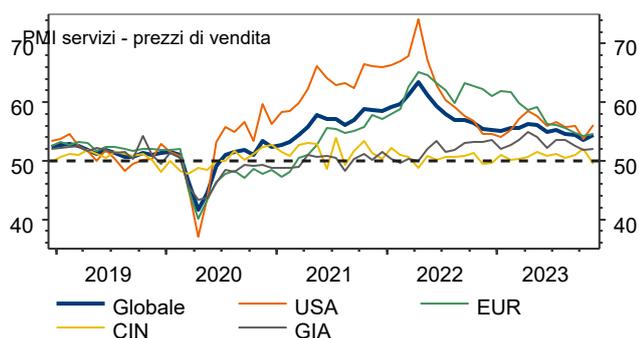
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



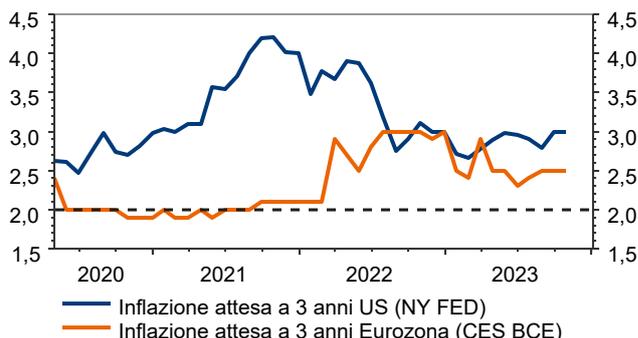
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

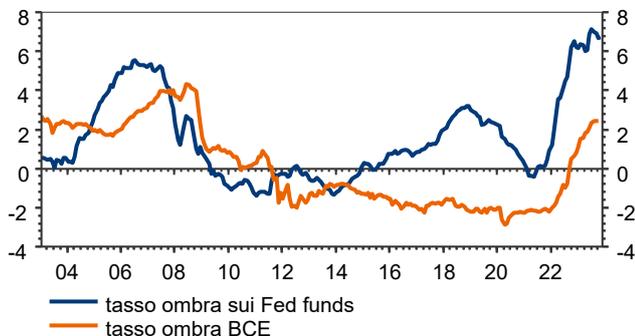
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

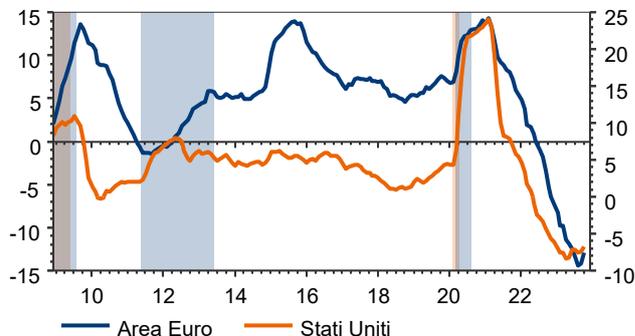
Condizioni Finanziarie

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



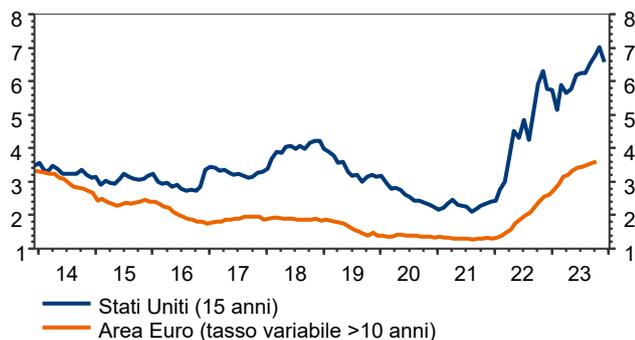
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



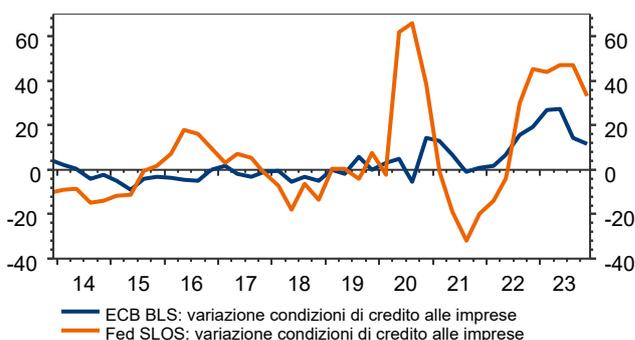
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



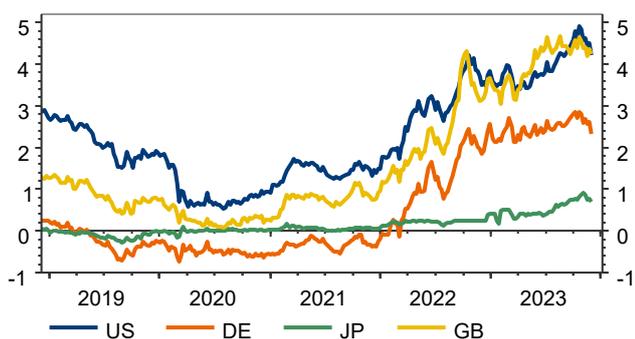
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



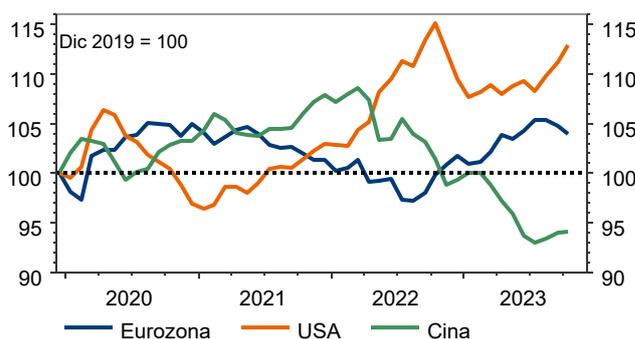
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

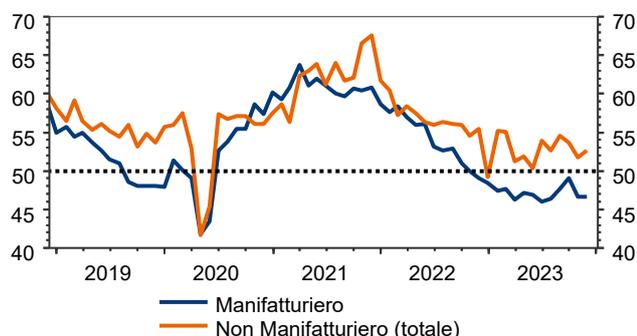
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

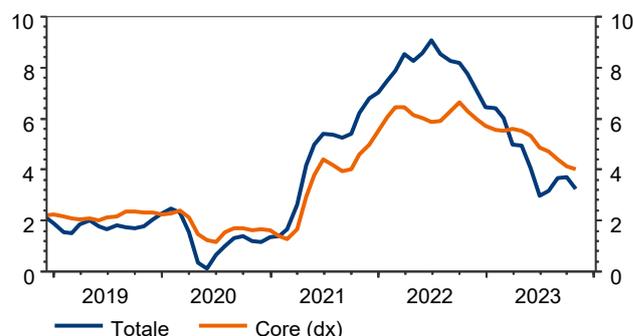
Stati Uniti

Indagini ISM



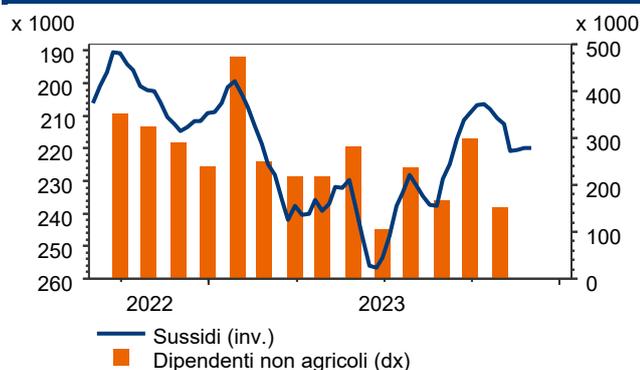
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



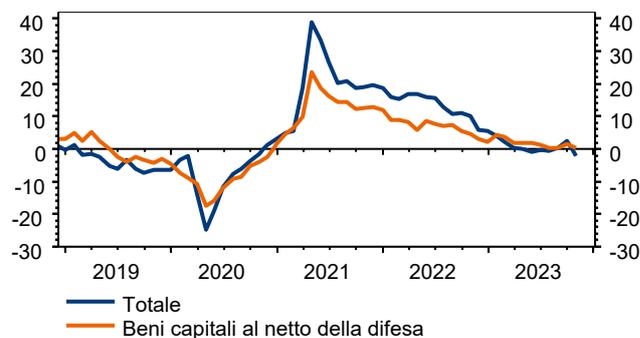
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

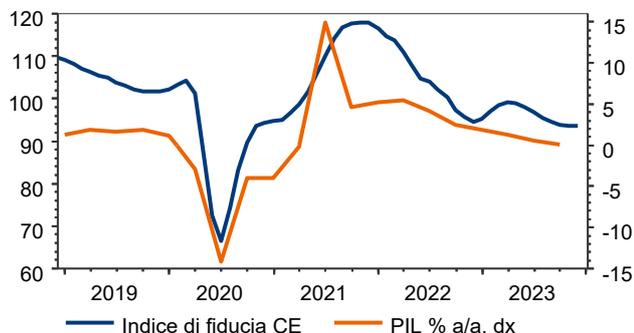
Previsioni

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | | 2023 | | | 2024 | | |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-----|------|------|------|
| | | | | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) | 1.9 | 2.5 | 1.5 | 1.7 | 0.7 | 1.7 | 2.4 | 3.0 | 2.8 | 2.2 | 1.9 |
| - trim./trim. annualizzato | | | | 2.7 | 2.6 | 2.2 | 2.1 | 5.2 | 1.7 | 0.1 | 0.5 |
| Consumi privati | 2.5 | 2.2 | 1.2 | 1.6 | 1.2 | 3.8 | 0.8 | 3.6 | 1.8 | 0.3 | 0.6 |
| IFL - privati non residenziali | 5.2 | 4.3 | 0.6 | 4.7 | 1.7 | 5.7 | 7.4 | 1.3 | 1.3 | -1.7 | -0.5 |
| IFL - privati residenziali | -9.0 | -11.1 | 4.2 | -26.4 | -24.9 | -5.3 | -2.2 | 6.2 | -4.0 | -1.6 | 4.8 |
| Consumi e inv. pubblici | -0.9 | 3.9 | 1.8 | 2.9 | 5.3 | 4.8 | 3.3 | 5.5 | 2.3 | 1.0 | 0.8 |
| Esportazioni | 7.0 | 2.5 | 1.1 | 16.2 | -3.5 | 6.8 | -9.3 | 6.0 | 1.2 | 0.6 | 1.1 |
| Importazioni | 8.6 | -1.7 | 1.0 | -4.8 | -4.3 | 1.3 | -7.6 | 5.2 | 0.5 | 0.5 | 1.5 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | 0.5 | -0.3 | 0.1 | -0.4 | 1.5 | -2.3 | -0.2 | 1.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Partite correnti (% PIL) | -3.8 | -3.1 | -3.1 | | | | | | | | |
| Deficit pubblico (% PIL) | -4.5 | -7.4 | -7.1 | | | | | | | | |
| Debito pubblico (% PIL) | 142.0 | 140.9 | 144.1 | | | | | | | | |
| 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 | 0.2 | 0.1 | 0.5 | -0.6 | -0.1 | 0.2 | 0.5 | -0.6 | -0.1 | 0.1 |
| Disoccupazione (%) | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.6 | 3.6 | 3.5 | 3.6 | 3.7 | 3.9 | 3.8 | 3.7 |

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

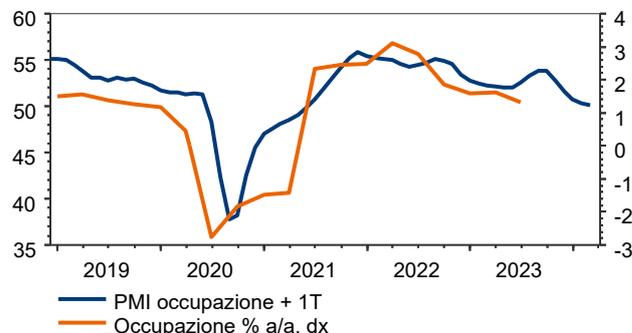
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

| | INDICI | | | | Var. % a/a | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|
| | IPCA | Core BCE | Core ex AEAT | IPCA ex tob | IPCA BCE | Core 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 | 117.1 | 124.1 | 4.3 | 5.5 | 4.5 | 4.3 |
| ott-23 | 124.5 | 120.4 | 117.3 | 124.2 | 2.9 | 5.0 | 4.2 | 2.8 |
| nov-23 | 123.9 | 119.8 | 116.6 | 123.4 | 2.4 | 4.2 | 3.6 | 2.2 |
| dic-23 | 124.2 | 120.3 | 117.3 | 123.7 | 3.1 | 3.9 | 3.6 | 2.9 |
| Media | 123.2 | 118.9 | 115.9 | 122.8 | 5.4 | 6.2 | 5.0 | 5.4 |

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 | 123.5 | 119.2 | 116.2 | 123.0 | 2.7 | 3.4 | 3.4 | 2.5 |
| feb-24 | 124.2 | 120.0 | 116.8 | 123.7 | 2.4 | 3.2 | 3.1 | 2.3 |
| mar-24 | 125.2 | 121.2 | 118.0 | 124.7 | 2.3 | 2.9 | 2.8 | 2.2 |
| apr-24 | 125.9 | 122.0 | 119.0 | 125.4 | 2.3 | 2.7 | 2.7 | 2.1 |
| mag-24 | 126.1 | 122.1 | 119.0 | 125.5 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.2 |
| giu-24 | 126.4 | 122.4 | 119.2 | 125.8 | 2.3 | 2.4 | 2.3 | 2.2 |
| lug-24 | 126.1 | 122.1 | 118.7 | 125.5 | 2.2 | 2.2 | 2.0 | 2.1 |
| ago-24 | 126.4 | 122.5 | 119.0 | 125.9 | 1.9 | 2.1 | 1.9 | 1.8 |
| set-24 | 126.8 | 122.8 | 119.4 | 126.3 | 1.9 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| ott-24 | 127.1 | 122.9 | 119.6 | 126.6 | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 1.9 |
| nov-24 | 126.8 | 122.5 | 119.2 | 126.2 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 2.3 |
| dic-24 | 127.1 | 122.9 | 119.8 | 126.5 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.2 |
| Media | 126.0 | 121.9 | 118.7 | 125.4 | 2.3 | 2.5 | 2.4 | 2.1 |

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.

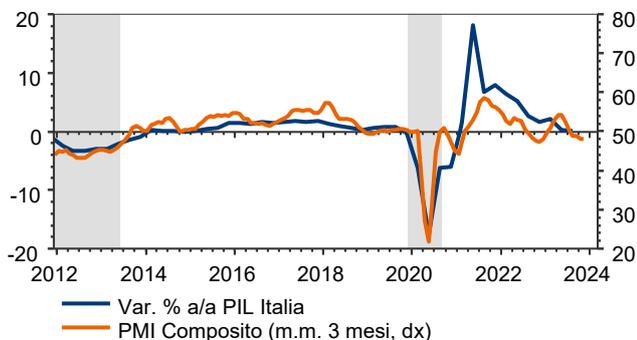
Previsioni

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | | 2023 | | 2024 | | | |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 |
| PIL (prezzi costanti, a/a) | 3.4 | 0.4 | 0.4 | 2.4 | 1.8 | 1.3 | 0.6 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | 0.0 |
| - t/t | | | | 0.5 | -0.1 | 0.1 | 0.1 | -0.1 | -0.2 | 0.1 | 0.2 |
| Consumi privati | 4.2 | 0.5 | 0.8 | 1.3 | -0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.3 |
| Investimenti fissi | 2.8 | 0.8 | 0.4 | 1.3 | -0.4 | 0.4 | -0.1 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | 0.4 |
| Consumi pubblici | 1.6 | 0.1 | 0.5 | -0.1 | 0.5 | -0.5 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Esportazioni | 7.4 | -0.7 | 0.3 | 1.2 | -0.3 | -0.3 | -1.1 | -1.1 | 0.1 | 0.3 | 0.4 |
| Importazioni | 8.0 | -1.3 | 1.0 | 2.4 | -1.1 | -1.6 | 0.0 | -1.2 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | 0.3 | -0.2 | 0.0 | 0.1 | -0.1 | -0.5 | 0.7 | -0.3 | -0.1 | 0.1 | 0.0 |
| Partite correnti (% PIL) | -0.7 | 1.4 | 1.8 | | | | | | | | |
| Deficit pubblico (% PIL) | -3.6 | -3.5 | -3.0 | | | | | | | | |
| Debito pubblico (% PIL) | 91.0 | 90.0 | 89.7 | | | | | | | | |
| Prezzi al consumo (a/a) | 8.4 | 5.4 | 2.3 | 9.3 | 10.0 | 8.0 | 6.2 | 5.0 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |
| Produzione industriale (a/a) | 2.2 | -2.4 | 0.0 | 3.3 | 2.2 | 0.3 | -1.2 | -4.8 | -4.1 | -2.6 | -0.7 |
| Disoccupazione (%) | 6.7 | 6.5 | 6.8 | 6.7 | 6.7 | 6.6 | 6.5 | 6.5 | 6.6 | 6.7 | 6.9 |
| Euribor 3 mesi | 0.34 | 3.43 | 3.75 | 0.48 | 1.77 | 2.63 | 3.36 | 3.78 | 3.97 | 3.90 | 3.86 |

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

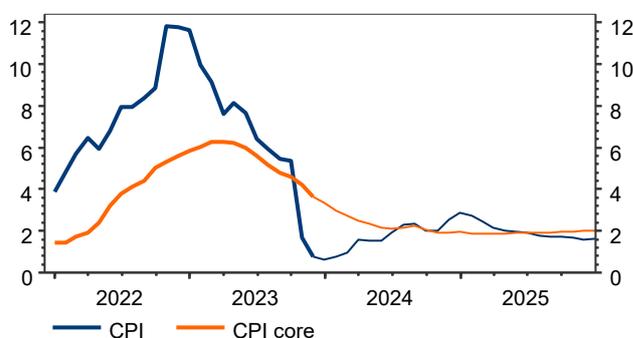
Italia

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 | 122.2 | 120.1 | 119.1 | 119.2 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| nov-23 | 121.7 | 119.6 | 118.6 | 118.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| dic-23 | 121.9 | 119.8 | 118.9 | 119.0 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| Media | 121.0 | 119.6 | 118.6 | 118.7 | 5.9 | 5.6 | 5.4 | 5.4 |

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 | 120.2 | 120.0 | 119.0 | 119.1 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| feb-24 | 120.5 | 120.4 | 119.5 | 119.5 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| mar-24 | 122.2 | 120.7 | 119.8 | 119.8 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.5 |
| apr-24 | 123.1 | 121.1 | 120.1 | 120.1 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| mag-24 | 123.5 | 121.5 | 120.4 | 120.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.5 |
| giu-24 | 124.1 | 122.0 | 120.9 | 120.9 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 1.9 |
| lug-24 | 122.7 | 122.5 | 121.3 | 121.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.2 |
| ago-24 | 122.9 | 122.9 | 121.7 | 121.7 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.2 |
| set-24 | 124.5 | 122.7 | 121.6 | 121.6 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.9 |
| ott-24 | 124.7 | 122.5 | 121.3 | 121.3 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 1.8 |
| nov-24 | 124.8 | 122.7 | 121.4 | 121.4 | 2.5 | 2.6 | 2.4 | 2.3 |
| dic-24 | 125.3 | 123.2 | 122.0 | 122.0 | 2.8 | 2.9 | 2.6 | 2.5 |
| Media | 123.2 | 121.8 | 120.8 | 120.8 | 1.8 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |

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 | 0.7 | 0.7 | 2.6 | 1.6 | 2.1 | 0.3 | 0.1 | 0.3 | -0.1 | 0.5 |
| - t/t | | | | 0.3 | -0.2 | 0.6 | -0.4 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 |
| Consumi privati | 5.0 | 1.5 | 0.9 | 2.5 | -1.6 | 0.6 | 0.0 | 0.7 | -0.2 | 0.2 | 0.3 |
| Investimenti fissi | 10.1 | 0.5 | 0.2 | -0.2 | 0.9 | 1.0 | -2.0 | -0.1 | 0.4 | 0.0 | 0.1 |
| Consumi pubblici | 0.7 | -0.4 | -0.1 | -0.1 | 0.4 | 0.4 | -1.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| Esportazioni | 10.7 | -0.1 | 2.4 | -0.1 | 1.5 | -1.4 | -1.1 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| Importazioni | 13.1 | 0.0 | 1.2 | 2.8 | -2.1 | 0.2 | 0.7 | -2.0 | 0.5 | 0.7 | 0.7 |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.7 | -0.2 | -0.3 | -0.2 | -0.7 | 0.4 | 0.8 | -1.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Partite correnti (% PIL) | -1.3 | 1.3 | 0.8 | | | | | | | | |
| Deficit pubblico (% PIL) | -8.0 | -5.4 | -4.6 | | | | | | | | |
| Debito pubblico (% PIL) | 141.7 | 140.5 | 140.8 | | | | | | | | |
| Prezzi al consumo (IPCA, a/a) | 8.7 | 5.9 | 1.8 | 8.9 | 12.5 | 9.5 | 7.8 | 5.8 | 1.1 | 1.1 | 1.6 |
| Produzione industriale (a/a) | 0.4 | -2.3 | 0.1 | 0.3 | -2.0 | -1.3 | -3.8 | -2.8 | -1.3 | -1.0 | 0.3 |
| Disoccupazione (ILO, %) | 8.1 | 7.6 | 7.9 | 8.0 | 7.9 | 7.9 | 7.6 | 7.4 | 7.6 | 7.8 | 8.0 |
| Tasso a 10 anni (%) | 3.05 | 4.19 | 4.09 | 3.50 | 4.13 | 4.13 | 4.09 | 4.18 | 4.36 | 4.11 | 4.19 |

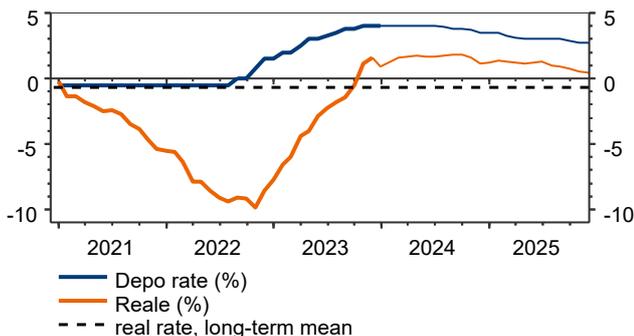
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

| | mar | giu | set | 6/12 | dic | mar | giu | set |
|------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Refi | 3.50 | 4.00 | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.25 |
| Euribor 1m | 2.92 | 3.40 | 3.85 | 3.86 | 3.89 | 3.88 | 3.86 | 3.68 |
| Euribor 3m | 3.04 | 3.58 | 3.95 | 3.95 | 3.96 | 3.89 | 3.86 | 3.68 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

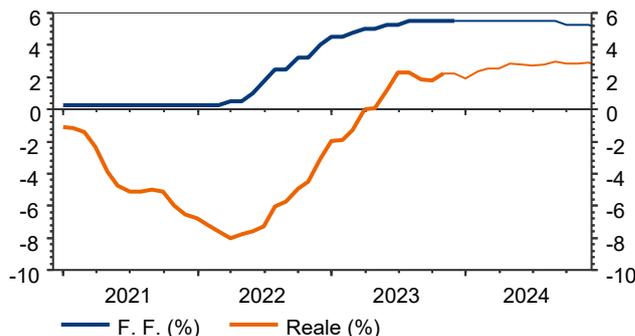


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

| | mar | giu | set | 6/12 | dic | mar | giu | set |
|-----------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Fed Funds | 5.00 | 5.25 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.25 |
| OIS 3m | 4.93 | 5.27 | 5.41 | 5.35 | 5.37 | 5.43 | 5.43 | 5.25 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

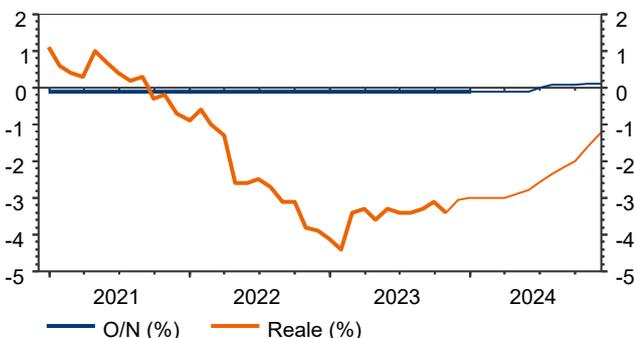


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

| | mar | giu | set | 6/12 | dic | mar | giu | set |
|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|------|------|
| O/N target | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | 0.01 | 0.08 |
| Libor JPY 3m | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.04 | -0.05 | 0.06 | 0.13 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

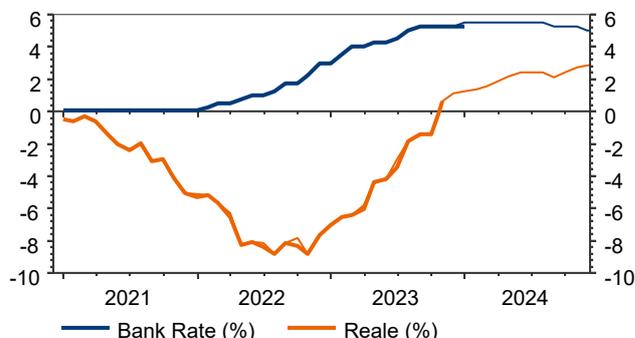


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

| | mar | giu | set | 6/12 | dic | mar | giu | set |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Bank rate | 4.25 | 5.00 | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5.25 |
| Libor GBP 3m | 4.42 | 5.39 | 5.41 | 5.35 | 5.30 | 5.25 | 5.15 | 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 | 7/12 | 1m | 3m | 6m | 12m | 24m |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.13 | 1.05 | 1.07 | 1.07 | 1.07 | 1.0770 | 1.08 | 1.10 | 1.11 | 1.12 | 1.14 |
| USD/JPY | 114 | 137 | 140 | 147 | 151 | 144.93 | 149 | 142 | 135 | 127 | 122 |
| GBP/USD | 1.32 | 1.22 | 1.25 | 1.25 | 1.23 | 1.2587 | 1.23 | 1.26 | 1.27 | 1.28 | 1.30 |
| EUR/CHF | 1.04 | 0.99 | 0.97 | 0.96 | 0.96 | 0.9407 | 0.95 | 0.96 | 0.98 | 1.00 | 1.02 |
| EUR/JPY | 128 | 144 | 149 | 158 | 161 | 156.11 | 160 | 156 | 150 | 142 | 139 |
| EUR/GBP | 0.85 | 0.86 | 0.86 | 0.86 | 0.87 | 0.8555 | 0.87 | 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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

Simone Zava

simone.zava@intesasnpaolo.com

International Research Network

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com