

Weekly Economic Monitor

Il punto

La settimana appena trascorsa è stata dominata dalle riunioni delle principali banche centrali, che hanno lasciato invariati i tassi come atteso e hanno, nella sostanza, espunto l'eventualità di nuovi rialzi. L'aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche ha mostrato soprattutto una limatura al ribasso delle previsioni di inflazione (tranne che per il CPI core stimato dalla BCE per il 2025, rivisto al rialzo al 2,3%); la BCE ha anche annunciato l'anticipo a metà 2024 della riduzione del portafoglio PEPP. A nostro avviso, occorrerebbe un calo ben più rapido dell'inflazione, rispetto a quanto stimato oggi dalle banche centrali, per indurre Fed e BCE a iniziare un ciclo espansivo già dalla prossima primavera, come attualmente scontato dai mercati.

**Area euro. La BCE ha annunciato che avvierà la riduzione del portafoglio PEPP a metà 2024**, sebbene a basso ritmo, e che i reinvestimenti cesseranno del tutto a fine 2024. Nessuna novità sul fronte dei tassi, ritenuti adeguati se mantenuti abbastanza a lungo. Le proiezioni, ora estese al 2026, segnalano che la BCE ritiene sempre più probabile un pieno rientro dell'inflazione all'obiettivo, sviluppo che potrebbe giustificare fra qualche mese un allentamento della politica monetaria, ma molto più lento di quanto i mercati oggi scontano.

Durante la settimana appena trascorsa, **l'indice ZEW ha, come atteso, evidenziato un'ulteriore ripresa (per il quinto mese consecutivo) delle aspettative** (tornate ai livelli dello scorso marzo), tuttavia le valutazioni sulla situazione corrente, che mostrano una correlazione ben più elevata col PIL tedesco, sono rimaste depresse (molto vicine ai minimi dal 2020). Peraltro, sebbene le indagini inizino a mostrare qualche spiraglio di luce, i dati reali restano molto deboli, specie nel settore manifatturiero: **la produzione industriale nell'area euro si è contratta più del previsto** a ottobre, di -0,7% m/m dopo il -1% del mese precedente, per una variazione annua (-6,6%) che resta prossima ai minimi dalla primavera del 2020. **Il PMI composito di dicembre per l'Eurozona è tornato a peggiorare**, spinto dai servizi, a 47 dopo il recupero di novembre a 47,6. È il settimo mese in territorio recessivo, e non si nota un miglioramento sostanziale dal minimo toccato in ottobre a 46,5.

La settimana prossima, le survey nazionali Ifo in Germania, Insee in Francia e Istat in Italia completeranno la tornata di indagini congiunturali di dicembre. Il mese di novembre aveva visto un minor pessimismo prospettico soprattutto delle imprese dell'industria, che però a nostro avviso non era da interpretarsi come un segnale di inversione del ciclo. **I dati di dicembre potrebbero mostrare un ulteriore recupero dell'Ifo e una correzione per Insee e indagini Istat in Italia, confermando che una svolta è ancora lontana. La produzione nelle costruzioni nell'Eurozona è attesa tornare a calare** ad ottobre, e il settore potrebbe frenare il PIL nel trimestre in corso in misura più accentuata di quanto non accaduto in estate.

Nel complesso, le informazioni recenti suggeriscono che **la contrazione del PIL potrebbe accentuarsi, stimiamo a -0,2% t/t, nei tre mesi finali dell'anno**, e che anche a inizio 2024 la crescita possa rimanere anemica (tra zero e 0,1% t/t). **La ripresa potrebbe iniziare a manifestarsi dalla prossima primavera ma è attesa guadagnare vigore solo nel secondo semestre** quando, una volta superato il picco degli effetti ritardati della stretta monetaria, il recupero dei redditi domestici, nonché della domanda estera, tornerà a sostenere il ciclo.

**Stati Uniti. Il FOMC del 13 dicembre si è concluso con tassi fermi** per la terza seduta consecutiva a 5,25-5,50%. La revisione al ribasso delle stime di inflazione giustifica lo spostamento in direzione dovish del grafico a punti, con una mediana delle indicazioni dei membri del FOMC per i fed

15 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



funds coerente con 75pb di tagli nel 2024 e 100pb nel corso del 2025. Tuttavia, il *wording* di Powell non è stato pienamente dovish, e non pare coerente con l'inizio di un ciclo espansivo già entro marzo, come scontano i mercati. Le nostre previsioni macroeconomiche, rispetto a quelle della Fed, vedono un calo più lento dell'inflazione core (stimiamo un CPI core al 2,6% a fine 2024 e sotto il 2% solo nella seconda metà del 2025), in un contesto di disoccupazione solo lievemente più elevata e di crescita marginalmente più bassa a fine 2024, ma più sostenuta nel 2025. Di conseguenza, **manteniamo la nostra previsione di due tagli dei tassi Fed nel 2024**, con un probabile inizio del ciclo espansivo a settembre (livello a fine anno: 4,75-5,00%). **Per il 2025, vediamo 100pb di tagli**, come implicito nel grafico a punti di dicembre (livello a fine anno: 3,75-4,00%). Ad oggi, però, **i rischi su tale profilo previsivo appaiono verso il basso**.

I dati diffusi nei giorni precedenti il FOMC avevano mostrato che **a novembre si era interrotto il trend di rallentamento sia del ritmo di creazione di nuovi occupati che della crescita dei prezzi al consumo**: un messaggio più confortante è giunto dal PPI core, tornato al 2% a/a, ai minimi da quasi tre anni. Tali dati ci paiono compatibili con la nostra idea che i progressi sia sul fronte del ribilanciamento del mercato del lavoro che sul fronte inflattivo sono ben avviati, ma saranno gradualmente e irregolari (in altre parole, **occorrerebbe una assai più netta accelerazione al ribasso sia degli occupati che del CPI core per vedere una Fed tagliare i tassi già a inizio 2024**).

**Il focus della settimana entrante negli Stati Uniti sarà sulla spesa personale di novembre**, che dovrebbe accelerare rispetto ad ottobre, in linea con quanto segnalato dall'**aggregato core delle vendite al dettaglio, che nello stesso mese ha messo a segno un +0,4% m/m** dopo la stabilità di ottobre. Anche il reddito personale è atteso in lieve miglioramento rispetto ad ottobre, mentre il deflatore potrebbe calare di un decimo sull'indice headline (2,9% a/a, un minimo da marzo 2021) e rimanere stabile sull'indice core (3,5% a/a). Nel complesso la situazione finanziaria delle famiglie appare ancora in buona salute e **la fiducia dei consumatori rilevata dal Conference Board dovrebbe risalire a dicembre**, anche se in misura minore rispetto all'analoga indagine dell'Università del Michigan: i consumi privati, pur in moderazione, dovrebbero mantenere un ritmo di crescita dell'ordine del 2% t/t ann. nel trimestre in corso per decelerare ulteriormente, ma restando in territorio positivo, nei due trimestri successivi. Infine, **i dati sul mercato immobiliare** (NAHB, permessi di costruzione e aperture di nuovi cantieri, vendite di case) **dovrebbero in media risultare poco variati rispetto alle letture del mese precedente, non segnalando ancora alcuna ripresa del settore** (ci aspettiamo che gli investimenti residenziali tornino a contribuire negativamente alla crescita del PIL nei due trimestri a cavallo d'anno).

**Regno Unito.** Anche la **Bank of England** ha lasciato invariati, come ampiamente atteso, i tassi di riferimento (a 5,25%), tuttavia sembra mostrare **maggiori divisioni al suo interno rispetto a Fed e BCE**, perché **la dinamica inflattiva e salariale, per quanto in rallentamento, resta su ritmi ancora troppo elevati** e, nonostante il quadro di crescita sia più debole che negli Stati Uniti e nell'area euro, anche alla riunione di ieri la BoE ha indicato che, in caso di maggior persistenza delle pressioni inflazionistiche, i tassi salirebbero ancora, aggiungendo che **la politica monetaria deve restare restrittiva "per un periodo esteso"**, un segnale più *hawkish* rispetto all'espressione usata dalla BCE ("tempo necessario"). **Confermiamo dunque la nostra idea che la BoE possa avviare l'inversione di policy tagliando i tassi più tardi rispetto a BCE e Fed** (nel nostro scenario di base, a novembre).

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (18 – 22 dicembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso				
Lun	18/12	10:00	GER	IFO (attese)		dic	85.2	85.7			
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		dic	89.4	89.5			
		10:00	GER	IFO	**	dic	87.3	87.7			
		16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		dic	34				
Mar	19/12	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	nov	prel -0.5	%	-0.5		
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		nov	prel 4.2	%	4.2		
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	nov	prel 2.4	%	2.4		
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	nov	1.372	Mln	1.360		
		14:30	USA	Licenze edilizie		nov	1.498	Mln	1.470		
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		ott	-1.7	Mld \$			
Mer	20/12	00:50	GIA	Bilancia commerciale		nov	-661.0	(-662.5) Mld ¥ JP	-962.4		
		02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	dic	4.2	%			
		02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	dic	3.5	%			
		08:00	GB	CPI m/m		nov	0.0	%	0.2		
		08:00	GB	CPI a/a	*	nov	4.6	%	4.4		
		08:00	GER	PPI a/a		nov	-11.0	%			
		08:00	GER	PPI m/m		nov	-0.1	%			
		08:00	GER	Fiducia consumatori		gen	-27.8				
		14:30	USA	Saldo partite correnti	*	T3	-212.1	Mld \$			
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		nov	3.79	Mln	3.78		
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	dic	-16.9		-16.5		
		16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	dic	102.0		103.8		
		Gio	21/12	08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	dic	99		
				14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	202	x1000	
14:30	USA			Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.876	Mln			
14:30	USA			Deflatore consumi core t/t finale		T3	prel 2.3	%			
14:30	USA			PIL, deflatore t/t ann. finale		T3	prel 3.5	%			
14:30	USA			PIL t/t ann. finale		T3	prel 5.2	%	5.2		
14:30	USA			Indice Philadelphia Fed	*	dic	-5.9		-3.0		
16:00	USA			Indice anticipatore m/m		nov	-0.8	%	-0.4		
Ven	22/12			00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	nov	3.3	%	
		00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	nov	2.9	%	2.5		
		06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T3	prel -0.2	%			
		08:00	GB	PIL t/t finale		T3	prel 0.0	%			
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		nov	-2.7	%			
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	nov	-0.3	%			
		08:45	FRA	Fiducia consumatori		dic	87				
		09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T3	prel 0.3	%			
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		nov	5.4	Mld €			
		10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	dic	96.6				
		10:00	ITA	Fiducia consumatori		dic	103.6				
		10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ott	1.2	%			
		10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ott	-2.6	%			
		14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	nov	-5.4	%	1.7		
		14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	nov	0.0	%			
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	nov	3.5	%			
		14:30	USA	Deflatore consumi a/a	*	nov	3.0	%			
		14:30	USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	nov	0.2	%			
		14:30	USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	nov	0.2	%	0.2		
		14:30	USA	Redditi delle famiglie m/m		nov	0.2	%	0.4		
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		dic	-15.0				
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		dic	prel 69.4		69.2				
16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	nov	0.679	Mln	0.695				

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 (18 – 21 dicembre)**

<b>Data</b>	<b>Ora</b>	<b>Paese</b>	<b>* Evento</b>
Lun	18/12 11:30	GB	Discorso di Broadbent (BoE)
	11:45	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
	13:00	EUR	Discorso di Wunsch (BCE)
	14:30	EUR	Discorso di Schnabel (BCE) alla conferenza biennale della BCE su "Politica fiscale e governance dell'UE"
	16:00	EUR	Discorso di Lane (BCE) alla conferenza biennale della BCE su "Politica fiscale e governance dell'UE"
Mar	19/12 09:00	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
	10:00	EUR	Discorso di Kazimir (BCE)
	11:00	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
	14:00	GB	Discorso di Breeden (BoE)
	18:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Mer	20/12 15:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
Gio	21/12 17:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	nov	0.0		% 0.0	0.1
CPI a/a	nov	3.2		% 3.1	3.1
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	nov	4.0		% 4.0	4.0
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	nov	0.2		% 0.3	0.3
PPI (escluso alimentari, energia) m/m	nov	0.0		% 0.2	0.0
PPI m/m	nov	-0.4	(-0.5)	% 0.1	0.0
Richieste di sussidio	settim	221	(220)	x1000 220	202
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.856	(1.861)	Mln 1.887	1.876
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	nov	0.0	(-0.1)	% -0.1	0.2
Vendite al dettaglio m/m	nov	-0.2	(-0.1)	% -0.1	0.3
Prezzi all'import m/m	nov	-0.6	(-0.8)	% -0.8	-0.4
Scorte delle imprese m/m	ott	0.2	(-0.4)	% 0.0	-0.1
Indice Empire Manufacturing	dic	9.1		2.0	
Produzione industriale m/m	nov	-0.6		% 0.3	
Impiego capacità produttiva	nov	78.9		% 79.1	
Markit PMI Manif. prelim.	dic	49.4		49.3	
Markit PMI Servizi prelim.	dic	50.8		50.6	

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

**Stati Uniti: CPI poco variato a novembre.** I dati sui prezzi al consumo di novembre sono risultati circa in linea con le attese, con un indice headline in calo di un decimo al 3,1% a/a e un CPI core stabile al 4%. L'aumento dei prezzi nel mese (+0,1% m/m sull'headline e +0,3% sul core) è spiegato principalmente dall'accelerazione dei servizi che ha più che compensato il secondo calo mensile consecutivo dei prezzi energetici.

**FOMC in pausa, per quanto ancora?** La riunione del FOMC si è conclusa con tassi fermi per la terza seduta consecutiva a 5,25%-5,50%. La revisione al ribasso delle stime di inflazione giustifica lo spostamento in direzione *dovish* del grafico a punti, con tassi più bassi di mezzo punto per fine 2024, e di tre decimi per il 2025, rispetto alle attese di settembre. La mediana delle indicazioni dei membri del FOMC per i fed funds vede ora 75pb di tagli nel 2024 e 100pb nel corso del 2025. Tuttavia, il *wording* di Powell non è stato pienamente *dovish*, e non pare coerente con l'inizio di un ciclo espansivo già entro marzo come scontano i mercati.

**Area euro**

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	ott	-1.0 (-1.1)	%	-0.3	-0.7
EUR	PMI servizi prelim	dic	48.7		49.0	48.1
EUR	PMI composito prelim	dic	47.6		48.0	47.0
EUR	PMI manifatturiero prelim	dic	44.2		44.6	44.2
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T3	4.5	%		5.3
FRA	IPCA m/m finale	nov	-0.3	%	-0.3	-0.2
FRA	IPCA a/a finale	nov	3.8	%	3.8	3.9
FRA	CPI m/m Ex Tob	nov	0.1	%		-0.2
FRA	PMI servizi prelim	dic	45.4		46.0	44.3
FRA	PMI manifatturiero prelim	dic	42.9		43.3	42.0
GER	ZEW (Sit. corrente)	dic	-79.8		-76.0	-77.1
GER	ZEW (Sentiment econ.)	dic	9.8		8.8	12.8
GER	PMI servizi prelim	dic	49.6		49.8	48.4
GER	PMI manifatturiero prelim	dic	42.6		43.2	43.1
ITA	IPCA a/a finale	nov	0.7	%	0.7	0.6
ITA	IPCA m/m finale	nov	-0.4	%	-0.4	-0.6
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	nov	-0.4	%	-0.4	-0.5
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	nov	0.8	%	0.8	0.7
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ott	2.393 (2.350)	Mld €		4.699
ITA	Bilancia commerciale (UE)	ott	-0.424 (-0.470)	Mld €		-0.684
SPA	IPCA a/a finale	nov	3.2	%	3.2	3.3

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Germania: migliora l'indice ZEW ma prevale ancora il pessimismo.** Il nuovo miglioramento dello ZEW di dicembre, sia per le aspettative che per l'indice sulla situazione corrente, di fatto non cambia le prospettive pessimistiche sull'economia tedesca. Nel complesso, le indagini di fiducia (PMI, IFO, ZEW) pubblicate finora sono coerenti con una nuova contrazione del PIL a fine anno dopo la flessione di -0,1% t/t registrata nel 3° trimestre.

**Area euro: i PMI di dicembre deludono le attese.** Dopo l'aumento di novembre, il PMI composito è tornato a calare a dicembre, con una flessione del morale nei servizi e una stabilizzazione nel settore manifatturiero. Ci aspettiamo che il PIL si contragga anche nel 4° trimestre e che a inizio 2024 la ripresa risulti solo modesta.

**La BCE anticipa la riduzione del portafoglio PEPP.** La BCE ha annunciato che avvierà la riduzione del portafoglio PEPP a metà 2024, sebbene a basso ritmo, e che i reinvestimenti cesseranno del tutto a fine 2024. Nessuna novità sul fronte dei tassi, ritenuti adeguati se mantenuti abbastanza a lungo. Le proiezioni, ora estese al 2026, segnalano che la BCE ritiene sempre più probabile un pieno rientro dell'inflazione all'obiettivo, sviluppo che potrebbe giustificare fra qualche mese un allentamento della politica monetaria, ma molto più lento di quanto i mercati oggi scontano. La presidente ha evitato di sbilanciarsi sui tempi del primo taglio, ma ha sottolineato che i dati dei prossimi mesi su salari e politiche di prezzo saranno cruciali.

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T4	9		12	
Tankan, grandi imprese non manifatt.	T4	27		30	
Ordinativi di macchinari m/m	ott	1.4	%	-0.5	0.7
Produzione industriale m/m finale	ott	1.0	%		1.3
PMI manifatturiero prelim	dic	48.3			47.7

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Cina**

<b>Dato</b>	<b>Periodo</b>	<b>Precedente</b>		<b>Consenso</b>	<b>Effettivo</b>
M2 a/a	nov	10.3	%	10.1	10.0
Nuovi prestiti bancari (flusso)	nov	738.4	Mid ¥ CN	1300.0	1090.0
Finanza sociale aggregata (flusso)	nov	1850	Mid ¥ CN	2600	2450
Produzione industriale cumulata a/a	nov	4.1	%		4.3
Vendite al dettaglio cumulate a/a	nov	6.9	%		7.2
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	nov	2.9	%	3.0	2.9
Produzione industriale a/a	nov	4.6	%	5.6	6.6
Vendite al dettaglio a/a	nov	7.6	%	12.5	10.1

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

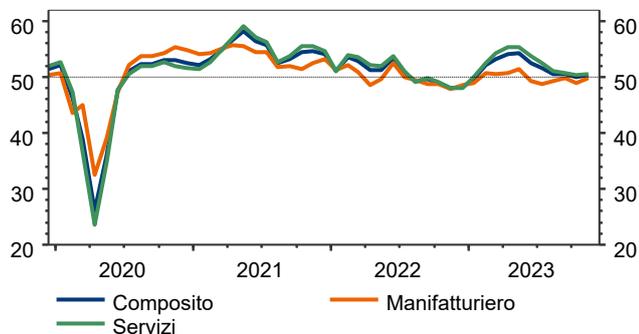
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Cina: inflazione di nuovo in calo.** L'inflazione dei prezzi al consumo ha nuovamente sorpreso al ribasso, calando a -0,5% a/a in novembre, ancora una volta trainata al ribasso dal comparto degli alimentari e dei carburanti.

**Cina: la ripresa prosegue moderata.** I dati di novembre sono stati nel complesso positivi e hanno registrato una accelerazione della produzione industriale ben superiore alle attese di consenso e un ulteriore recupero delle vendite al dettaglio - seppur con una dinamica mensile modesta. Il settore immobiliare rimane in contrazione (pur con qualche timido segnale di stabilizzazione) e continua a limitare l'andamento degli investimenti totali, che rimangono però supportati da manifatturiero e infrastrutture. I dati restano più che compatibili con il superamento del target di crescita del governo (5%) nel 2023 e segnalano la prosecuzione di una moderata ripresa economica nei prossimi trimestri, supportata dalle ulteriori misure di stimolo recentemente annunciate.

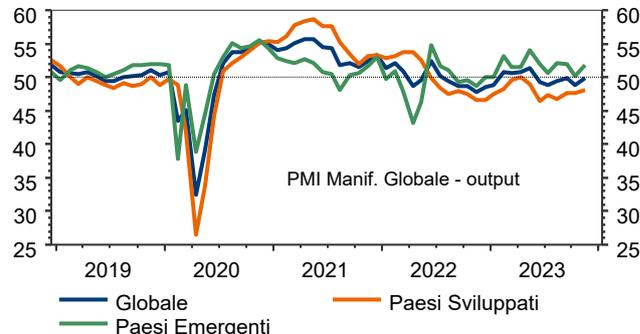
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



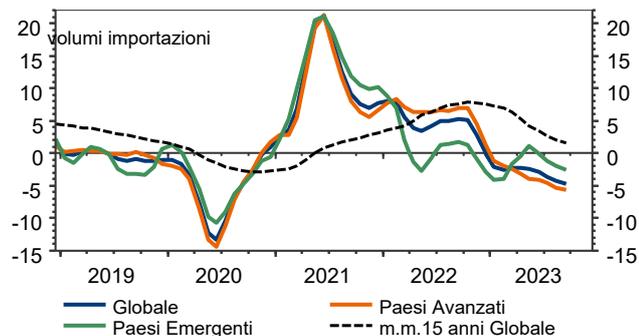
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



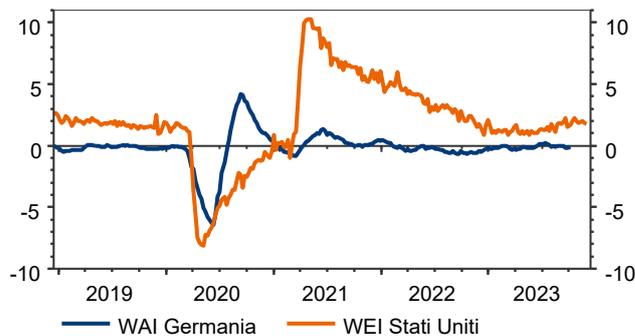
Fonte: S&P Global

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



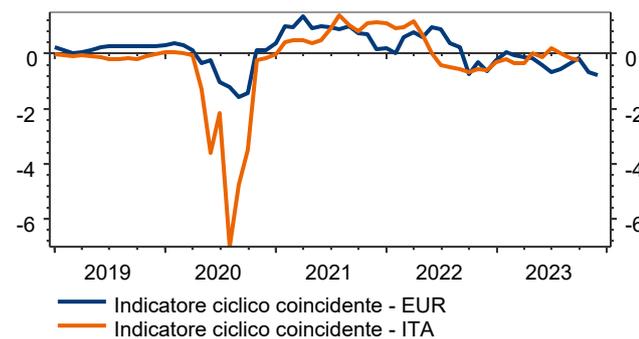
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



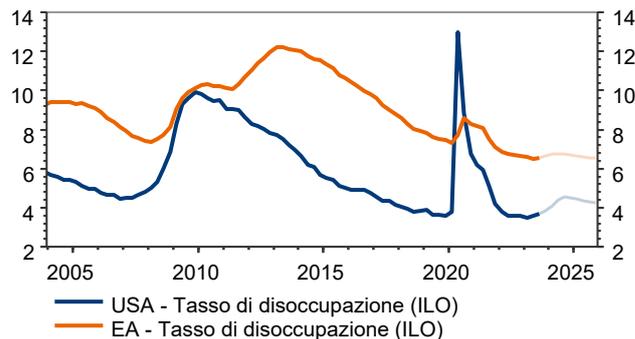
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

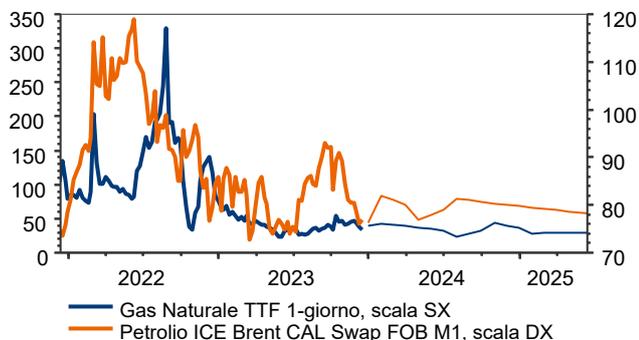
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

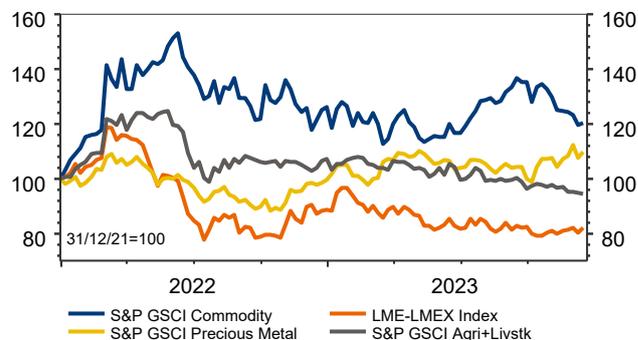
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



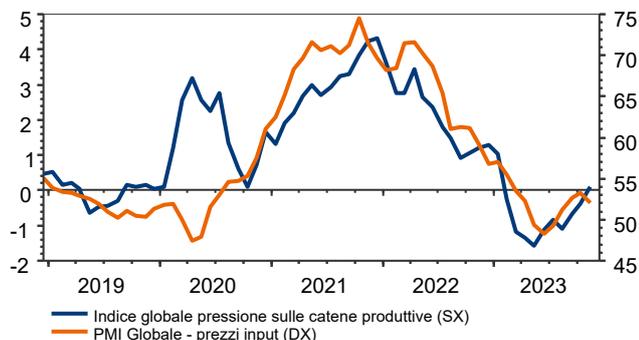
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



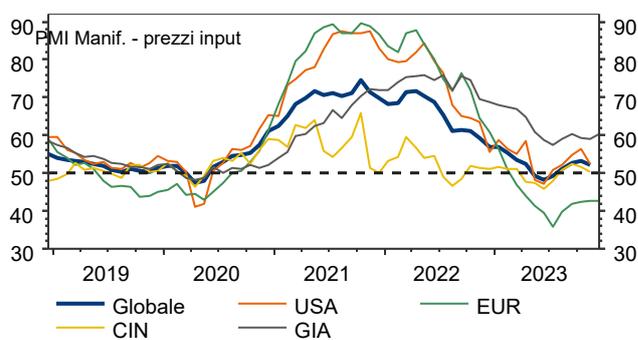
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



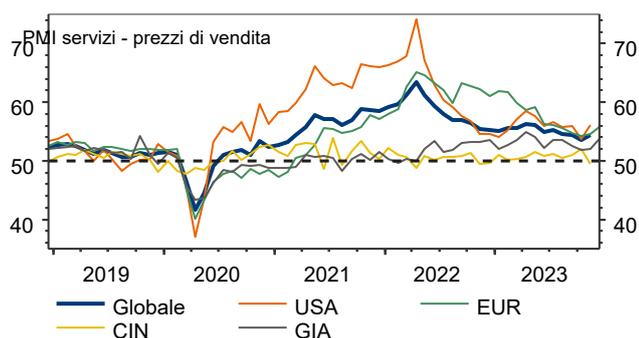
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



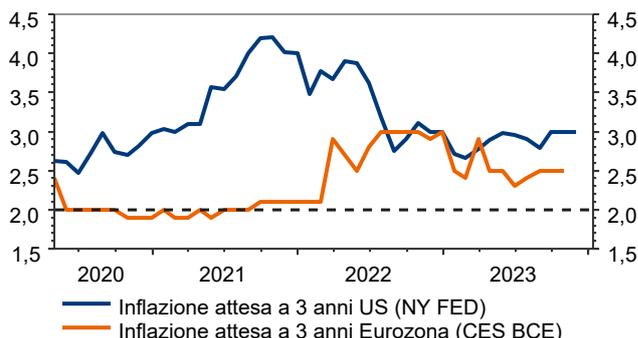
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

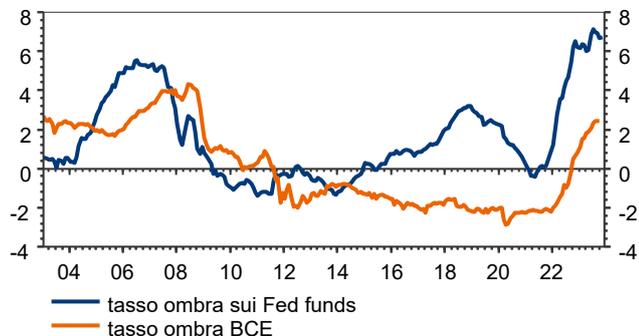
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

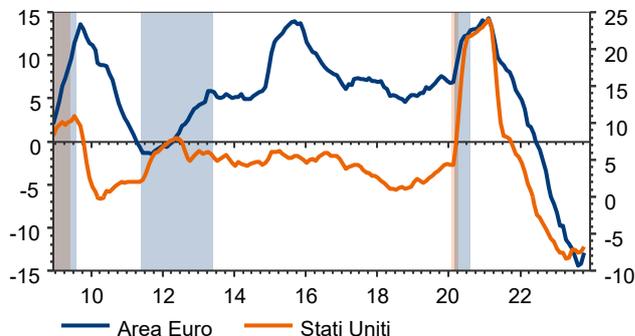
## Condizioni Finanziarie

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



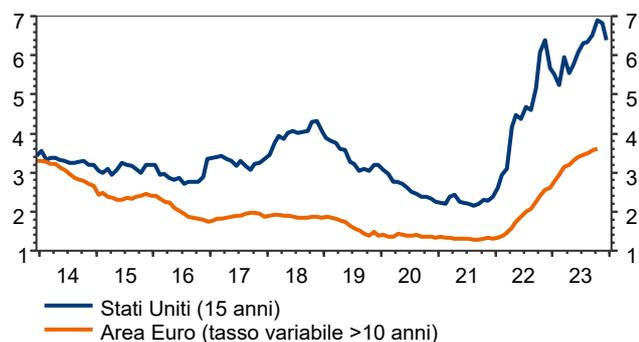
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



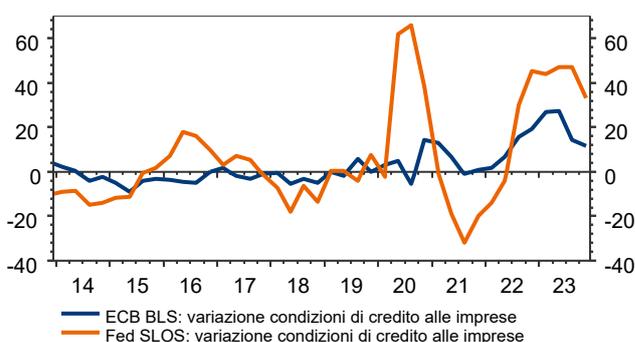
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



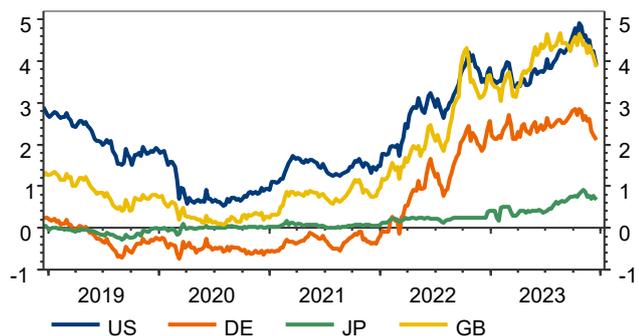
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



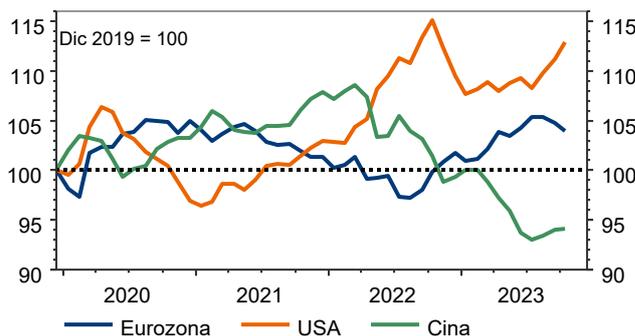
Fonte: Fed, BCE

### Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

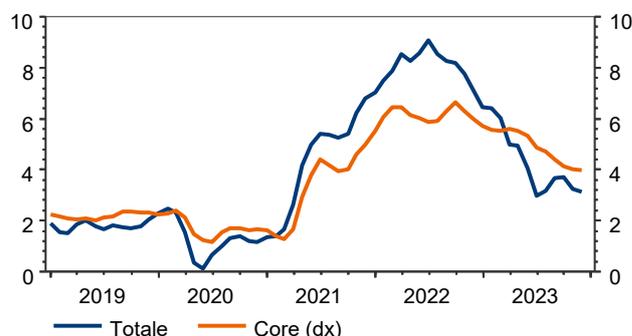
## Stati Uniti

### Indagini ISM



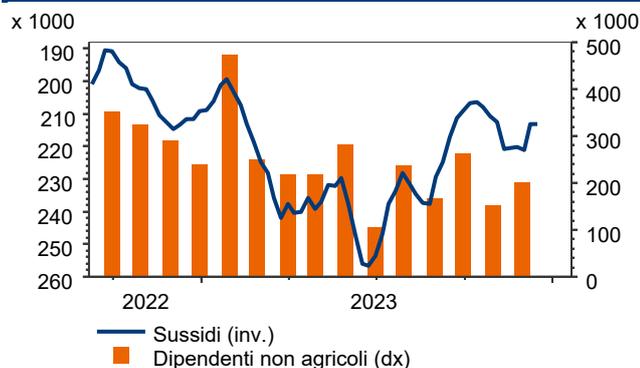
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



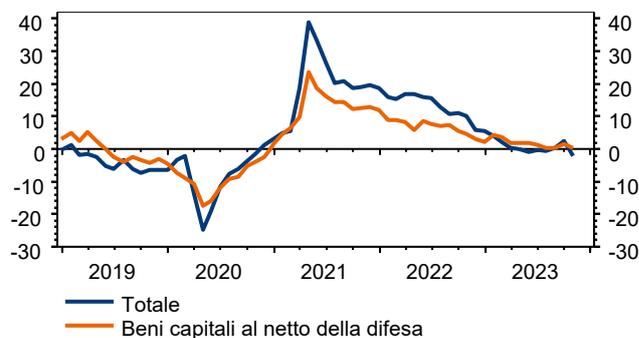
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

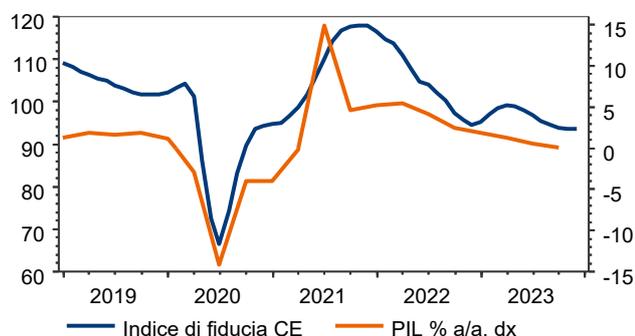
### Previsioni

	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	1.6	0.1	0.7
Consumi privati	2.5	2.2	1.3	1.6	1.2	3.8	0.8	3.6	2.0	0.3	0.7
IFL - privati non residenziali	5.2	4.2	0.6	4.7	1.7	5.7	7.4	1.3	0.5	-1.7	0.4
IFL - privati residenziali	-9.0	-11.3	3.5	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	6.2	-7.6	-1.6	4.8
Consumi e inv. pubblici	-0.9	3.9	1.8	2.9	5.3	4.8	3.3	5.5	1.9	1.0	0.8
Esportazioni	7.0	2.4	1.0	16.2	-3.5	6.8	-9.3	6.0	0.8	0.6	1.1
Importazioni	8.6	-1.7	1.0	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	5.2	0.1	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	4.1	2.6	8.3	7.1	5.8	4.0	3.5	3.2	2.8	2.6
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	4.1	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	3.9	4.0	4.1

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

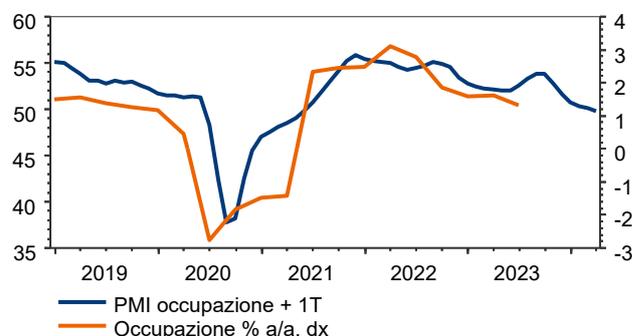
## Area euro

## 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	117.1	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
<b>Media</b>	<b>123.2</b>	<b>118.9</b>	<b>115.9</b>	<b>122.8</b>	<b>5.4</b>	<b>6.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.4</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	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
<b>Media</b>	<b>126.0</b>	<b>121.9</b>	<b>118.7</b>	<b>125.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</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.

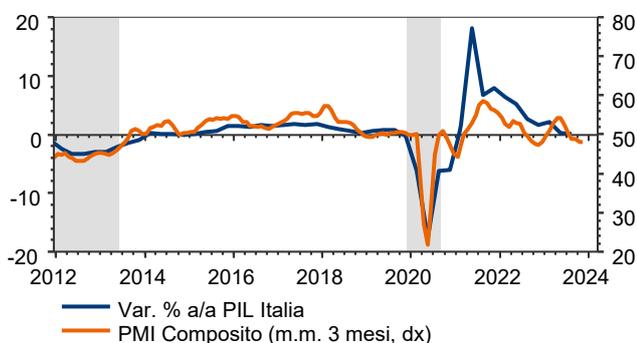
## Previsioni

	2022	2023	2024	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	0.7	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	0.1	0.1	-0.1	-0.5	0.7	-0.3	0.0	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	-2.6	0.4	3.3	2.2	0.3	-1.2	-4.8	-4.8	-2.4	-0.4
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

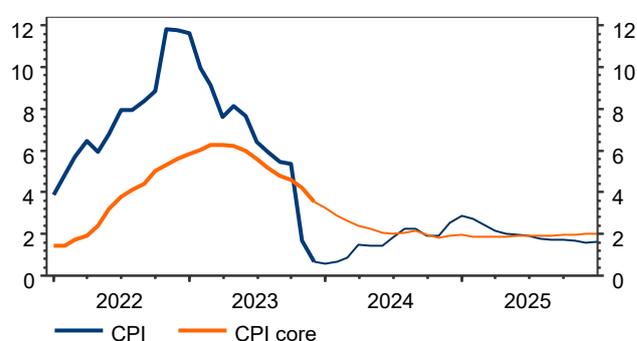
## Italia

## 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	121.5	119.5	118.6	118.7	0.6	0.7	0.8	0.7
dic-23	121.7	119.7	118.9	119.0	0.5	0.6	0.7	0.7
<b>Media</b>	<b>120.9</b>	<b>119.6</b>	<b>118.6</b>	<b>118.7</b>	<b>5.9</b>	<b>5.6</b>	<b>5.4</b>	<b>5.4</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	120.0	119.9	119.0	119.1	0.6	0.7	0.7	0.7
feb-24	120.3	120.3	119.5	119.5	0.8	0.9	0.9	0.8
mar-24	122.0	120.6	119.8	119.8	1.4	1.5	1.5	1.5
apr-24	122.9	121.0	120.1	120.1	1.4	1.5	1.5	1.4
mag-24	123.3	121.4	120.4	120.4	1.3	1.4	1.6	1.5
giu-24	123.9	121.9	120.9	120.9	1.7	1.8	2.0	1.9
lug-24	122.5	122.4	121.3	121.3	2.1	2.2	2.3	2.2
ago-24	122.7	122.8	121.7	121.7	2.1	2.2	2.3	2.2
set-24	124.3	122.6	121.6	121.6	1.8	1.9	2.0	1.9
ott-24	124.5	122.4	121.3	121.3	1.8	1.9	1.8	1.8
nov-24	124.5	122.5	121.5	121.5	2.5	2.6	2.4	2.4
dic-24	125.0	123.1	122.1	122.1	2.8	2.9	2.7	2.6
<b>Media</b>	<b>123.0</b>	<b>121.7</b>	<b>120.8</b>	<b>120.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</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	0.7	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	1.7	8.9	12.5	9.5	7.8	5.8	1.0	0.9	1.5
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	7.8	8.2	8.0	7.8	7.9	7.7	7.6	7.9	8.1	8.2
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

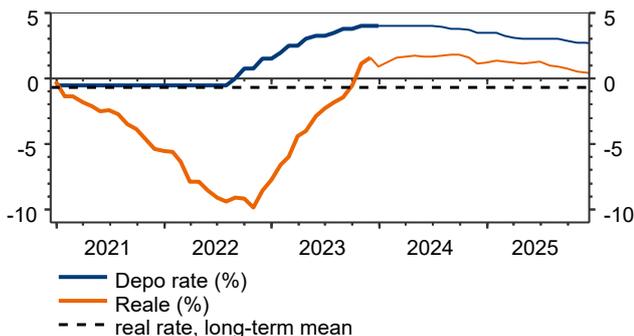
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	mar	giu	set	14/12	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>3.85</b>	3.89	3.88	3.86	3.68
Euribor 3m	3.04	3.58	3.95	<b>3.92</b>	3.96	3.89	3.86	3.68

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

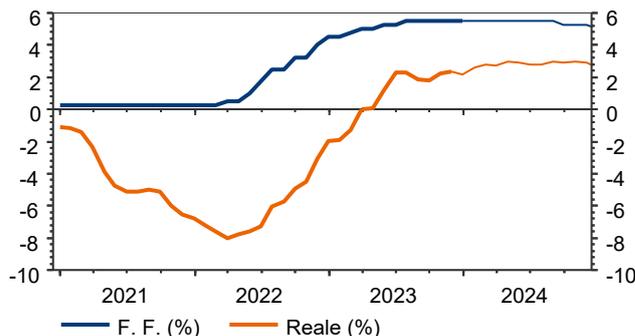


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	mar	giu	set	14/12	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>5.35</b>	5.37	5.43	5.43	5.25

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

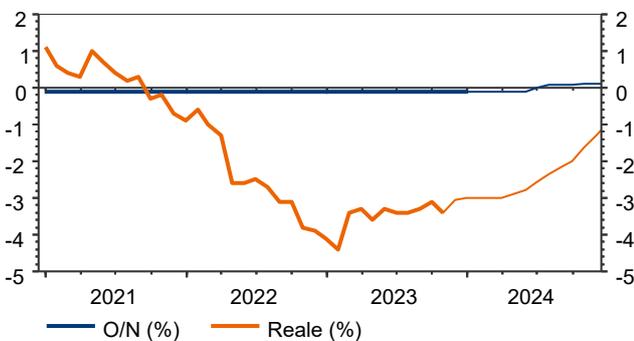


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	mar	giu	set	14/12	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

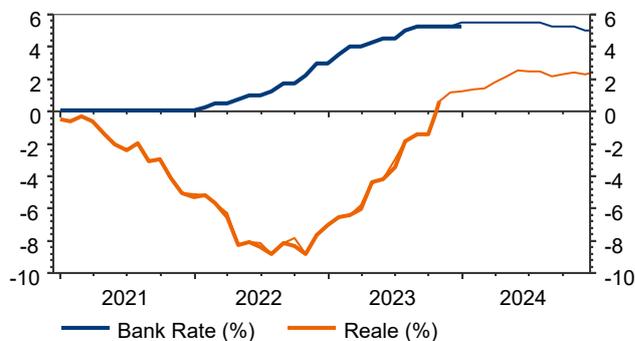


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	14/12	dic	mar	giu	set
Bank rate	4.25	5.00	5.25	<b>5.25</b>	5.25	5.25	5.25	5.25
Libor GBP 3m	4.42	5.39	5.41	<b>5.34</b>	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	15/12	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.06	1.08	1.07	1.09	<b>1.0968</b>	1.08	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	114	138	140	148	151	<b>141.68</b>	142	137	132	127	122
GBP/USD	1.32	1.22	1.27	1.24	1.24	<b>1.2771</b>	1.26	1.28	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.04	0.99	0.98	0.96	0.96	<b>0.9499</b>	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	128	145	153	158	163	<b>155.38</b>	153	151	147	142	139
EUR/GBP	0.85	0.86	0.86	0.86	0.87	<b>0.8588</b>	0.85	0.86	0.86	0.86	0.86

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