

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Dopo il FOMC, il mercato ha drasticamente ridimensionato le attese di un taglio dei tassi a marzo, che giudicavamo troppo aggressive; riteniamo che tuttora le aspettative di mercato sui tagli Fed rimangano troppo *dovish*, anche se il *gap* rispetto alle nostre attese si è ridotto: vediamo ora un primo taglio a giugno e un ribasso cumulato per un totale di 75/100 punti base nel corso di quest'anno. Nell'Eurozona, l'inflazione sta mostrando segni di resilienza, specie nei servizi, e a nostro avviso il percorso per riportarla stabilmente in linea con l'obiettivo BCE non è privo di ostacoli.

**Stati Uniti.** Dopo il [FOMC del 30-31 gennaio](#), nel quale la Fed ha esplicitamente abbandonato il *tightening bias* ma Powell ha dichiarato di non ritenere probabile che il Comitato acquisisca sufficiente fiducia che la strada verso il raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi sia stabilmente avviata già entro la prossima riunione, **il mercato ha drasticamente ridimensionato le attese di un taglio dei tassi a marzo, che giudicavamo troppo aggressive**, anche se l'entità complessiva dei ribassi attesi nel 2024 non è sostanzialmente cambiata (oltre 140 punti base). **Riteniamo che tuttora le aspettative di mercato sui tagli Fed rimangano troppo dovish, anche se il gap rispetto alle nostre attese si è ridotto. Vediamo ora un primo taglio a giugno e un ribasso cumulato per un totale di 75/100 punti base nel corso di quest'anno.**

I dati della settimana che va concludendosi, a partire da venerdì scorso, hanno evidenziato che:

- **la crescita del reddito, e soprattutto della spesa personale, è stata più forte del previsto a dicembre** (secondo mese consecutivo di incremento di 0,5% m/m della spesa reale); a ciò si è accompagnato un **aumento per il terzo mese consecutivo della fiducia dei consumatori** secondo l'indice del Conference Board, a 114,8 a gennaio (massimo da oltre due anni) da 108 di dicembre, spinto soprattutto da valutazioni più ottimistiche sulla situazione corrente, salite ai massimi dallo scoppio della pandemia;
- **anche il settore industriale mostra segnali se non altro di stabilizzazione:** l'ISM manifatturiero è salito più del previsto a gennaio, pur restando in territorio recessivo (a 49,1 da 47,1 di dicembre: si tratta di un massimo da ottobre 2022), evidenziando un ritorno sopra la soglia di invarianza dei nuovi ordini (52,5 da 47), anche se peggiora la componente occupazione (47,1) e torna qualche tensione sui prezzi pagati (52,9, massimo da aprile dello scorso anno);
- **la forza della domanda non si è però accompagnata a un aumento dell'inflazione**, visto che sempre a dicembre il deflatore dei consumi è rimasto fermo al 2,6% a/a e il deflatore core è calato al 2,9% dal 3,2% di novembre; **quest'ultima misura di inflazione (la preferita dalla Fed) è salita solo dell'1,5% su base trimestrale annualizzata, e dell'1,9% su base semestrale annualizzata;** le pressioni al ribasso sui prezzi sono arrivate dai beni, in presenza di persistenti tensioni nel settore abitativo e negli altri servizi (a dicembre, l'inflazione Multivariate Core Trend si è posizionata al 2,3%);
- **continua il ribilanciamento del mercato del lavoro:** in attesa dell'employment report di gennaio, i dati dell'ADP hanno mostrato una moderazione degli occupati nel settore privato nel primo mese dell'anno, a 107 mila unità, tornati in pratica ai minimi di ottobre-novembre dopo il balzo a 158 mila di dicembre;
- **si nota un raffreddamento sia pur lento anche sul fronte del costo del lavoro:** l'Employment Cost Index nel 4° trimestre 2023 è rallentato più del previsto a 0,9% t/t (da 1,1% precedente), anche se la variazione annua resta elevata (4,2% da 4,3% precedente); in ogni caso, **la crescita sostenuta, per il terzo trimestre consecutivo, della produttività** (3,2% t/t ann. nei mesi autunnali, dopo il 4,9% estivo) **sta consentendo un più ampio contenimento del CLUP** (appena 0,5% t/t ann. a fine 2023 dopo il -1,1% precedente) rispetto al costo del lavoro in termini nominali – si tratta di un elemento citato anche da Powell nella conferenza stampa

2 febbraio 2024

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

### Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

Paolo Mameli  
Economista

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

### International Research Network

Silvia Guizzo  
Economista – Asia Ex Giappone



I dati del presente documento sono aggiornati al 2 febbraio 2024

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

post-FOMC come possibile spiegazione della moderazione delle spinte inflazionistiche in presenza di una crescita dell'attività economica ancora robusta;

- **anche il settore delle costruzioni, e il mercato immobiliare, mostrano una certa resilienza:** la spesa per le costruzioni ha evidenziato un aumento dello 0,9% m/m, per il secondo mese consecutivo, a dicembre (l'indice è cresciuto in ciascuno dei 12 mesi del 2023), sostenuta da un forte incremento delle spese residenziali e pubbliche, nonostante un calo della spesa privata non residenziale; l'indice S&P Case-Shiller ha mostrato un aumento dei prezzi delle case superiore alle aspettative (5,4% a/a a novembre).

**La prossima settimana sarà ampiamente meno densa di indicatori congiunturali in uscita. Il focus sarà sull'ISM servizi** di gennaio in calendario lunedì 5, atteso riaccelerare a 52 da 50,5 di dicembre: sarà importante soprattutto verificare se vi sarà un recupero della componente occupazione, che a dicembre era crollata a 43,8, un minimo da luglio del 2020. **Attesi anche mercoledì 7 il dato sul deficit commerciale**, che dovrebbe ridursi a 62,2 mld a dicembre dai 63,2 mld di novembre, **e venerdì 9 la revisione annuale dei dati sul CPI**.

**Area euro. Il calo dell'inflazione a gennaio è stato marginale (da 2,9% a 2,8% a/a) e meno marcato rispetto alle nostre previsioni, soprattutto a causa di una resilienza nei servizi** (4%, stabile rispetto al mese precedente). Riteniamo che la strada per riportare l'IPCA stabilmente verso il 2% sia ancora lunga. Poiché il contributo disinflattivo addizionale dall'energia (e verosimilmente anche dai beni non energetici) è destinato a ridursi nei prossimi mesi, occorre un maggior apporto alla disinflazione dai servizi, che però mantengono ritmi vivaci (così come gli alimentari). **L'aumento del costo dei trasporti navali dovuto alla situazione geopolitica in Medio Oriente per ora ha un impatto limitato sull'inflazione** (stimiamo di uno-due decimi sul tendenziale a fine 2024, in caso di tensioni persistenti), ma costituisce un rischio di fondo per le prospettive disinflazionistiche nei prossimi mesi. **Vediamo al momento una media annua dell'inflazione al 2,5% (con rischi al rialzo) nel 2024 e poco sotto il 2% nel 2025**. In questa fase, l'andamento dell'inflazione è piuttosto disallineato tra i vari paesi dell'Eurozona, in quanto risente di diversi effetti-base sull'energia dovuti alle caratteristiche del mercato energetico domestico nonché alle tempistiche degli interventi governativi. **In Italia, l'inflazione è decisamente inferiore rispetto alla media Eurozona (0,9% a/a a gennaio)**, e lo rimarrà verosimilmente almeno per tutta la prima metà dell'anno, a causa del confronto con maggiori incrementi delle tariffe lo scorso anno; in ogni caso, **la risalita dai minimi di fine 2023 dovrebbe continuare nel resto del 2024, e accentuarsi nei mesi finali dell'anno** (vediamo un'inflazione al 2% in media d'anno in Italia già nel 2024).

I **dati di contabilità nazionale del 4° trimestre 2023** hanno mostrato che **l'economia dell'Eurozona fatica a uscire dalla fase di sostanziale stagnazione dell'attività economica iniziata a fine 2022**, dovuta prima alla crisi energetica e poi agli effetti della restrizione monetaria. Il PIL area euro è stato affossato dalla Germania (-0,3% t/t) ma ha evitato una contrazione grazie alla crescita registrata in Spagna (0,6% t/t) e, in minor misura, in Italia (0,2% t/t) – dove però si registra una contrazione della domanda domestica (come in Germania e in Francia), e a inizio 2024 dovrebbe venire meno il sostegno offerto a fine 2023 dalla corsa per il completamento dei lavori legati al Superbonus. Le indagini (l'ESI è risultato poco variato a gennaio) segnalano che **anche a inizio 2024 l'economia dell'area euro dovrebbe essere rimasta sostanzialmente ferma**.

**Anche nell'area euro la settimana prossima sarà decisamente più leggera**, in termini di indicatori congiunturali in calendario, rispetto all'ottava appena trascorsa. **I dati più importanti saranno gli indici di produzione industriale di dicembre in Germania, Italia e Spagna. Nella maggiore economia dell'Eurozona, è possibile che si registri la settima flessione mensile dell'output** (nostra stima: -0,2% m/m), come suggerito dai deboli dati su produzione di auto e traffico di mezzi pesanti; la produzione potrebbe anche risentire degli scioperi e proteste in corso; le indagini iniziano ad offrire segnali di stabilizzazione ma il traino dal commercio mondiale resta debole, e le costruzioni restano in terreno ampiamente recessivo. La produzione industriale è attesa

contrarsi anche in Spagna, mentre in Italia è possibile che si veda un rimbalzo su base congiunturale dopo l'ampio calo di novembre. **Le prime stime dei PMI servizi di gennaio in Italia e Spagna potrebbero risultare in controtendenza rispetto alle letture di Germania e Francia** e mostrare un miglioramento del clima nel settore al di sopra della soglia d'invarianza: **in questa fase, la migliore tenuta dell'economia italiana e spagnola**, rispetto ai due maggiori paesi dell'Eurozona (confermata dai dati di contabilità nazionale relativi all'ultimo trimestre del 2023), **pare dovuta al maggior peso del settore dei servizi**, meno sensibili alla debolezza del commercio mondiale e ancora parzialmente sostenuti dall'onda lunga della normalizzazione post-pandemica. **Nell'Eurozona, a dicembre dovrebbe essersi ampliato sensibilmente il calo delle vendite al dettaglio**, a -1,4% m/m (da -0,3% di novembre): sarebbe un minimo da ottobre 2022; nonostante i segnali di recupero dai minimi della fiducia dei consumatori, le famiglie rimangono molto caute nelle decisioni di spesa, e l'incipiente recupero di potere d'acquisto pare accompagnato da una risalita del tasso di risparmio che inevitabilmente frenerà la ripresa dei consumi. **Le indagini Istat in Italia potrebbero vedere una correzione a gennaio** sia per il morale dei consumatori che per l'indice composito di fiducia delle imprese IESI, dopo il balzo a sorpresa di dicembre. Infine, sul fronte inflazione, **il PPI area euro è atteso in calo per il secondo mese a dicembre** (-0,8% m/m da un precedente -0,3% m/m), per una variazione tendenziale che, dopo il recupero degli ultimi mesi, dovrebbe tornare a calare, a -10,5% a/a; il calo dei prezzi nel mese, come a novembre, dovrebbe essere guidato dalla componente energetica e, in minor misura dai beni intermedi, a fronte di una sostanziale stagnazione dei beni strumentali e di consumo.

Infine, abbiamo ascoltato negli ultimi giorni molte **dichiarazioni di membri del Consiglio Direttivo BCE** che, come già avvenuto in passato, hanno aggiunto un po' di colore alla comunicazione ufficiale ancora molto vaga e prudente della banca centrale. Ne è emerso un **solido consenso a favore dell'avvio entro metà anno della fase di riduzione dei tassi ufficiali**, posizione sulla quale ormai convergono anche gli esponenti del Consiglio Direttivo in passato più cauti. Riguardo ai tempi della prima mossa, è chiaro che **l'opzione di aprile è sul tavolo come quella di giugno**: il nodo sarà sciolto sulla base dei dati dei prossimi mesi. Da alcuni degli interventi (Lane, ma soprattutto Vujčić) è emersa la preferenza per un percorso graduale, potenzialmente interrotto da pause, in ottica di controllo del rischio.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (5 – 9 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	5/2	02:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	gen	52.9	
		08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		dic	20.4	Mld €
	09:45	ITA	PMI servizi	*	gen	49.8	50.6	
	09:50	FRA	PMI servizi finale		gen	prel 45.0	45.0	
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	gen	prel 47.6	47.6	
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	gen	prel 48.4	48.4	
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	gen	prel 47.9	47.9	
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	gen	53.8		
	11:00	EUR	PPI a/a		dic	-8.8	%	
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		gen	52.9		
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		gen	52.3		
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	gen	50.5 (50.6)	52.0	
	Mar	6/2	00:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	dic	-2.9
08:00			GER	Ordini all'industria m/m	*	dic	0.3	% 0.1
10:00			ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	gen	95.4	
10:01			ITA	Fiducia consumatori		gen	106.7	
11:00			EUR	Vendite al dettaglio m/m		dic	-0.3	% -0.8
Mer	7/2	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	dic	-0.7	% 0.0
		08:45	FRA	Occupati non agricoli prelim		T4	0.1	%
		09:00	CN	Riserve in valuta estera		gen	3.238	1000Mld \$ 3.217
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		dic	0.8	%
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		dic	1.5	%
		14:30	USA	Bilancia commerciale		dic	-63.2	Mld \$ -62.4
Gio	8/2	02:30	CN	CPI a/a	*	gen	-0.3	% -0.5
		02:30	CN	PPI a/a	*	gen	-2.7	% -2.6
		02:30	CN	CPI m/m		gen	0.1	% 0.4
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	224	x1000
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.898	Mln
Ven	9/2	00:00	CN	M2 a/a	*	gen	9.7	% 9.4
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	gen	1940	Mld ¥ CN 5890
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	gen	1170	Mld ¥ CN 4500
		08:00	GER	CPI a/a finale		gen	prel 2.9	% 2.9
		08:00	GER	IPCA a/a finale		gen	prel 3.1	% 3.1
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	gen	prel -0.2	%
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	gen	prel 0.2	%
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	dic	-1.5	%

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 (5 – 9 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	5/2	USA	Discorso di Bostic (Fed)	
Mar	6/2	18:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Collins (Fed)
Mer	7/2	01:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		09:40	GB	Discorso di Breeden (BoE)
		17:00	USA	Discorso di Kugler (Fed)
		17:30	USA	Discorso di Collins (Fed)
		18:30	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
Gio	8/2	10:00	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di gennaio
		12:30	EUR	Discorso di Wunsch (BCE)
		16:00	GB	Discorso di Mann (BoE)
		16:30	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		18:05	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Ven	9/2	11:30	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		15:15	EUR	Discorso di Cipollone (BCE)

Note: (\*\*) molto importante; (\*) importante. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

**Focus - Tempi ed effetti dell'inversione del ciclo di politica monetaria.** I dati sono stati migliori del previsto negli Stati Uniti, ancora deboli nell'Eurozona e in miglioramento in Cina. **Prospettive di crescita del PIL per il 2024:** crescita globale poco brillante, dovuta principalmente alle economie avanzate. Flussi commerciali internazionali fiacchi, ma in ripresa dal secondo semestre. Rischio di recessione: basso negli Stati Uniti, più rilevante (e imminente) in Europa. **Si prevede che l'inflazione diminuirà leggermente e in modo più contrastato nel corso del 2024, per assestarsi intorno alla soglia del 2% entro il 2025; l'inflazione sottostante,** ancora superiore agli obiettivi delle banche centrali, diminuirà gradualmente. I rischi principali sono orientati al rialzo: (1) shock dal lato dell'offerta nei mercati dell'energia; (2) dinamiche dei CLUP più forti del previsto, mercati del lavoro ancora tesi; (3) politica fiscale accomodante negli US. **Nel 2024, la Fed e la BCE inizieranno una fase di allentamento della politica monetaria, che potrebbe essere rapida.** Tuttavia, la riduzione dei portafogli titoli e il drenaggio della liquidità in eccesso continueranno. Il rischio di mancare l'obiettivo di inflazione anche nel 2025 implica più cautela. Due possibilità: (1) inizio più tardivo dei tagli, ma a un ritmo più veloce; (2) inizio più precoce, ma con tagli piccoli e distanziati.

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	nov	4.9		%	5.8	5.4
Indice dei prezzi delle case m/m	nov	0.3		%		0.3
Fiducia consumatori (CB)	gen	108.0	(+10.7)		115.0	114.8
Nuovi occupati: stima ADP	gen	158	(+64)	x1000	145	107
Costo del lavoro	T4	1.1		%	1.0	0.9
PMI (Chicago)	gen	47.2	(46.9)		48.0	46.0
Richieste di sussidio	settim	215	(214)	x1000	212	224
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.828	(1.833)	Mln	1.840	1.898
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T4	-1.1	(-1.2)	%	1.6	0.5
Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim	T4	4.9	(5.2)	%	2.5	3.2
Markit PMI Manif. finale	gen	50.3				50.7
Spesa in costruzioni	dic	0.9	(0.4)	%	0.5	0.9
Indice ISM manifatturiero	gen	47.1	(47.4)		47.0	49.1
Tasso di disoccupazione	gen	3.7		%	3.8	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	gen	216		x1000	180	
Salari orari m/m	gen	0.4		%	0.3	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	gen	78.8			78.9	
Ordinativi industriali m/m	dic	2.6		%	0.2	
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	dic	0.0		%		
Ordini beni durevoli ex-trasp. m/m finale	dic	0.6		%		

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

**FOMC: nessuna fretta di tagliare i tassi.** Il FOMC come atteso ha mantenuto i tassi fermi al 5,25%-5,50%. La novità è l'abbandono del *tightening bias*. Lo scenario di base della Fed è quello di un taglio dei tassi nel corso di quest'anno, ma Powell ha dichiarato che non ritiene probabile che già entro il FOMC di marzo il Comitato acquisisca sufficiente fiducia che la strada verso il raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi sia stabilmente avviata. La decisione sul QT è rimandata a marzo. Manteniamo l'idea che le attese di mercato sui tagli dei tassi Fed restino troppo aggressive, anche se il gap rispetto alle nostre attese si è ridotto: vediamo ora una prima mossa a giugno e tagli cumulati per 75/100pb nel corso del 2024.

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
BEL	PIL t/t prelim	T4	0.4		%	0.2	0.4
EUR	Fiducia consumatori finale	gen	-15.1	(-16.1)		-16.1	-16.1
EUR	Fiducia servizi	gen	8.4			8.0	8.8
EUR	Fiducia industria	gen	-9.6	(-9.2)		-9.0	-9.4
EUR	Indice di fiducia economica	gen	96.3	(96.4)		96.2	96.2
EUR	PIL t/t 1a stima	T4	-0.1		%	-0.1	0.0
EUR	PIL a/a 1a stima	T4	0.0		%	0.0	0.1
EUR	PMI manifatturiero finale	gen	46.6			46.6	46.6
EUR	Tasso di disoccupazione	dic	6.4		%	6.4	6.4
EUR	CPI a/a stima flash	gen	2.9		%	2.8	2.8
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	gen	3.9		%		3.6
FRA	Spese per consumi m/m	dic	0.6	(0.7)	%	0.3	0.3
FRA	PIL t/t 1a stima	T4	0.0	(-0.1)	%	0.0	0.0
FRA	IPCA a/a prelim	gen	4.1		%	3.3	3.4
FRA	PMI manifatturiero finale	gen	43.2			43.2	43.1
FRA	Produzione industriale m/m	dic	0.5		%	0.2	1.1
GER	PIL s.a. t/t prelim	T4	-0.1		%	-0.3	-0.3
GER	PIL s.a. a/a prelim	T4	-0.4		%	-0.2	-0.2
GER	Vendite al dettaglio a/a	dic	-2.4		%		-1.7
GER	Vendite al dettaglio m/m	dic	-2.5		%	0.7	-1.6
GER	Tasso di disoccupazione	gen	5.9		%	5.9	5.8
GER	Variazione n° disoccupati	gen	2	(5)	x1000	11	-2
GER	IPCA m/m prelim	gen	0.2		%	-0.1	-0.2
GER	IPCA a/a prelim	gen	3.8		%	3.2	3.1
GER	CPI (Lander) a/a prelim	gen	3.7		%	3.0	2.9
GER	CPI (Lander) m/m prelim	gen	0.1		%	0.2	0.2
GER	PMI manifatturiero finale	gen	45.4			45.4	45.5
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	dic	6.22		Mld €		8.33
ITA	PIL a/a prelim	T4	0.1		%	0.3	0.5
ITA	PIL t/t prelim	T4	0.1		%	0.0	0.2
ITA	PPI m/m	dic	1.5		%		-0.9
ITA	PPI a/a	dic	-9.5		%		-16.0
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	dic	7.4	(7.5)	%	7.6	7.2
ITA	Fatturato industriale a/a	nov	-1.8	(-1.7)	%		-3.4
ITA	Fatturato industriale m/m	nov	0.1		%		-1.0
ITA	PMI manifatturiero	gen	45.3			47.3	48.5
ITA	IPCA m/m prelim	gen	0.2		%	-1.3	-1.1
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	gen	0.6		%	1.1	0.8
ITA	IPCA a/a prelim	gen	0.5		%	0.7	0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	gen	0.2		%	1.0	0.3
SPA	PIL t/t prelim	T4	0.4	(0.3)	%	0.2	0.6
SPA	IPCA a/a prelim	gen	3.3		%	3.1	3.5

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

### Area euro: PIL stagnante a fine 2023, l'ESI punta verso una crescita ancora vicina a zero a inizio 2024.

Nel 4° trimestre 2023 il PIL nell'area euro è risultato invariato rispetto ai tre mesi precedenti (era attesa una marginale contrazione). A fronte della flessione attesa in Germania, si è registrata una crescita superiore al previsto in Spagna e Italia. L'indice ESI di gennaio segnala che è probabile una quasi stagnazione dell'economia anche nel 1° trimestre 2024.

**Italia: accelera a sorpresa il PIL a fine 2023.** Il PIL italiano è cresciuto a sorpresa di 0,2% t/t nel trimestre finale dello scorso anno. A nostro avviso, la sorpresa potrebbe essere dovuta alle costruzioni, vista la corsa al completamento dei lavori legati al Superbonus. Inoltre, la domanda domestica si è contratta, e l'espansione è dovuta agli scambi con l'estero. Manteniamo la nostra stima di crescita per il PIL italiano nel 2024 a 0,7% (in linea con il 2023, e sopra il consenso).

**Torna a calare, ma solo marginalmente, il CPI area euro; risale l'inflazione in Italia.** Il calo dell'inflazione area euro a gennaio è stato marginale (da 2,9% a 2,8% a/a) e meno marcato

rispetto alle nostre previsioni, soprattutto a causa di una resilienza nei servizi (4%, stabile rispetto al mese precedente). Riteniamo che la strada per riportare il CPI Eurozona stabilmente verso il 2% sia ancora lunga. In Italia, l'inflazione ha iniziato a risalire a gennaio dai minimi toccati a dicembre; a nostro avviso il trend di graduale risalita potrebbe continuare nel resto del 2024, e accentuarsi nei mesi finali dell'anno. Vediamo un'inflazione al 2% in media d'anno in Italia già nel 2024, nell'area euro solo nel 2025.

**Germania: a gennaio torna a calare l'inflazione.** A gennaio, l'inflazione headline è tornata a calare, dopo il rialzo temporaneo di dicembre, legato ad effetti base sfavorevoli sulla componente energia; l'indice al netto di alimentari ed energia ha mostrato la quinta flessione consecutiva.

**Francia: anomalie stagionali sostengono la produzione industriale a dicembre.** La produzione industriale è aumentata più del previsto a dicembre, con un forte incremento di 1,1% m/m. La manifattura è risultata trainante (+1,2% m/m), ma l'output è aumentato anche per energia e costruzioni. Tuttavia, secondo l'INSEE, i dati sono stati sostenuti anche da anomalie stagionali attese invertirsi a gennaio quando ci aspettiamo un nuovo calo.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Job to applicant ratio	dic	1.28		1.28	1.27
Tasso di disoccupazione	dic	2.5	%	2.5	2.4
Vendite al dettaglio a/a	dic	5.4	(5.3) %	4.7	2.1
Produzione industriale m/m prelim	dic	-0.9	%	2.4	1.8
Fiducia delle famiglie	gen	37.2			38.0
PMI manifatturiero finale	gen	48.0			48.0

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

#### Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	gen	50.3			50.9
PMI manifatturiero - NBS	gen	49.0		49.2	49.2
PMI non manifatturiero - NBS	gen	50.4			50.7
PMI manifatturiero - Caixin	gen	50.8		50.6	50.8

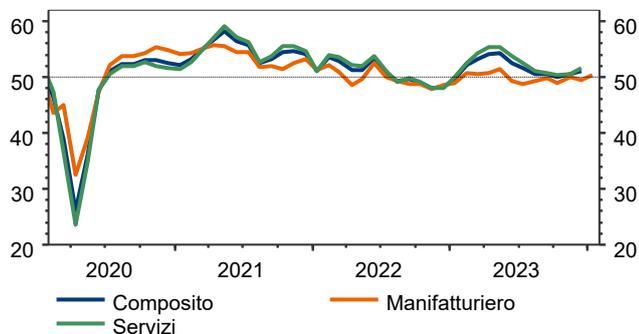
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Cina: indici PMI del NBS.** I PMI rilevati dall'Ufficio Statistico hanno evidenziato un minor ritmo di contrazione dell'attività economica nel settore manifatturiero in gennaio e un marginale miglioramento di quella dei servizi.

**Cina: PMI manifatturiero Caixin.** La media degli indici PMI (NBS e Caixin) per il settore manifatturiero è salita da 49,9 in dicembre a 50 in gennaio, segnalando una marginale espansione dell'attività del settore.

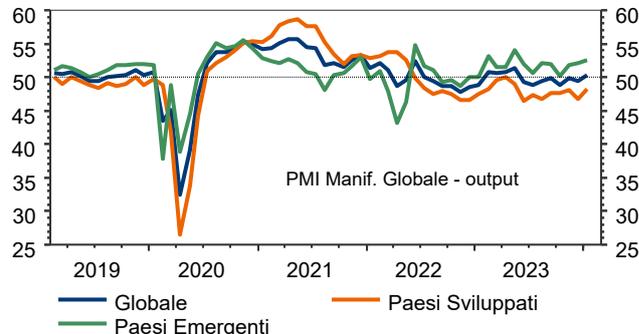
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



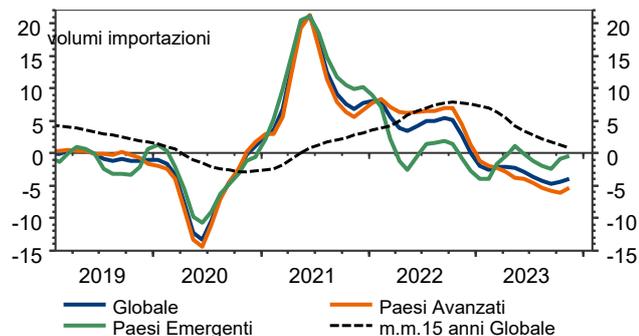
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



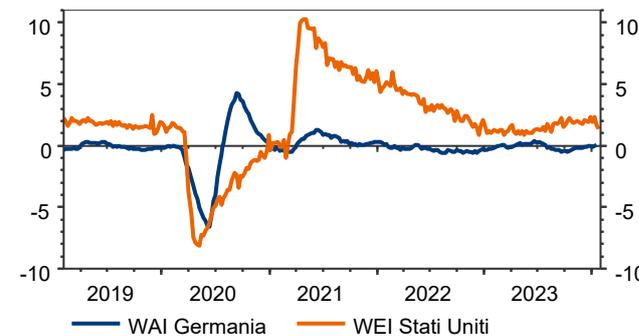
Fonte: S&P Global

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



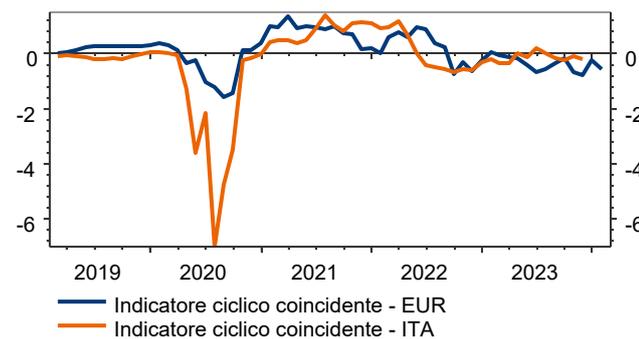
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



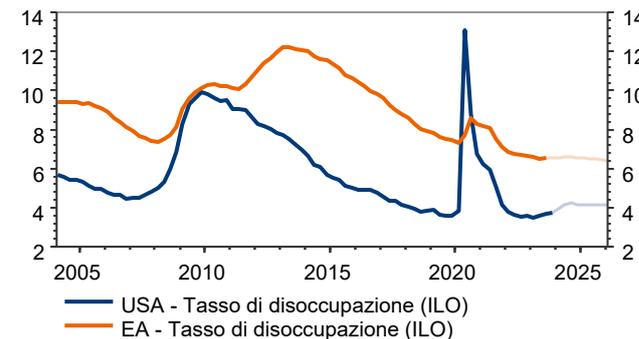
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

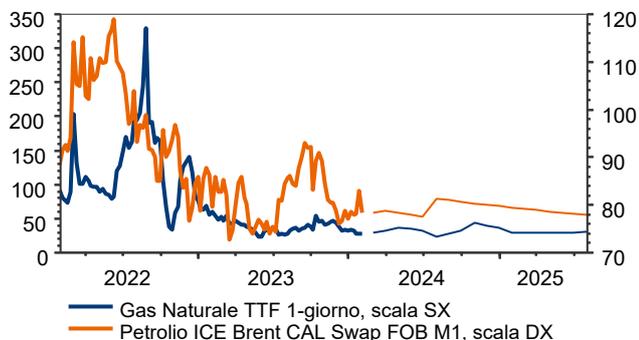
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

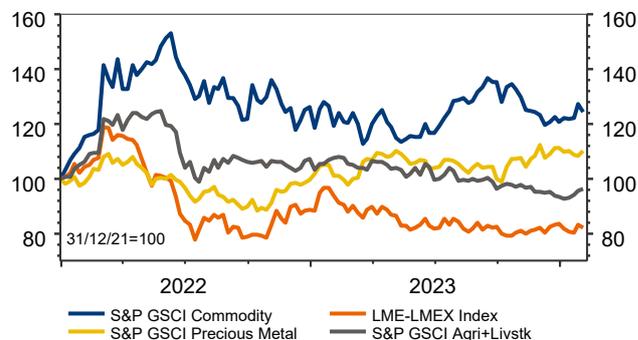
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



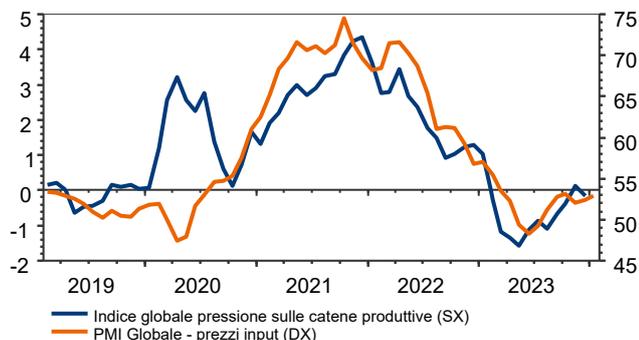
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



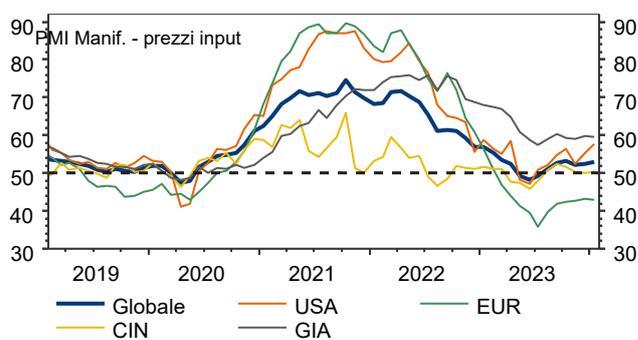
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



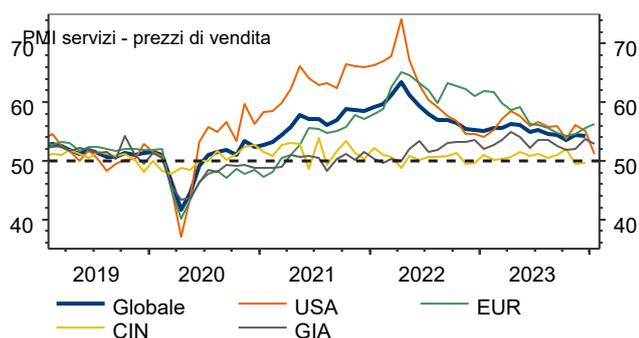
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



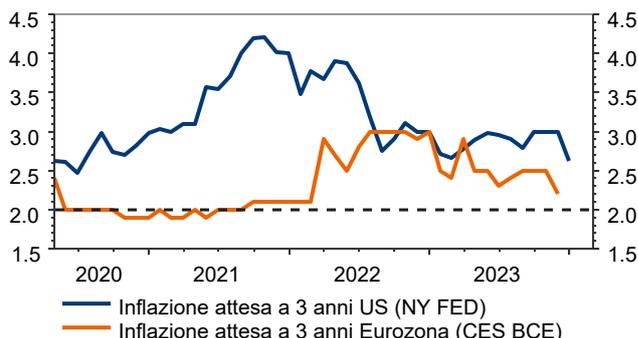
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

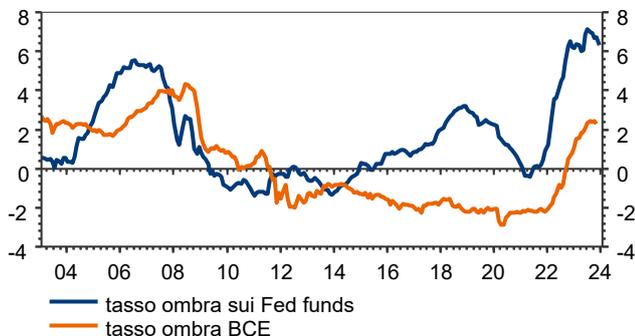
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

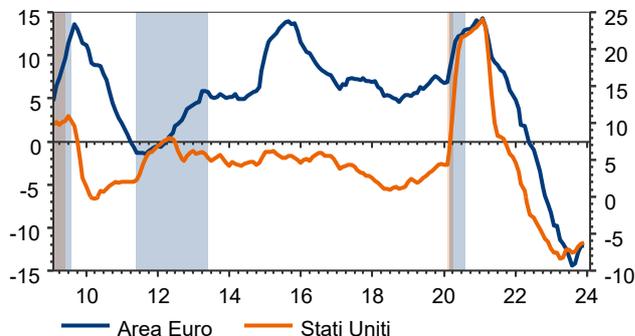
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



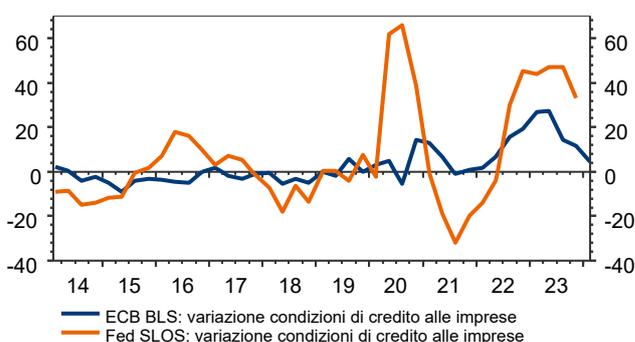
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



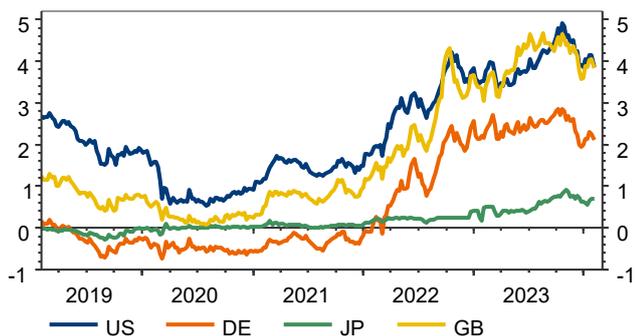
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



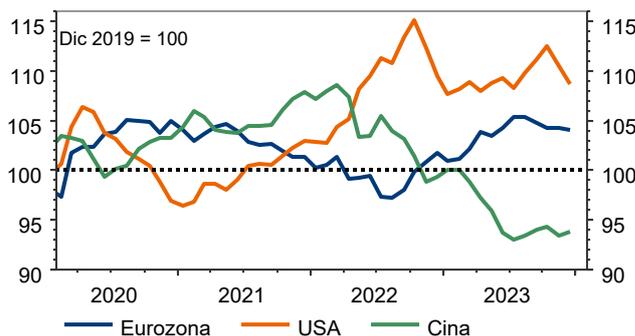
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: Refinitiv-Datastream

### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

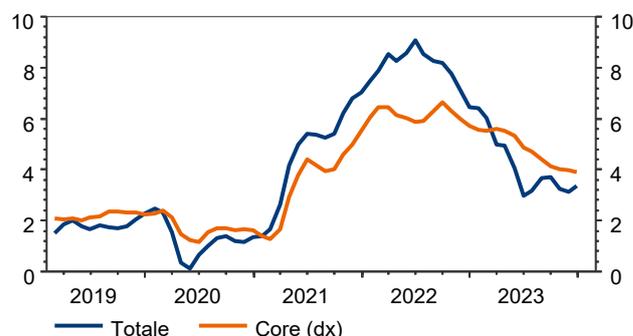
## Stati Uniti

### Indagini ISM



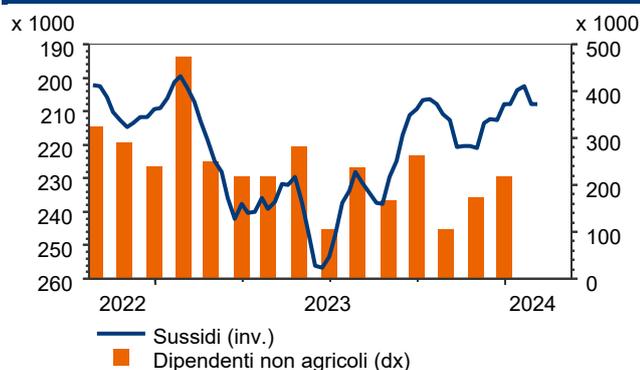
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



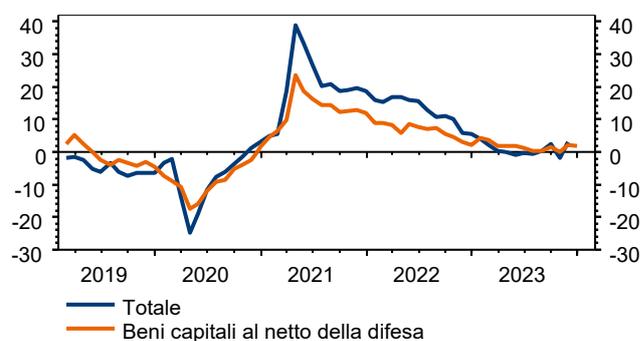
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

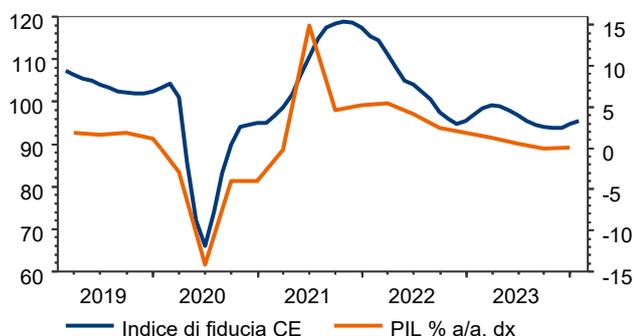
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023				2024	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.9	2.5	2.0	1.7	0.7	1.7	2.4	2.9	3.1	3.0	2.7
- trim./trim. annualizzato				2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	3.3	2.0	0.8
Consumi privati	2.5	2.2	1.8	1.6	1.2	3.8	0.8	3.1	2.8	2.3	0.9
IFL - privati non residenziali	5.2	4.4	1.5	4.7	1.7	5.7	7.4	1.4	1.9	-2.1	1.0
IFL - privati residenziali	-9.0	-10.7	1.4	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	6.7	1.1	0.6	0.9
Consumi e inv. pubblici	-0.9	4.0	1.9	2.9	5.3	4.8	3.3	5.8	3.3	0.6	0.5
Esportazioni	7.0	2.7	2.2	16.2	-3.5	6.8	-9.3	5.4	6.3	1.3	1.1
Importazioni	8.6	-1.7	1.5	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	4.2	1.9	-2.0	3.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.5	-0.4	0.2	-0.4	1.5	-2.3	-0.2	1.1	0.1	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.8	-3.1	-2.9								
Deficit pubblico (% PIL)	-4.3	-7.8	-7.0								
Debito pubblico (% PIL)	134.1	135.5	137.1								
CPI (a/a)	8.0	4.1	2.6	8.3	7.1	5.8	4.0	3.5	3.2	2.9	2.6
Produzione industriale	3.4	0.2	0.3	0.5	-0.6	-0.1	0.2	0.5	-0.8	0.2	0.3
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

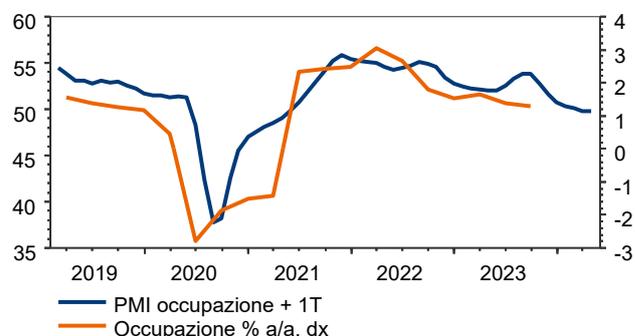
## Area euro

### 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	124.1	120.2	117.1	123.7	2.9	3.9	3.4	2.8
<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>4.9</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	123.6	119.5	116.1	123.1	2.8	3.6	3.3	2.6
feb-24	124.3	120.0	116.6	123.8	2.5	3.2	2.9	2.4
mar-24	125.4	121.1	117.8	124.9	2.5	2.9	2.7	2.3
apr-24	125.9	121.9	118.7	125.4	2.3	2.6	2.4	2.1
mag-24	126.4	122.3	119.1	125.9	2.7	2.7	2.5	2.5
giu-24	126.8	122.6	119.3	126.2	2.7	2.5	2.4	2.5
lug-24	126.5	122.3	118.9	126.0	2.6	2.3	2.2	2.4
ago-24	126.8	122.6	119.1	126.3	2.2	2.2	2.0	2.1
set-24	127.1	122.9	119.4	126.6	2.1	2.3	2.0	2.0
ott-24	127.4	123.0	119.5	126.9	2.3	2.2	1.8	2.2
nov-24	127.0	122.4	118.8	126.5	2.6	2.2	1.9	2.5
dic-24	127.4	122.8	119.1	126.8	2.7	2.1	1.7	2.6
<b>Media</b>	<b>126.2</b>	<b>122.0</b>	<b>118.5</b>	<b>125.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</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.

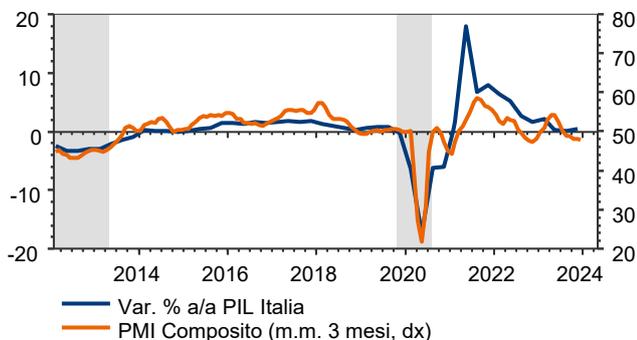
### Previsioni

	2022	2023	2024	2022		2023		2024			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.5	0.4	2.5	1.9	1.3	0.6	0.0	0.1	0.1	0.1
- t/t				0.5	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.2
Consumi privati	4.2	0.5	0.7	1.3	-0.8	0.1	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.3
Investimenti fissi	2.8	0.7	0.0	1.3	-0.4	0.4	-0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.3
Consumi pubblici	1.6	0.2	0.7	-0.1	0.5	-0.5	0.2	0.4	0.3	0.1	0.1
Esportazioni	7.4	-0.8	0.3	1.3	-0.3	-0.4	-1.1	-1.2	0.5	0.2	0.2
Importazioni	8.0	-1.5	0.5	2.5	-1.1	-1.7	0.0	-1.2	-0.1	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.5	0.7	-0.3	-0.2	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.5	1.8								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.1	-2.9								
Debito pubblico (% PIL)	91.0	90.0	89.7								
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.4	2.5	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	2.7	2.6	2.5
Produzione industriale (a/a)	2.3	-2.9	-0.5	3.4	2.2	0.3	-1.2	-4.7	-5.8	-3.5	-1.5
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.8	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.4	6.6	6.8
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

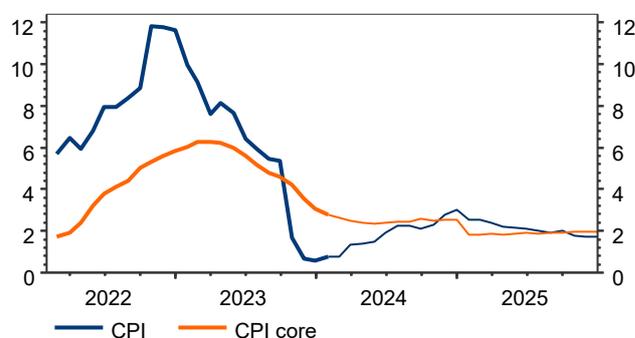
## Italia

### 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	118.8	118.9	0.5	0.6	0.6	0.6
<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	120.4	120.0	118.9	119.0	0.9	0.8	0.6	0.6
feb-24	120.5	120.2	119.1	119.2	0.9	0.8	0.6	0.6
mar-24	122.1	120.4	119.3	119.4	1.5	1.4	1.1	1.2
apr-24	123.2	121.0	119.8	119.8	1.6	1.4	1.3	1.2
mag-24	123.7	121.5	120.2	120.2	1.6	1.5	1.4	1.3
giu-24	124.3	122.0	120.7	120.7	2.1	1.9	1.9	1.8
lug-24	122.8	122.4	121.0	121.0	2.4	2.3	2.0	1.9
ago-24	123.0	122.8	121.4	121.4	2.4	2.2	2.0	1.9
set-24	124.9	122.8	121.5	121.5	2.3	2.1	1.9	1.8
ott-24	125.2	122.8	121.4	121.4	2.4	2.3	1.9	1.8
nov-24	125.1	122.8	121.4	121.4	2.9	2.8	2.4	2.3
dic-24	125.6	123.3	122.0	122.0	3.2	3.0	2.7	2.6
<b>Media</b>	<b>123.4</b>	<b>121.8</b>	<b>120.6</b>	<b>120.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</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	0.5	0.0	0.6
- t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.3	0.1	0.2	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	0.6	0.3	-0.2	0.9	1.0	-2.0	-0.1	0.9	-0.2	0.1
Consumi pubblici	0.7	-0.4	-0.2	-0.1	0.4	0.4	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Esportazioni	10.7	0.0	2.8	-0.1	1.5	-1.4	-1.1	0.6	1.2	0.7	0.7
Importazioni	13.1	-0.1	1.1	2.8	-2.1	0.2	0.7	-2.0	0.4	0.7	0.7
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.7	-0.3	-0.5	-0.1	-0.7	0.4	0.9	-1.2	-0.2	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	2.0	8.9	12.5	9.5	7.8	5.8	1.0	1.1	1.8
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	7.6	7.7	8.0	7.9	7.9	7.6	7.5	7.4	7.4	7.7
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

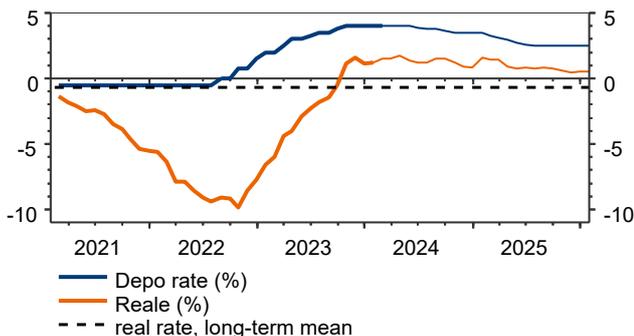
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	giu	set	dic	1/2	mar	giu	set	dic
Refi	4.00	4.50	4.50	<b>4.50</b>	4.50	4.25	4.00	4.00
Euribor 1m	3.40	3.85	3.85	<b>3.86</b>	3.87	3.68	3.56	3.47
Euribor 3m	3.58	3.95	3.91	<b>3.90</b>	3.88	3.68	3.57	3.45

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

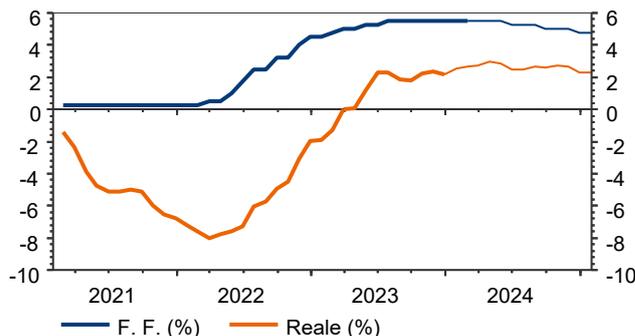


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	giu	set	dic	1/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	5.25	5.50	5.50	<b>5.50</b>	5.50	5.25	5.00	4.75
OIS 3m	5.27	5.41	5.31	<b>5.30</b>	5.33	5.13	4.87	4.62

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

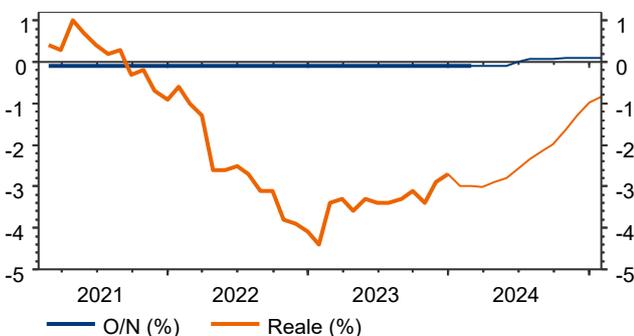


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	giu	set	dic	1/2	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	0.01	0.08	0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.04	0.06	0.13	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

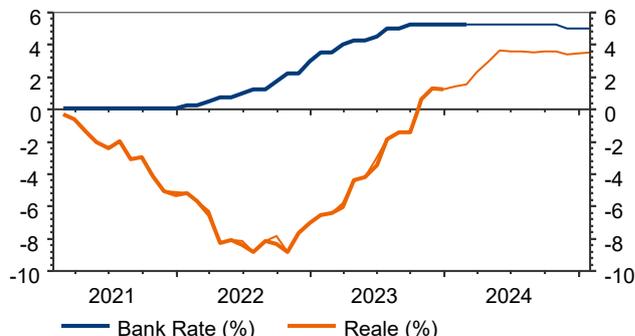


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	giu	set	dic	1/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	5.00	5.25	5.25	<b>5.25</b>	5.25	5.25	5.25	5.00
Libor GBP 3m	5.39	5.41	5.32	<b>5.32</b>	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	2/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.13	1.10	1.10	1.07	1.10	<b>1.0884</b>	1.08	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	114	128	143	150	142	<b>146.62</b>	142	137	132	127	122
GBP/USD	1.36	1.23	1.27	1.22	1.26	<b>1.2765</b>	1.26	1.28	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.04	1.00	0.96	0.96	0.93	<b>0.9314</b>	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	129	141	157	160	156	<b>159.59</b>	153	151	147	142	139
EUR/GBP	0.83	0.89	0.86	0.87	0.87	<b>0.8524</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)

Alessio Tiberi

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

[alessio.tiberi@intesasnpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)