

Weekly Economic Monitor

Il punto

I dati comunicati nelle settimane a cavallo d'anno hanno visto su entrambi i lati dell'Atlantico una risalita dell'inflazione headline a dicembre, ma è proseguita la tendenza al calo, sia pur lento, della dinamica al netto delle componenti più volatili. Sul fronte del ciclo, si confermano i segnali di debolezza nell'Eurozona, mentre l'economia USA mostra una maggiore resilienza, in particolare sul mercato del lavoro.

Area euro. I dati sui prezzi al consumo di dicembre sono risultati circa in linea con le attese. Nell'Eurozona si è registrata un'accelerazione su base annua da 2,4% a 2,9%, dovuta a effetti base sfavorevoli sulla componente energia; di contro, il CPI al netto di energia e alimentari freschi ha frenato in linea con quanto da noi atteso, da 4,2% a 3,9% a/a, il ritmo di crescita più basso da aprile 2022; alimentari e beni industriali non energetici continuano a rallentare, mentre i servizi sono risultati stabili. In sintesi, **il rialzo di fine anno non desta a nostro avviso preoccupazione**, in quanto era ampiamente previsto che il trend discendente per l'indice headline risultasse irregolare per via degli effetti base sull'energia; prosegue invece, lentamente come atteso, la tendenza al ribasso per l'inflazione sottostante.

La risalita dell'inflazione europea a dicembre è stata guidata da Germania e Francia, che hanno visto una accelerazione rispettivamente a 3,8% da 2,3% a/a e a 4,1% da 3,9% (sull'indice armonizzato). **All'opposto, in Italia, l'inflazione è calata nuovamente**, a 0,6% da 0,7% di novembre sull'indice nazionale e a 0,5% da 0,6% sull'armonizzato. Sul NIC, l'ulteriore calo è dovuto alla flessione degli energetici regolamentati, al rallentamento dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona, e a quello dei beni alimentari lavorati; di contro, pressioni rialziste sono giunte dall'attenuarsi del calo dei prezzi degli energetici non regolamentati e dall'accelerazione dei beni alimentari non lavorati. L'inflazione al netto degli energetici e alimentari freschi (sempre sull'indice domestico) è scesa al 3,1% da 3,6% di novembre.

In prospettiva, l'inflazione dovrebbe riprendere a calare da gennaio (sia pure con minore intensità rispetto a quanto visto per la maggior parte dello scorso anno), fino a raggiungere un minimo sotto il 2% nei mesi estivi, prima di risalire al 2,4% a fine 2024 e attestarsi circa in linea con il 2% nel 2025. Il percorso sarà più regolare per l'indice al netto di alimentari freschi ed energia, atteso rallentare dal 3,9% di fine 2023 al 2,2% di dicembre 2024, prima di raggiungere anch'esso il 2% nel 2025. **Per l'Italia, pensiamo che il punto di minimo sia stato toccato a fine 2023**: vediamo un tendenziale a fine 2024 più alto, per il venir meno degli effetti-base sull'energia, e per l'esaurirsi delle misure delle autorità contro il caro-prezzi: l'IPCA è visto a 2,7% a dicembre 2024 e a 1,5% a fine 2025, per una media annua lievemente sotto il 2% in entrambi gli anni.

Sul fronte del ciclo, i dati di produzione industriale nei tre maggiori Paesi dell'area a novembre sono stati nel complesso ancora deboli, particolarmente in **Germania** (-0,7% m/m ovvero -0,3% m/m al netto delle costruzioni, -4,8% a/a) e soprattutto in **Italia** (-1,5% m/m, -3,1% a/a), mentre in **Francia** si è registrato un parziale recupero (0,5% m/m) dopo la flessione vista in ciascuno dei tre mesi precedenti. I dati sono coerenti con una **contrazione dell'output industriale nell'Eurozona pari a -0,3% m/m (il dato sarà comunicato la settimana prossima, lunedì 15)**: sarebbe il terzo calo mensile consecutivo (e il quinto negli ultimi sei mesi).

Il quadro di persistente debolezza dal lato della domanda è stato invece confermato dalla **flessione delle vendite al dettaglio nell'Eurozona a novembre** comunicata lo scorso 8 gennaio, pari a -0,3% m/m e -1,1% a/a: è da un anno e mezzo che le vendite al dettaglio nell'area euro stazionano in territorio negativo su base tendenziale.

I dati del presente documento sono aggiornati al 12 gennaio 2024

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

12 gennaio 2024

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

Mario Di Marcantonio
Economista

International Research Network

Silvia Guizzo
Economista - Asia Ex Giappone



Anche le indagini non danno ancora sufficienti segnali di svolta. L'indice ESI di dicembre è sì risalito, trainato dai servizi, ma resta ben sotto i livelli medi del 2022. La settimana prossima l'indice ZEW tedesco potrebbe mostrare una correzione, dopo il recupero visto nei mesi precedenti, per effetto del difficile contesto economico e politico, anche alla luce delle recenti proteste degli agricoltori e degli scioperi in atto.

In questo quadro, la BCE sembra ormai avviata sulla strada che porta ai tagli dei tassi. In effetti, le misure di inflazione sottostante stanno migliorando più rapidamente del previsto: il PCCI è ormai sceso al 2% e se resterà lì anche nei prossimi mesi, renderà più probabile un allentamento della politica monetaria. Le dichiarazioni di inizio anno si dividono in due categorie: da una parte, i membri del comitato esecutivo (Lagarde, de Guindos, Schnabel) si sono attenuti rigorosamente alle indicazioni dell'ultimo comunicato di politica monetaria, ribadendo che le decisioni saranno prese sulla base dei dati e che bisogna attendere nuove informazioni sulle contrattazioni salariali; dall'altra, **alcuni governatori nazionali (Centeno, Vujčić) hanno parlato della possibilità di tagli dei tassi prima di quanto previsto in precedenza. L'elemento comune è che nessuno sta contrastando attivamente le aspettative di mercato;** pur considerando che la BCE non ha al momento una *forward guidance* e che decide riunione per riunione, ciò significa **che l'opzione di un primo taglio dei tassi a marzo o aprile non è così impopolare nel consiglio da poterla escludere con tre mesi di anticipo.** Due sono gli approcci possibili, a questo punto: il primo è che i tagli siano avviati presto (aprile) e che poi siano gradualisti; il secondo, che partano più tardi (in fondo, c'è già un allentamento dovuto ai movimenti di mercato), ma che siano più rapidi. Il mercato ha attese ragionevoli riguardo al punto finale, che dovrebbe collocarsi fra il 2% e il 2,5% per il tasso sui depositi. A meno che i dati sulla contrattazione salariale non diano sorprese spiacevoli, o che la domanda riacceleri prima e più del previsto, a questo punto **è possibile che i tagli dei tassi siano più rapidi di quanto da noi atteso fino ad oggi.**

Stati Uniti. I dati comunicati nelle **due settimane a cavallo d'anno hanno fornito ulteriore evidenza a favore di un "atterraggio morbido"** dell'economia. **Gli indicatori più importanti diffusi a inizio gennaio sono stati i payroll e il CPI di dicembre: entrambi sono risultati (moderatamente) superiori alle attese.** Gli occupati a dicembre sono risaliti a 216 mila unità (+41 mila rispetto alle 175 mila attese dal consenso), ma i dati dei due mesi precedenti sono stati rivisti al ribasso complessivamente di -71 mila unità; inoltre, un contributo significativo, verosimilmente di carattere transitorio, è giunto dal settore pubblico (52 mila) e dalle costruzioni (17 mila, grazie a condizioni meteo favorevoli). Il tasso di disoccupazione non è salito per effetto di un calo della partecipazione, ma l'*underemployment rate* (U6) è aumentato di un decimo a 7,1%. Insomma, **il dato ha sorpreso al rialzo, ma non indica a nostro avviso che il mercato del lavoro sia destinato a riaccelerare nei prossimi mesi;** più preoccupante, in un certo qual modo, la risalita dei salari orari (a 0,4% m/m e 4,1% a/a).

Anche il CPI di dicembre ha sorpreso marginalmente al rialzo. È risultata sostanzialmente confermata la tendenza pressoché stagnante per i prezzi dei beni core, ma i servizi abitativi mantengono una dinamica sostenuta, e si nota anche una risalita, negli ultimi mesi, per i servizi al netto degli affitti, dopo il rallentamento più veloce delle attese che si era visto sino a settembre. Il dato sul CPI core potrebbe essere coerente con un PCE core di dicembre in crescita di 0,2% m/m (da 0,1% m/m a ottobre-novembre).

L'ISM manifatturiero a dicembre è rimasto in territorio recessivo, pur mostrando un lieve recupero a 47,4 da 46,7, evidenziando una ripresa della produzione (a 50,3 da 48,5) ma una flessione dei nuovi ordini (a 47,1 da 48,3); si nota anche una minore contrazione dell'occupazione (a 48,1 da 45,8), grazie alla fine degli scioperi nel settore auto. **L'ISM servizi invece, pur restando in territorio espansivo, è rallentato assai più del previsto a dicembre, a 50,6 da 52,7** di novembre; si nota un minor slancio per i nuovi ordinativi (52,8 da 55,5) e un sensibile calo delle scorte (49,6 da 55,4);

soprattutto, **si registra una vistosa flessione della componente occupazione (a 43,3 da 50,7), un minimo da luglio del 2020.**

I dati sul mercato immobiliare mostrano da un lato un incremento, per l'undicesimo mese consecutivo a novembre, della spesa in costruzioni (0,4% m/m), trainata dal segmento residenziale e in particolare dalle case unifamiliari; dall'altro, si è registrato un crollo delle vendite di nuove case (-12,2% m/m, un minimo da aprile del 2022). Le domande di nuovi mutui hanno segnato una ampia contrazione nell'ultima settimana del 2023 (-10,7%), malgrado il parziale rientro dei tassi a 30 anni (a 6,76% a dicembre dal 7,9% di metà ottobre). È proseguita invece, a novembre, l'espansione del credito al consumo, ad un tasso annuale destagionalizzato del 5,7%, con boom nell'utilizzo delle carte di credito revolving (ma si nota una parziale risalita del tasso di morosità sui prestiti al consumo e sulle carte).

In sintesi, **i dati recenti** (soprattutto le sorprese al rialzo giunte da *employment report* e CPI di dicembre) non cambiano radicalmente lo scenario, ma **confermano la resilienza dell'occupazione, dei salari e dei prezzi al consumo nei servizi, e sono coerenti con la nostra idea che difficilmente la Fed possa avviare un percorso di tagli dei tassi già tra la fine del 1° e l'inizio del 2° trimestre** come ancora atteso dai mercati.

Nelle ultime settimane, diverse figure di spicco della Fed, tra cui Barkin, Barr, Bostic, Bowman e William (membri votanti) e Logan (non votante), hanno confermato la prospettiva di "atterraggio morbido" per l'economia (raffreddamento delle pressioni inflattive senza recessione o risalita significativa della disoccupazione), e un approccio di politica monetaria basato sui dati. Diversi esponenti hanno sottolineato che **persiste il rischio di impatti ritardati sull'economia dell'inasprimento monetario, e che è ancora prematuro dichiarare una vittoria "sostenibile" sull'inflazione.** Diversi membri hanno riconosciuto il significativo **allentamento delle condizioni finanziarie, che ceteris paribus implica minore necessità da parte della Fed di accompagnare la discesa dell'inflazione con tagli dei tassi ufficiali.**

Il focus della settimana entrante negli Stati Uniti sarà sul dato sulle vendite al dettaglio di dicembre, in calendario mercoledì 17: si dovrebbe vedere una crescita circa in linea con il mese precedente sia per le vendite totali (0,3% m/m) che per quelle al netto delle auto (0,2% m/m), con un possibile rallentamento di un decimo, ma su ritmi ancora robusti, del "control group" (0,3% m/m). **Venerdì 19 è in agenda la rilevazione preliminare dell'Università del Michigan sulla fiducia dei consumatori a gennaio, che potrebbe mostrare un calo sia del sentiment delle famiglie che delle attese di inflazione. I dati di dicembre sul mercato immobiliare potrebbero risultare misti**, con una possibile risalita dell'indagine NAHB (su livelli depressi) e dei permessi di costruzione, e viceversa un rallentamento delle vendite di case esistenti, mentre le aperture di nuovi cantieri sono attese correggere dopo il balzo di novembre. **Produzione industriale e grado di utilizzo degli impianti dovrebbero tornare a calare nell'ultimo mese dell'anno dopo la risalita del mese precedente.** Infine, le prime indagini manifatturiere di gennaio (Empire Manufacturing della Fed di NY e Philly Fed) sono attese in territorio meno negativo rispetto alle letture di dicembre.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (15 – 19 gennaio)

Data	Ora	Pause	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	15/1	09:00	GER	PIL annuale		2023	1.8	%	-0.3
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		nov	4.7	Mld €	
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (UE)		nov	-0.7	Mld €	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	dic	prel 0.2	%	0.2
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		dic	prel 0.5	%	0.5
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	dic	prel 0.2	%	0.2
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		dic	prel 0.6	%	0.6
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	nov	-0.7	%	-0.3
Mar	16/1	08:00	GB	Retribuzioni medie		nov	7.2	%	
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		nov	4.2	%	
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	dic	prel 0.2	%	0.2
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	dic	prel 0.1	%	0.1
		08:00	GER	CPI a/a finale		dic	prel 3.7	%	3.7
		08:00	GER	IPCA a/a finale		dic	prel 3.8	%	3.8
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		gen	-77.1		-76.7
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	gen	12.8		12.9
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	gen	-14.5		-7.1	
Mer	17/1	03:00	CN	PIL s.a. t/t		T4	1.3	%	
		03:00	CN	PIL cumulato a/a		T4	5.2	%	
		03:00	CN	PIL a/a	*	T4	4.9	%	
		03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	dic	10.1	%	
		03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	dic	2.9	%	
		03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		dic	7.2	%	
		03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		dic	4.3	%	
		03:00	CN	Produzione industriale a/a		dic	6.6	%	
		08:00	GB	CPI m/m		dic	-0.2	%	
		08:00	GB	CPI a/a	*	dic	3.9	%	3.8
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	dic	prel 0.2	%	0.2
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		dic	prel 3.9	%	3.9
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	dic	prel 2.9	%	2.9
		14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	dic	0.3	%	0.3
		14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	dic	0.2	%	0.2
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		dic	-0.4	%	
		15:15	USA	Impiego capacità produttiva		dic	78.8	%	78.6
15:15	USA	Produzione industriale m/m		dic	0.2	%	-0.1		
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		nov	-0.1	%			
16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		gen	37				
Gio	18/1	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		nov	0.7	%	-0.8
		05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		nov	prel -0.9	%	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	202	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.834	Mln	
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	dic	1.560	Mln	1.415
		14:30	USA	Licenze edilizie		dic	1.467	Mln	
14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	gen	-12.8	(-10.5)			
Ven	19/1	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	dic	2.8	%	
		00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	dic	2.5	%	2.3
		08:00	GER	PPI a/a		dic	-7.9	%	-7.9
		08:00	GER	PPI m/m		dic	-0.5	%	-0.5
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		dic	0.1	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	dic	1.3	%	
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		gen	69.7		68.8
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		dic	3.82	Mln	3.82
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	gen	-15.0		
		22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		nov	3.3	Mld \$	

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 (15 – 19 gennaio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	15/1	15:15	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
			EUR	* Riunione Eurogruppo
Mar	16/1	08:15	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		17:00	USA	Discorso di Waller (Fed)
			EUR	* Riunione Ecofin
Mer	17/1	09:35	EUR	Discorsi di Vasle, Kazimir, Muller, Scicluna, Simkus, Vujcic (BCE)
		10:15	EUR	Discorso di Simkus (BCE)
		12:30	EUR	Discorso di Vujcic (BCE)
		13:15	EUR	Discorso di Knot (BCE)
		16:15	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		20:00	USA	* Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
		21:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
Gio	18/1	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di dicembre
		13:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		16:15	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		17:30	USA	Discorso di Bostic (Fed)
Ven	19/1	11:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		22:15	USA	Discorso di Daly (Fed)

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	nov	-64.5 (-64.3)	Mld \$	-65.0	-63.2
Richieste di sussidio	settim	203 (202)	x1000	210	202
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.868 (1.855)	Mln	1.871	1.834
CPI m/m	dic	0.1	%	0.2	0.3
CPI a/a	dic	3.1	%	3.2	3.4
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	dic	4.0	%	3.8	3.9
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	dic	0.3	%	0.3	0.3
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	dic	0.0	%	0.2	
PPI m/m	dic	0.0	%	0.1	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Sorpresa di fine anno del mercato del lavoro. Nonostante l'asestamento del settore manifatturiero dopo i recenti scioperi, la crescita occupazionale è aumentata più delle aspettative a dicembre, trainata dal settore pubblico. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 3,7%, con il tasso di partecipazione in diminuzione al 62,5%, mentre la crescita annua dei salari orari è salita di un decimo al 4,1% (dopo quattro letture in discesa). Il dato indica che il mercato del lavoro rimane solido in chiusura d'anno e a nostro parere non giustifica un taglio dei tassi nel primo trimestre del 2024.

Sorprende lievemente al rialzo il CPI di dicembre. I dati sui prezzi al consumo di dicembre sono risultati marginalmente superiori alle attese, con prezzi in salita di 0,3% m/m nel mese e un'accelerazione tendenziale a 3,4% da 3,1% a/a sull'indice headline, a fronte di un rallentamento di un decimo a 3,9% a/a sul CPI core. L'aumento dei prezzi nel mese è spiegato principalmente dall'accelerazione dei servizi abitativi, che hanno contribuito per circa la metà ai rincari. L'indice "super core" è aumentato dello 0,2% m/m per il secondo mese di fila. Il dato riduce la probabilità che la Fed possa tagliare i tassi già tra fine inverno e inizio primavera come in precedenza scontato dai mercati.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
GER	Bilancia commerciale destag.	nov	17.7 (17.8)	Mld €	18.0	20.4
GER	Ordini all'industria m/m	nov	-3.7	%	1.0	0.3
EUR	Vendite al dettaglio m/m	nov	0.4 (0.1)	%	-0.3	-0.3
GER	Produzione industriale m/m	nov	-0.3 (-0.4)	%	0.2	-0.7
EUR	Tasso di disoccupazione	nov	6.5	%	6.5	6.4
ITA	Vendite al dettaglio a/a	nov	0.5 (0.30)	%		1.5
SPA	Produzione industriale a/a	nov	-1.4 (-1.5)	%		0.8
ITA	Produzione industriale m/m	nov	-0.2	%	-0.2	-1.5
FRA	Spese per consumi m/m	nov	-0.9	%	-0.1	0.7
FRA	IPCA m/m finale	dic	0.1	%	0.1	0.1
FRA	IPCA a/a finale	dic	4.1	%	4.1	4.1
FRA	CPI m/m Ex Tob	dic	-0.2	%		0.1
SPA	IPCA a/a finale	dic	3.3	%	3.3	3.3

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Germania: rialzo (temporaneo) dell'inflazione. A dicembre, l'inflazione headline è tornata a salire, dopo cinque mesi di cali, per via di effetti base sfavorevoli sulla componente energia; di contro, l'indice al netto di alimentari ed energia ha mostrato la quarta flessione consecutiva. Anche in Francia l'inflazione è salita in linea con le attese di consenso.

Area euro: inflazione, non preoccupa il rialzo di fine anno. L'aumento di dicembre rappresenterebbe solo un incidente di percorso verso l'obiettivo del 2%, dovuto ad effetti base sfavorevoli sulla componente energia. Dai dati pubblicati da Eurostat emergono, infatti, ancora

segnali positivi per la BCE, visto l'ennesimo calo degli indici al netto delle componenti più volatili. In Italia l'inflazione sul NIC è scesa allo 0,6% dallo 0,7% precedente, mentre la componente al netto di alimentari freschi ed energia è calata al 3,1% dal 3,6% di novembre.

Eurozona: migliora l'ESI a dicembre ma è prematuro parlare di riaccelerazione. A dicembre l'indice di fiducia economica ESI della Commissione Europea è salito a 96,4 da 94. Il morale è migliorato in tutti i principali settori. Gli indici PMI sono stati rivisti al rialzo la scorsa settimana e le indagini suggeriscono che il ciclo si stia stabilizzando ma su livelli ancora bassi e coerenti con una fiacca attività economica a cavallo d'anno. Per ora rimaniamo cauti e, dopo una lieve recessione a fine 2023, prevediamo una crescita ancora debole nel breve termine. Salgono ancora le aspettative sui prezzi nei servizi che nei prossimi mesi resteranno l'osservato speciale per monitorare le dinamiche d'inflazione e le prossime mosse della BCE.

Germania: ripresa ancora lontana per l'industria. La produzione industriale tedesca ha registrato il sesto calo consecutivo in novembre. Non vi sono segnali di ripresa nel breve termine del manifatturiero mentre il settore delle costruzioni versa in uno stato di profonda crisi. Il dato sugli ordini conferma la persistente debolezza della domanda nell'industria.

Francia: la produzione industriale risale a novembre, ma dovrebbe contrarsi nel 4° trimestre. La produzione industriale è rimbalsata dello 0,5% m/m a novembre, ma lascia la produzione in rotta per una contrazione nel 4° trimestre del 2023. Le prospettive del settore manifatturiero francese sono più favorevoli rispetto a quelle della Germania, ma le indagini di fiducia suggeriscono che la domanda sottostante rimane comunque complessivamente fiacca. A fine 2023, l'espansione dei servizi potrebbe compensare il freno dell'industria, ma è probabile che il PIL risulti sostanzialmente stagnante.

Italia: sorprende in negativo la produzione industriale. La produzione industriale italiana ha sorpreso ampiamente al ribasso a novembre, calando di -1,5% m/m e -3,1% a/a. L'industria è tornata a frenare il PIL a fine 2023, il che segnala rischi al ribasso sulla nostra stima di una stagnazione dell'attività economica nel 4° trimestre dello scorso anno. Più in generale, i rischi sulla nostra previsione di un PIL italiano in crescita di 0,7% nel 2024 appaiono oggi orientati al ribasso.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	nov	-2.5	%	-2.3	-2.9

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Riserve in valuta estera	dic	3.172	1000Mld \$	3.200	3.238
CPI m/m	dic	-0.5	%	0.2	0.1
CPI a/a	dic	-0.5	%	-0.4	-0.3
PPI a/a	dic	-3.0	%	-2.6	-2.7
Esportazioni in USD a/a	dic	0.5	%	1.7	2.3
Importazioni in USD a/a	dic	-0.6	%	0.3	0.2
Bilancia commerciale USD	dic	68.39	Mld \$	74.75	75.34

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

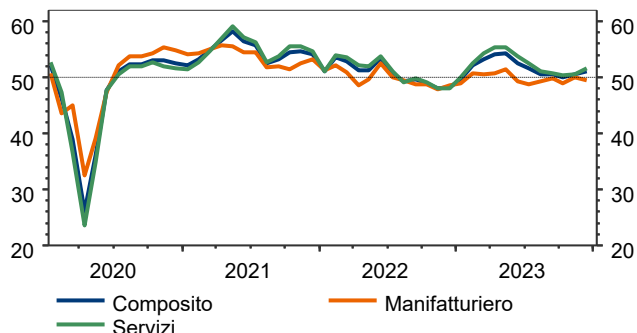
Segnali contrastanti dagli indici PMI di dicembre. Gli indici PMI di dicembre rilevati dal NBS e da Caixin hanno dato indicazioni contrastanti, segnalando nel complesso un'attività economica sostanzialmente invariata nel settore manifatturiero e in moderata espansione in quello dei servizi.

Deflazione ancora per poco. I prezzi al consumo sono rimasti in deflazione scendendo dello 0,3% a/a in dicembre, ancora trainati dai cali dei prezzi nei comparti degli alimentari e dei trasporti. L'inflazione core è rimasta invariata a 1% a/a sostenuta dai servizi. L'ulteriore riduzione della deflazione degli alimentari e dei carburanti, nonché un effetto base sfavorevole tra febbraio e giugno, dovrebbero contribuire a riportare l'inflazione totale in territorio positivo da febbraio.

Cina: commercio estero. L'andamento del commercio estero è stato positivo in dicembre e superiore alle attese di consenso. Il miglioramento delle esportazioni è in contrasto con la contrazione degli ordini esteri segnalata dagli indici PMI in dicembre e potrebbe risentire nei prossimi mesi, oltre che del rallentamento della domanda estera, dell'aumento dei prezzi di trasporto in seguito alla crisi nel Mar Rosso.

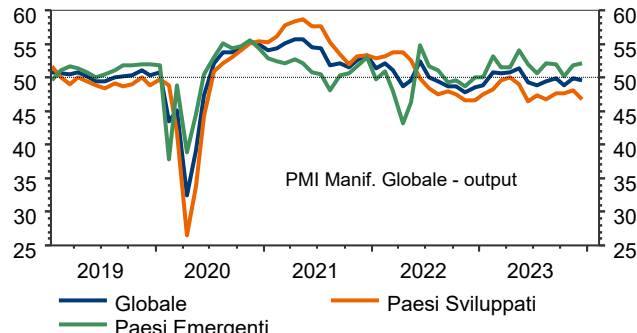
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



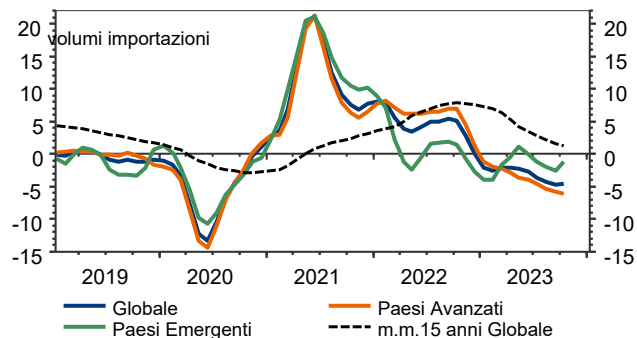
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



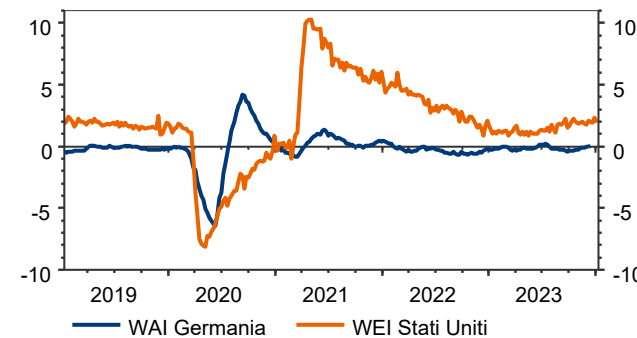
Fonte: S&P Global

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



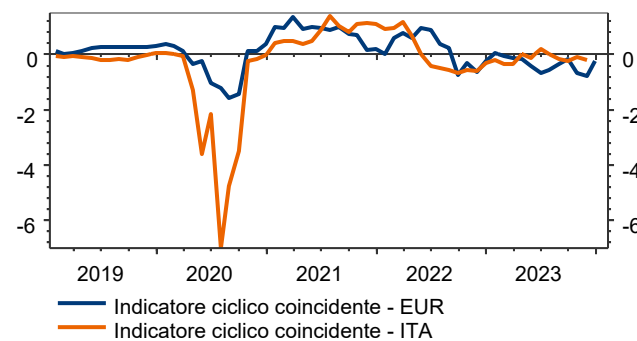
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



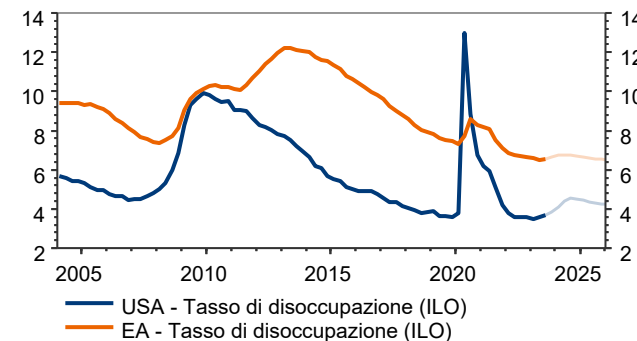
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

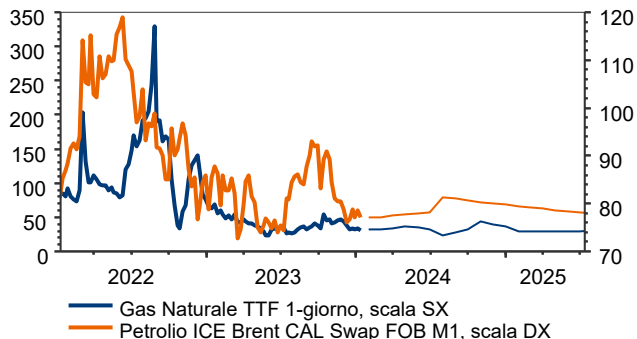
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

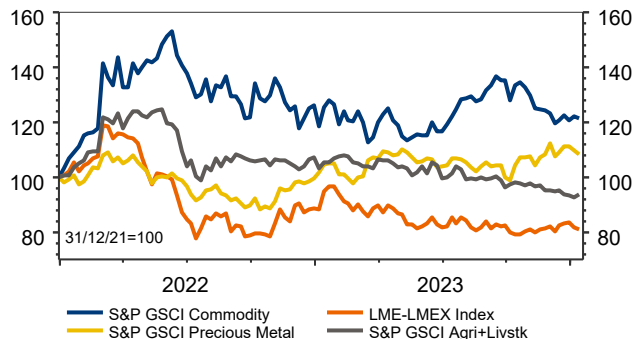
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



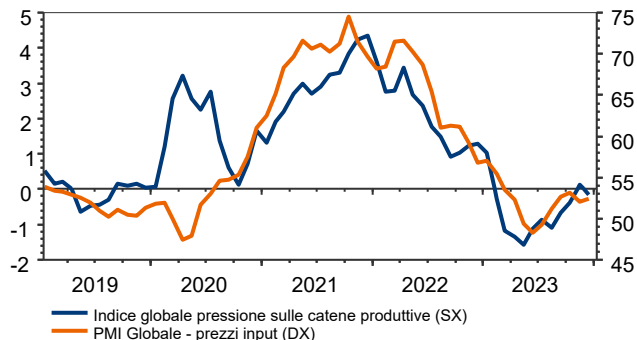
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



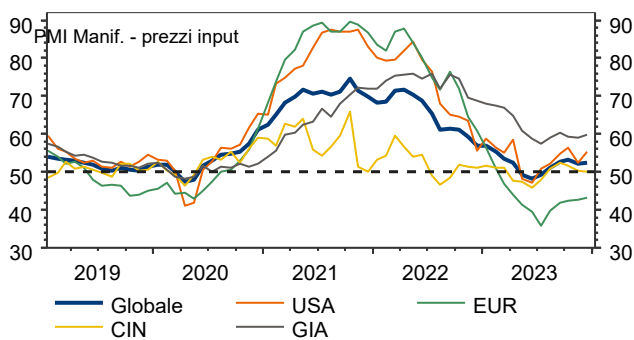
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



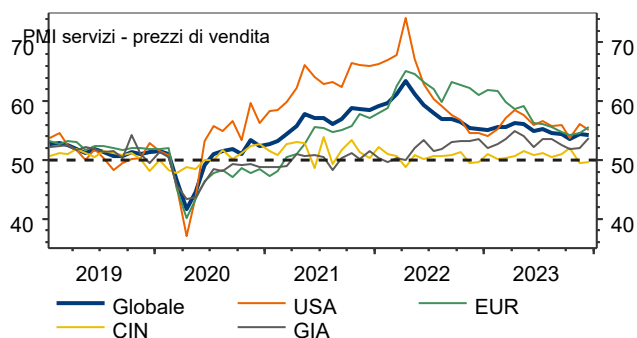
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



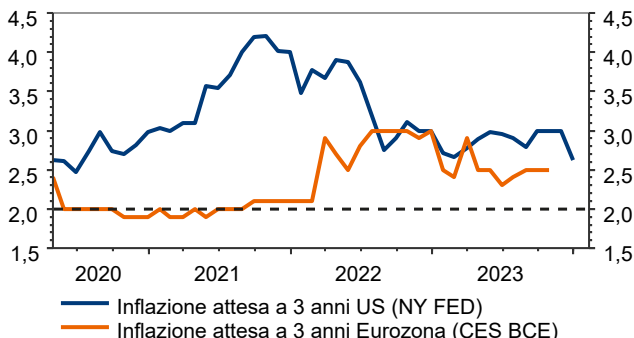
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

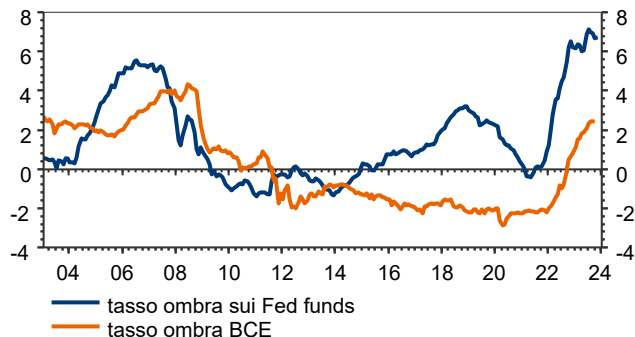
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

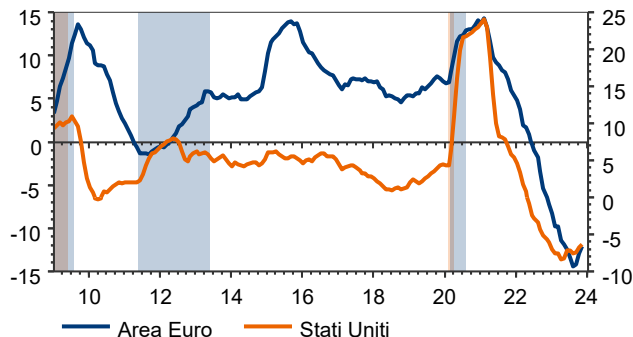
Condizioni Finanziarie

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



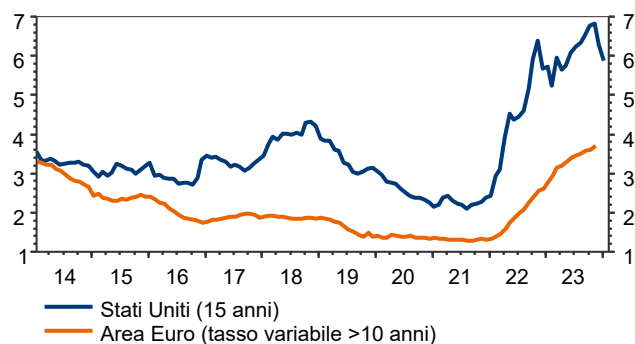
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



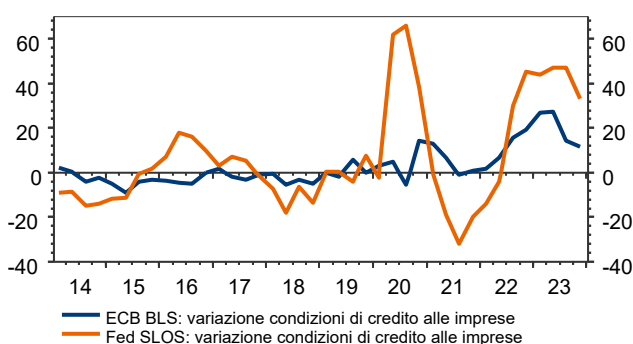
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



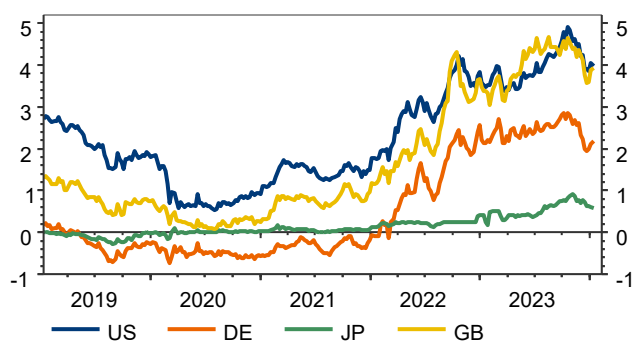
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



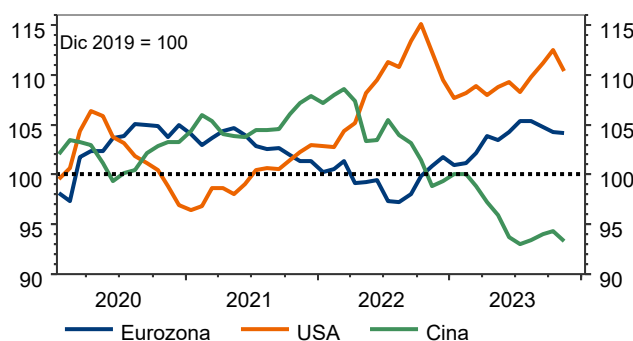
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

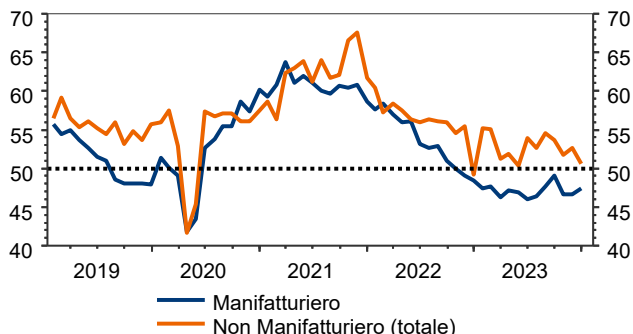
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

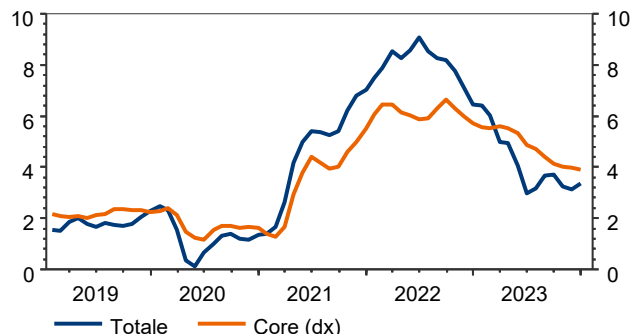
Stati Uniti

Indagini ISM



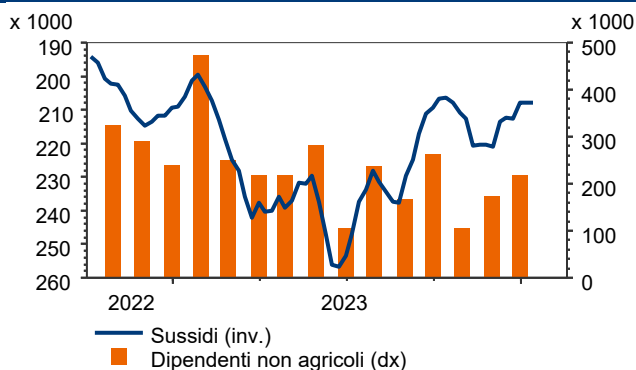
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



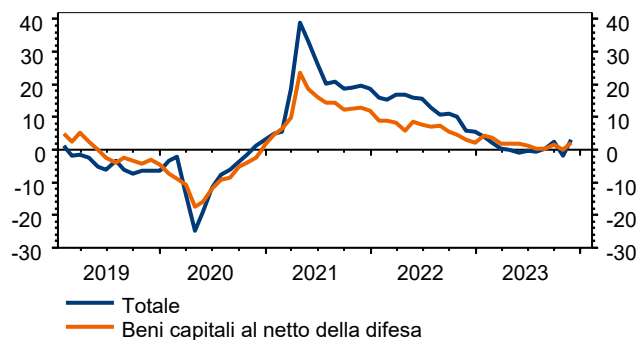
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

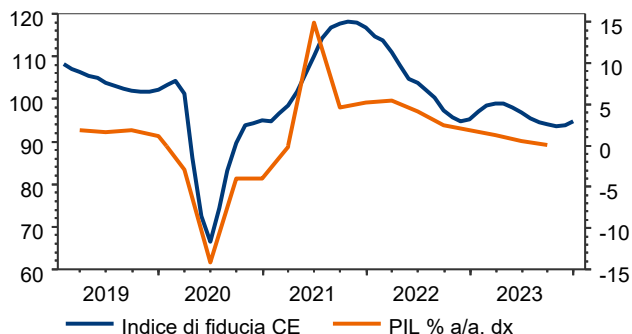
Previsioni

	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	2.9	2.8	2.2	1.9
- trim./trim. annualizzato				2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	2.1	0.0	0.6
Consumi privati	2.5	2.2	1.4	1.6	1.2	3.8	0.8	3.1	3.0	0.3	0.7
IFL - privati non residenziali	5.2	4.4	1.1	4.7	1.7	5.7	7.4	1.4	3.4	-1.7	0.4
IFL - privati residenziali	-9.0	-10.7	5.4	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	6.7	1.7	-1.6	4.8
Consumi e inv. pubblici	-0.9	4.0	2.2	2.9	5.3	4.8	3.3	5.8	3.6	1.0	0.8
Esportazioni	7.0	2.6	1.7	16.2	-3.5	6.8	-9.3	5.4	4.9	0.6	1.1
Importazioni	8.6	-1.5	1.8	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	4.2	4.5	1.0	1.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.4	-0.1	-0.4	1.5	-2.3	-0.2	1.1	-1.0	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.0	-2.9								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.5	-7.6	-7.1								
Debito pubblico (% PIL)	142.0	140.8	143.2								
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	0.0	0.5	-0.6	-0.1	0.2	0.5	-0.7	-0.1	0.1
Disoccupazione (%)	3.6	3.6	4.2	3.5	3.6	3.5	3.6	3.7	3.7	4.0	4.1

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

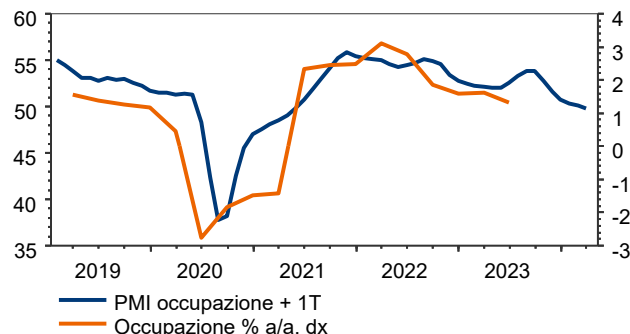
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&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	123.5	2.4	4.2	3.6	2.3
dic-23	124.0	120.2	117.1	123.6	2.9	3.9	3.4	2.8
Media	123.2	118.9	115.9	122.8	5.4	6.2	4.9	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	123.3	119.2	115.9	122.8	2.6	3.4	3.1	2.4
feb-24	124.0	119.7	116.6	123.5	2.3	2.9	2.9	2.1
mar-24	125.0	120.8	117.8	124.5	2.2	2.6	2.7	2.0
apr-24	125.8	121.9	118.9	125.2	2.2	2.6	2.6	2.0
mag-24	126.0	122.1	119.1	125.5	2.3	2.5	2.5	2.2
giu-24	126.4	122.4	119.3	125.8	2.4	2.4	2.4	2.2
lug-24	126.2	122.2	118.9	125.6	2.3	2.2	2.2	2.1
ago-24	126.5	122.5	119.2	126.0	2.0	2.2	2.1	1.9
set-24	126.9	122.8	119.6	126.4	2.0	2.3	2.2	1.9
ott-24	127.3	123.0	119.7	126.7	2.2	2.2	2.0	2.1
nov-24	126.9	122.5	119.1	126.4	2.5	2.3	2.1	2.4
dic-24	127.2	122.8	119.4	126.6	2.5	2.2	2.0	2.5
Media	126.0	121.8	118.6	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.

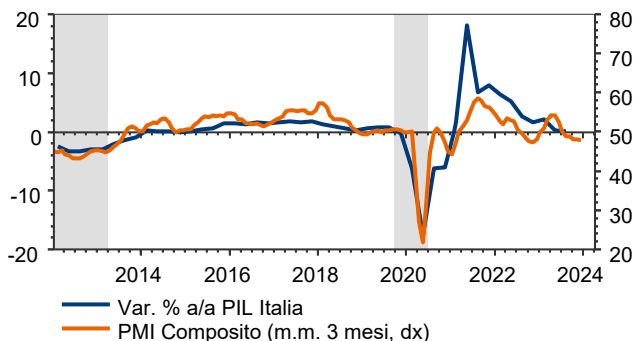
Previsioni

	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	0.7	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	2.7	2.3	2.3
Produzione industriale (a/a)	2.2	-2.8	-0.7	3.3	2.2	0.3	-1.2	-4.8	-5.6	-3.7	-1.7
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	7.0	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.5	6.8	7.1
Euribor 3 mesi	0.34	3.43	3.70	0.48	1.77	2.63	3.36	3.78	3.96	3.90	3.78

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

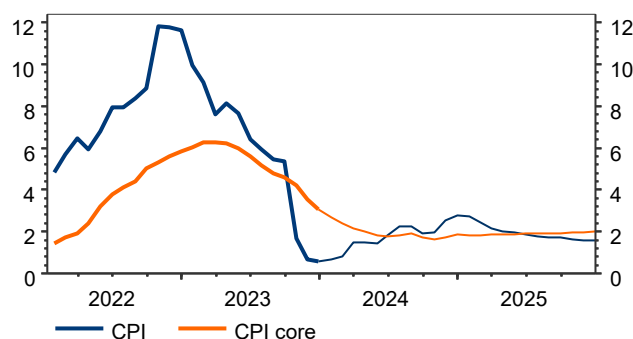
Italia

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
Media	120.9	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	120.0	119.9	119.0	119.1	0.6	0.7	0.7	0.7
feb-24	120.3	120.3	119.4	119.5	0.7	0.8	0.8	0.8
mar-24	122.0	120.6	119.7	119.8	1.4	1.5	1.4	1.5
apr-24	123.0	121.0	120.1	120.2	1.4	1.5	1.5	1.5
mag-24	123.3	121.4	120.4	120.5	1.3	1.4	1.6	1.6
giu-24	123.9	121.9	120.9	121.0	1.7	1.8	2.0	2.0
lug-24	122.5	122.4	121.3	121.4	2.1	2.2	2.3	2.3
ago-24	122.7	122.8	121.7	121.8	2.1	2.2	2.3	2.3
set-24	124.3	122.6	121.6	121.7	1.8	1.9	2.0	2.0
ott-24	124.5	122.4	121.4	121.5	1.9	2.0	1.9	1.9
nov-24	124.5	122.6	121.5	121.6	2.5	2.6	2.4	2.4
dic-24	125.0	123.0	122.1	122.2	2.7	2.8	2.7	2.7
Media	123.0	121.7	120.8	120.9	1.7	1.8	1.8	1.8

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	-5.6	-4.4								
Debito pubblico (% PIL)	141.7	140.8	141.3								
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	-2.6	-0.9	0.3	-2.0	-1.3	-3.9	-2.9	-2.4	-2.3	-1.0
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

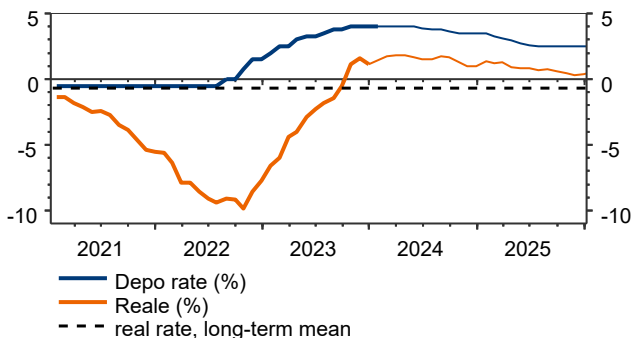
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datstream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	11/1	mar	giu	set	dic
Refi	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00
Euribor 1m	3.40	3.85	3.85	3.89	3.87	3.68	3.56	3.47
Euribor 3m	3.58	3.95	3.91	3.93	3.88	3.68	3.57	3.45

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

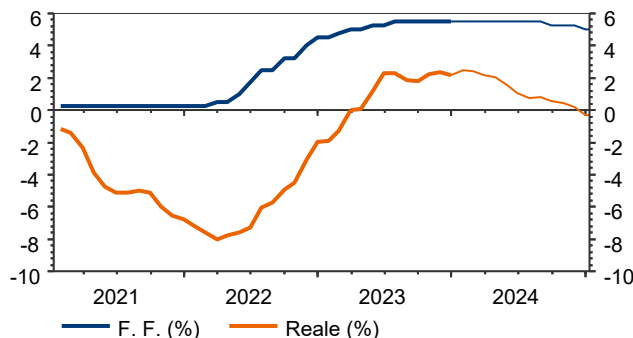


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	11/1	mar	giu	set	dic
Fed Funds	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00
OIS 3m	5.27	5.41	5.31	5.30	5.43	5.43	5.25	4.99

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

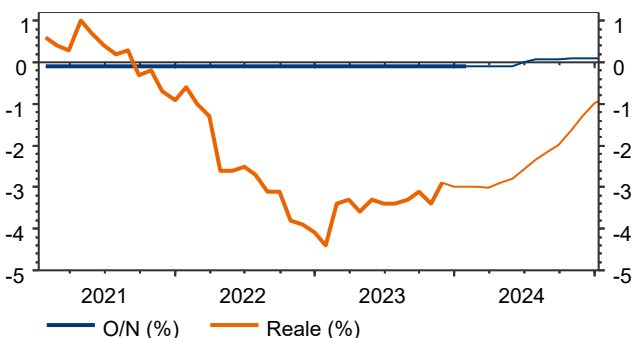


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	giu	set	dic	11/1	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.01	0.08	0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	0.06	0.13	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

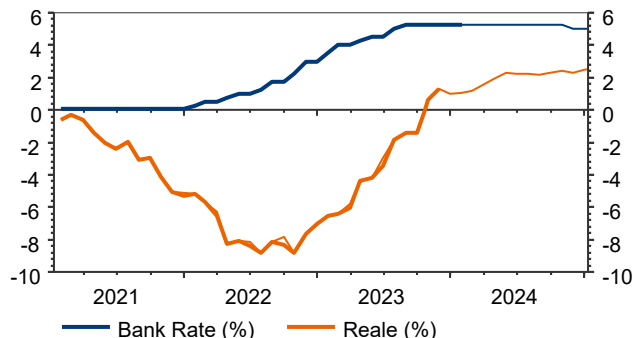


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	11/1	mar	giu	set	dic
Bank rate	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00
Libor GBP 3m	5.39	5.41	5.32	5.32	5.30	5.25	5.10	4.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	12/1	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.08	1.10	1.06	1.08	1.0960	1.08	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	115	130	138	150	146	145.17	142	137	132	127	122
GBP/USD	1.37	1.22	1.30	1.22	1.26	1.2752	1.26	1.28	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.05	1.01	0.97	0.96	0.94	0.9354	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	131	141	154	158	157	159.14	153	151	147	142	139
EUR/GBP	0.83	0.89	0.85	0.86	0.86	0.8592	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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Aniello Dell'Anno

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

aniello.dellanno@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com