

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Negli USA, il focus della settimana prossima sarà sul CPI di gennaio, visto in rallentamento tendenziale sia sull'indice headline (a 2,9% a/a) che, in minor misura, sul core (a 3,8% a/a); una crescita congiunturale più moderata rispetto ai prezzi al consumo si dovrebbe vedere sui prezzi alla produzione; i dati sul ciclo dovrebbero rimanere coerenti con una crescita del PIL t/t ann. intorno al 3% anche nel trimestre corrente come a fine 2023; insomma i dati potrebbero ancora fornire evidenza allo scenario di progressivo raffreddamento delle pressioni inflazionistiche in un quadro di ciclo economico ancora resiliente, uno scenario a nostro avviso coerente con tagli dei tassi Fed dell'ordine di 75pb quest'anno, in linea con le proiezioni di dicembre del FOMC e di entità inferiore alle aspettative dei mercati. Nell'Eurozona, la settimana a venire sarà molto leggera: in calendario solo l'indice ZEW tedesco, che potrebbe mostrare un ulteriore recupero delle attese, in presenza però di condizioni correnti ancora vicine ai recenti minimi e coerenti con un'economia ancora molto debole nella prima parte di quest'anno.

**Stati Uniti.** Dopo il [dato molto forte sul mercato del lavoro di gennaio](#) comunicato venerdì 2, la settimana che si sta concludendo è stata decisamente più leggera in termini di flusso di informazioni congiunturali:

- **l'ISM servizi è salito più del previsto a 53,4 nel mese di gennaio**, da 50,5 in dicembre. La ripresa è stata trainata dai nuovi ordini (55 da 52,8 precedente), nonché dall'occupazione, che è rimbalzata significativamente a 50,5 dopo il crollo "anomalo" a 43,8 di dicembre; la pressione sui prezzi si è intensificata (a 64 da 56,7);
- **gli ordini all'industria hanno registrato un aumento dello 0,2% m/m a dicembre**, dopo il 2,6% di novembre; anche gli ordinativi al netto di difesa e aerei sono cresciuti di 0,2% m/m, da 0,3% del mese precedente;
- **il deficit commerciale si è allargato** a 62,2 miliardi di dollari a dicembre, dai 61,9 miliardi di novembre, con un aumento di entrambi i flussi (+3,9 mld l'export, +4,2 mld l'import);
- l'indagine della Fed sul credito bancario Senior Loan Officer Opinion Survey ha segnalato **condizioni di accesso al credito decisamente meno restrittive** (in particolare verso le imprese) rispetto al picco di metà 2023, **a fronte di una modesta ripresa della domanda di prestiti**.

Dopo le ultime conferme di forza del ciclo, **abbiamo rivisto ulteriormente al rialzo la nostra stima sul PIL nel trimestre in corso, da 2% a 3,1% t/t ann.**, per effetto, ancora una volta, soprattutto di una maggiore crescita dei consumi. Ipotizzando un rallentamento marcato nei due trimestri successivi (con un punto di minimo nei mesi estivi, quando stimiamo un'attività economica molto vicina a zero), **la nostra stima sulla crescita media annua 2024 per il PIL USA sale al 2,3% da un precedente 2% (già superiore al consenso**, che a gennaio si posizionava all'1,4%). Vediamo un moderato rallentamento all'1,8% nel 2025.

L'intervista di Powell alla CBS dello scorso 4 febbraio ha ribadito la determinazione della Fed nel perseguire la stabilità dei prezzi, lasciando intendere che **lo scenario di base della banca centrale resti quello coerente con le proiezioni del FOMC di dicembre ovvero con circa 75 punti-base di tagli dei tassi nel corso del 2024**. Membri influenti della Federal Reserve, tra cui Bowman, Bostic, Mester, Collins, Kugler e Barkin (votanti), nonché Goolsbee e Kashkari (non votanti), hanno espresso in media una cauta fiducia in uno scenario di soft landing, sottolineato l'importanza di un approccio cauto e dipendente dai dati prima di eventuali azioni sui tassi.

**9 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



**La prossima settimana negli Stati Uniti il focus sarà sul CPI di gennaio** (in calendario martedì 13), atteso mostrare una crescita di 0,2% m/m per l'indice headline e 0,3% sul core; **entrambi gli indici sono visti in rallentamento tendenziale**, a 2,9% da 3,4% a/a per l'indice generale, e **in misura più contenuta sul CPI ex food and energy**, a 3,8% da 3,9% a/a. **Una crescita congiunturale più moderata che per i prezzi al consumo si dovrebbe vedere sui prezzi alla produzione** in calendario venerdì 16, attesi crescere di appena un decimo sia al lordo che al netto delle componenti più volatili. **Le vendite al dettaglio in calendario giovedì 15 sono viste rallentare** a 0,1% m/m da 0,6% precedente, **ma mostrare un ritmo più sostenuto al netto delle componenti più volatili** (0,3% m/m sia al netto delle auto che al netto di auto e benzina che sul "control group"). **La produzione industriale e il grado di utilizzo degli impianti potrebbero accelerare a gennaio** rispetto a dicembre (dati in calendario giovedì 15). Infine, venerdì 16, **il dato preliminare di febbraio sulla fiducia dei consumatori diffusa dall'Università del Michigan dovrebbe registrare un'ulteriore salita**, a 80 da 79 precedente.

Nel complesso, dunque, il flusso di dati potrebbe ancora fornire evidenza allo scenario di **progressivo raffreddamento delle pressioni inflazionistiche (più lento sugli indici core che sull'headline) in un quadro di ciclo economico ancora resiliente**. Si tratta a nostro avviso di un'evoluzione in linea con lo scenario base di "soft landing" implicito nelle attese del FOMC, e coerente con tagli dei tassi Fed dell'ordine di 75pb quest'anno, come da proiezioni di dicembre del FOMC. **Il mercato nelle ultime settimane ha significativamente ridotto le sue attese di tagli nel 2024**, dai 150pb prezzati all'inizio di gennaio agli attuali 116pb. **Manteniamo l'idea di tagli dei tassi Fed inferiori alle attese di mercato, anche se il gap tra le nostre proiezioni e le aspettative di mercato si è ridotto** significativamente dopo il FOMC di fine gennaio e l'employment report dello scorso 2 febbraio.

**Area euro.** Nella settimana appena trascorsa, le indagini Istat in Italia (superiori alle attese) hanno completato la tornata di indagini congiunturali di gennaio, che nel complesso ha mostrato una **stabilizzazione della fiducia degli operatori economici, anche se i segnali di miglioramento riguardano più le aspettative future che non la condizione corrente**.

**I dati sulla produzione industriale di dicembre nei maggiori Paesi dell'area hanno offerto indicazioni in parte contrastanti ma in media ancora improntate a debolezza**, evidenziando un ampio ulteriore calo in Germania (-1,6% m/m, settimo mese consecutivo di contrazione su base mensile, un record negativo) – mentre il balzo degli ordini all'industria nello stesso mese è spiegato da un forte aumento delle commesse aeronautiche – e una correzione in Spagna (-0,3% m/m, -0,2% a/a s.a.), mentre si è registrata una crescita per il secondo mese in Francia, dove però il dato è stato sostenuto da anomalie stagionali attese invertirsi a gennaio, quando l'output potrebbe tornare a calare, e un parziale rimbalzo, dopo il calo del mese precedente, in Italia. Nel complesso, **i dati sono coerenti con una stagnazione della produzione industriale nell'Eurozona a dicembre** (il dato sarà comunicato mercoledì 14): in sostanza, è dallo scorso agosto che l'output non cresce su base mensile (su base annua, da febbraio dello scorso anno). È pur vero che **dalle indagini stanno emergendo segnali meno negativi**, che suggeriscono che il punto di minimo del ciclo nell'industria potrebbe essere alle spalle; d'altronde, **la persistente debolezza del commercio mondiale**, accentuata dalle difficoltà del traffico navale nel canale di Suez, **non pare coerente con una ripresa significativa del settore**, che difficilmente potrà dare un contributo positivo all'attività economica almeno ancora per tutta la prima metà del 2024.

**Resta più vivace la domanda nei servizi, in particolare in Italia e Spagna**, dove gli indici PMI nel settore si collocano entrambi a gennaio sopra la soglia di invarianza (a 51,2 in Italia, da 49,8 di dicembre, e a 52,1 in Spagna, da 51,5 precedente, in entrambi i casi ai massimi dallo scorso luglio). **La debolezza della domanda di beni è stata confermata dal calo delle vendite al dettaglio nell'Eurozona a dicembre** (-1,1% m/m, -0,8% a/a). Infine, **il rientro delle pressioni inflazionistiche a monte della catena produttiva è stato confermato dal calo del PPI** sempre

nell'ultimo mese dell'anno (-0,8% m/m, -10,6% a/a: in sostanza, si è tornati a una flessione tendenziale a due cifre che nella storia si è vista solo negli scorsi mesi di agosto e settembre).

**In sintesi, nell'area euro l'economia anche nel trimestre in corso potrebbe risultare sostanzialmente ferma (sarebbe il sesto trimestre consecutivo di sostanziale stagnazione)**, per effetto di una crescita del valore aggiunto nei servizi che all'incirca compensa la flessione nell'industria in senso lato. È in atto però un recupero di potere d'acquisto delle famiglie (derivante non solo dal rientro dell'inflazione, ma anche dalla crescita dei redditi da lavoro in termini nominali), che a nostro avviso favorirà una ripartenza del PIL a partire dalla seconda metà dell'anno (visibile soprattutto sulla media annua 2025). **Confermiamo la nostra stima di un PIL Eurozona in crescita di appena 0,4% quest'anno**, circa in linea con il 2023, e in accelerazione all'1,5% l'anno prossimo.

**La settimana prossima sarà molto leggera in termini di indicatori macroeconomici** in uscita nell'Eurozona: oltre alla **seconda stima dei dati contabilità nazionale relativi al 4° trimestre 2023**, che dovrebbe confermare la stagnazione dell'economia (dovuta a un apporto positivo degli scambi con l'estero che ha compensato la flessione della domanda interna) e mostrare una ulteriore **crescita dell'occupazione** (nostra stima: 0,2% t/t, 1,1% a/a), **sarà diffuso l'indice ZEW tedesco (prima indagine relativa al mese di febbraio)**, che potrebbe mostrare un ulteriore recupero delle attese (16,1 da 15,2), in presenza però di condizioni correnti ancora vicine ai recenti minimi (-78 da -77,3).

I mercati attribuiscono a un taglio dei tassi **BCE** una probabilità implicita molto bassa in occasione della riunione del 7 marzo, ma superiore al 50% a quella dell'11 aprile. Nel complesso, i mercati continuano a scontare due tagli dei tassi di 25 punti base tra aprile e giugno, sebbene con probabilità implicite più basse rispetto a qualche settimana fa. La correzione delle aspettative riflette in parte l'impatto dei dati americani, ma anche la **cautela emersa nelle dichiarazioni di governatori e membri del comitato esecutivo BCE**. Un paio di governatori (Kazaks, Holzmann) hanno classificato le aspettative dei mercati come troppo ottimistiche. Inviti alla pazienza sono arrivati da Vujčić, mentre Schnabel ha evidenziato la presenza di rischi per lo scenario di inflazione che richiedono cautela. Lane, nel complesso ottimista sullo scenario di inflazione, ha sottolineato l'importanza delle previsioni di marzo dello staff e la complicatezza dello scenario di medio termine. La nostra valutazione è che l'avvio della fase di riduzione dei tassi sia tuttora più probabile a giugno che ad aprile, ma che un avvio più ravvicinato non possa ancora essere escluso.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (13 – 16 febbraio)

| Data | Ora  | Paese | Dato | *                                         | Periodo  | Precedente | Consenso  |
|------|------|-------|------|-------------------------------------------|----------|------------|-----------|
| Mar  | 13/2 | 07:30 | FRA  | Tasso di disoccupazione                   | T4       | 7.4        | %         |
|      |      | 08:00 | GB   | Tasso di disoccupazione ILO               | dic      | 4.2        | % 4.0     |
|      |      | 08:00 | GB   | Retribuzioni medie                        | dic      | 6.5        | %         |
|      |      | 11:00 | GER  | ZEW (Sit. corrente)                       | feb      | -77.3      | -77.8     |
|      |      | 11:00 | GER  | ZEW (Sentiment econ.)                     | ** feb   | 15.2       | 17.8      |
|      |      | 14:30 | USA  | CPI a/a                                   | gen      | 3.4        | %         |
|      |      | 14:30 | USA  | CPI (escluso alimentari, energia) m/m     | ** gen   | 0.3        | % 0.3     |
|      |      | 14:30 | USA  | CPI (escluso alimentari, energia) a/a     | gen      | 3.9        | %         |
|      |      | 14:30 | USA  | CPI m/m                                   | * gen    | 0.3        | % 0.2     |
| Mer  | 14/2 | 08:00 | GB   | CPI m/m                                   | gen      | 0.4        | %         |
|      |      | 08:00 | GB   | CPI a/a                                   | gen      | 4.0        | % 4.2     |
|      |      | 11:00 | EUR  | Produzione industriale m/m                | ** dic   | -0.3       | % -0.4    |
|      |      | 11:00 | EUR  | PIL a/a 2a stima                          | * T4     | prel 0.1   | % 0.1     |
|      |      | 11:00 | EUR  | Occupazione t/t flash                     | T4       | 0.2        | %         |
|      |      | 11:00 | EUR  | PIL t/t 2a stima                          | ** T4    | prel 0.0   | % 0.0     |
| Gio  | 15/2 | 00:50 | GIA  | PIL t/t, ann. prelim                      | * T4     | -2.9       | % 1.4     |
|      |      | 00:50 | GIA  | PIL t/t prelim                            | * T4     | -0.7       | % 0.3     |
|      |      | 05:30 | GIA  | Produzione industriale m/m finale         | dic      | prel 1.8   | %         |
|      |      | 08:00 | GB   | Produzione industriale m/m                | * dic    | 0.3        | %         |
|      |      | 08:00 | GB   | Bilancia commerciale (totale - GBP)       | dic      | -14.2      | Mld £     |
|      |      | 08:00 | GB   | Bilancia commerciale (non UE - GBP)       | dic      | -2.8       | Mld £     |
|      |      | 08:00 | GB   | PIL t/t 1a stima                          | * T4     | -0.1       | %         |
|      |      | 09:00 | SPA  | IPCA a/a finale                           | gen      | prel 3.5   | % 3.5     |
|      |      | 10:00 | ITA  | Bilancia commerciale (totale)             | dic      | 3.9        | Mld €     |
|      |      | 10:00 | ITA  | Bilancia commerciale (UE)                 | dic      | -2.4       | Mld €     |
|      |      | 14:30 | USA  | Richieste di sussidio                     | * settim | 218        | x1000     |
|      |      | 14:30 | USA  | Sussidi di disoccupazione esistenti       | * settim | 1.871      | Mln       |
|      |      | 14:30 | USA  | Indice Empire Manufacturing               | * feb    | -43.7      |           |
|      |      | 14:30 | USA  | Vendite al dettaglio m/m                  | ** gen   | 0.6        | % 0.2     |
|      |      | 14:30 | USA  | Vendite al dettaglio ex-auto m/m          | ** gen   | 0.4        | % 0.2     |
|      |      | 14:30 | USA  | Prezzi all'import m/m                     | gen      | 0.0        | %         |
|      |      | 14:30 | USA  | Indice Philadelphia Fed                   | * feb    | -10.6      |           |
|      |      | 15:15 | USA  | Impiego capacità produttiva               | gen      | 78.6       | % 78.7    |
|      |      | 15:15 | USA  | Produzione industriale m/m                | gen      | 0.1        | % 0.4     |
|      |      | 16:00 | USA  | Scorte delle imprese m/m                  | dic      | -0.1       | % 0.3     |
|      |      | 16:00 | USA  | Indice Mercato Immobiliare NAHB           | feb      | 44         |           |
|      |      | 22:00 | USA  | Acquisti netti att. finanziarie (l/term.) | dic      | 126.1      | Mld \$    |
| Ven  | 16/2 | 08:00 | GB   | Vendite al dettaglio a/a                  | gen      | -2.4       | %         |
|      |      | 08:00 | GB   | Vendite al dettaglio m/m                  | * gen    | -3.2       | %         |
|      |      | 08:45 | FRA  | CPI m/m Ex Tob                            | * gen    | 0.1        | %         |
|      |      | 08:45 | FRA  | IPCA m/m finale                           | * gen    | prel -0.2  | %         |
|      |      | 08:45 | FRA  | IPCA a/a finale                           | gen      | prel 3.4   | % 3.4     |
|      |      | 14:30 | USA  | PPI m/m                                   | gen      | -0.1       | % 0.1     |
|      |      | 14:30 | USA  | PPI (escl. alimentari, energia) m/m       | * gen    | 0.0        | % 0.1     |
|      |      | 14:30 | USA  | Nuovi cantieri residenziali               | * gen    | 1.460      | Mln 1.470 |
|      |      | 14:30 | USA  | Licenze edilizie                          | gen      | 1.493      | Mln       |
|      |      | 16:00 | USA  | Fiducia famiglie (Michigan) prelim        | feb      | 79.0       |           |

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 (10 – 16 febbraio)

| Data | Ora  | Paese     | * Evento                    |
|------|------|-----------|-----------------------------|
| Sab  | 10/2 | 11:30 ITA | Discorso di Panetta (BCE)   |
| Lun  | 12/2 | 09:00 EUR | Discorso di De Cos (BCE)    |
|      |      | 10:45 EUR | Discorso di Lane (BCE)      |
|      |      | 14:15 EUR | Discorso di Lane (BCE)      |
|      |      | 16:50 EUR | Discorso di Cipollone (BCE) |
|      |      | 18:00 USA | Discorso di Barkin (Fed)    |
|      |      | 19:00 USA | Discorso di Kashkari (Fed)  |
|      |      | 19:00 GB  | * Discorso di Bailey (BoE)  |
| Mer  | 14/2 | 09:00 EUR | Discorso di Vujcic (BCE)    |
|      |      | 09:30 EUR | Discorso di Guindos (BCE)   |
|      |      | 15:30 USA | Discorso di Goolsbee (Fed)  |
|      |      | 18:00 EUR | Discorso di Nagel (BCE)     |
|      |      | 22:00 USA | Discorso di Barr (Fed)      |
| Gio  | 15/2 | 13:00 EUR | Discorso di Lane (BCE)      |
|      |      | 14:50 GB  | Discorso di Mann (BoE)      |
|      |      | 19:00 EUR | Discorso di Nagel (BCE)     |
| Ven  | 16/2 | 01:00 USA | Discorso di Bostic (Fed)    |
|      |      | 09:45 EUR | Discorso di Schnabel (BCE)  |
|      |      | 18:10 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 |
|-----------------------------------------|---------|--------------------------|--------------|-----------|
| Markit PMI Composito finale             | gen     | 52.3                     |              | 52.0      |
| Markit PMI Servizi finale               | gen     | 52.9                     |              | 52.5      |
| Indice ISM non manifatturiero composito | gen     | 50.5 <del>(50.4)</del>   | 52.0         | 53.4      |
| Bilancia commerciale                    | dic     | -61.9 <del>(-63.2)</del> | Mld \$ -62.2 | -62.2     |
| Richieste di sussidio                   | settim  | 227 <del>(224)</del>     | x1000 220    | 218       |
| Sussidi di disoccupazione esistenti     | settim  | 1.894 <del>(1.898)</del> | Mln 1.878    | 1.871     |

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Stati Uniti: occupazione in forte crescita a gennaio.** La crescita occupazionale è aumentata molto più del previsto a gennaio, e i dati dei mesi precedenti sono stati rivisti sensibilmente al rialzo. Il tasso di disoccupazione è calato di quasi un decimo, e i salari hanno accelerato fortemente a 0,6% m/m, 4,5% a/a (ma almeno in parte per effetto delle condizioni meteo). Dopo il dato, il mercato ha ridotto ulteriormente le attese di tagli dei tassi Fed nei mesi primaverili (ora non è più prezzato interamente nemmeno un primo intervento a maggio). Il dato fornisce ulteriori argomenti alla nostra idea che il FOMC possa effettuare tagli dei tassi quest'anno di entità minore di quella ancora oggi attesa dagli investitori.

### Area euro

| Paese | Dato                         | Periodo | Precedente             | Consenso   | Effettivo |
|-------|------------------------------|---------|------------------------|------------|-----------|
| EUR   | PMI servizi finale           | gen     | 48.4                   | 48.4       | 48.4      |
| EUR   | PMI composito finale         | gen     | 47.9                   | 47.9       | 47.9      |
| EUR   | PPI a/a                      | dic     | -8.8                   | % -10.5    | -10.6     |
| EUR   | Vendite al dettaglio m/m     | dic     | 0.3 <del>(-0.3)</del>  | % -1.0     | -1.1      |
| FRA   | PMI servizi finale           | gen     | 45.0                   | 45.0       | 45.4      |
| FRA   | Occupati non agricoli prelim | T4      | 0.1                    | %          | 0.0       |
| GER   | Bilancia commerciale destag. | dic     | 20.7 <del>(20.4)</del> | Mld € 18.8 | 22.2      |
| GER   | PMI servizi finale           | gen     | 47.6                   | 47.6       | 47.7      |
| GER   | Ordini all'industria m/m     | dic     | 0.0 <del>(0.3)</del>   | % 0.0      | 8.9       |
| GER   | Produzione industriale m/m   | dic     | -0.2 <del>(-0.7)</del> | % -0.4     | -1.6      |
| GER   | CPI m/m finale               | gen     | 0.2                    | % 0.2      | 0.2       |
| GER   | CPI a/a finale               | gen     | 2.9                    | % 2.9      | 2.9       |
| GER   | IPCA m/m finale              | gen     | -0.2                   | % -0.2     | -0.2      |
| GER   | IPCA a/a finale              | gen     | 3.1                    | % 3.1      | 3.1       |
| ITA   | PMI servizi                  | gen     | 49.8                   | 50.8       | 51.2      |
| ITA   | Vendite al dettaglio a/a     | dic     | 1.4 <del>(1.50)</del>  | %          | 0.3       |
| ITA   | Produzione industriale m/m   | dic     | -1.3 <del>(-1.5)</del> | % 0.9      | 1.1       |
| SPA   | Produzione industriale a/a   | dic     | 0.9 <del>(0.8)</del>   | % -0.2     | -0.2      |

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Germania: produzione industriale ancora in calo.** A dicembre la produzione industriale è scesa per l'ottavo mese consecutivo, di -1,6% m/m da un precedente -0,2%. Le prospettive per i prossimi mesi non sono incoraggianti: ieri il rimbalzo dei nuovi ordini è stato guidato da singoli ordini di grandi dimensioni, mentre la domanda sottostante rimane piuttosto debole. Le indagini di fiducia, nonostante offrano qualche timido segnale di attenuazione della recessione manifatturiera, rimangono coerenti con un debole inizio di 2024 per l'industria.

**Italia: rimbalza più del previsto la produzione industriale.** La produzione industriale italiana ha mostrato un rimbalzo superiore alle attese a dicembre, che tuttavia lascia l'output in calo di -0,5% nell'ultimo trimestre del 2023 e di -2,5% sull'anno. Stanno cominciando ad emergere segnali meno negativi dalle indagini, che suggeriscono che il punto di minimo del ciclo nell'industria potrebbe essere alle spalle. D'altronde, la persistente debolezza del commercio mondiale non pare coerente con una ripresa significativa del settore almeno ancora per tutta la prima metà del 2024.

**Italia: fiducia in rialzo a gennaio, il minimo è superato?** A gennaio, l'indice di fiducia delle imprese è salito per il secondo mese a 98,1 da 97,3, un massimo dallo scorso aprile. L'ampia revisione dei dati dei mesi precedenti è dovuta al cambiamento dell'anno di base per la serie storica. Anche la fiducia delle famiglie è aumentata, passando a 96,4 da 95,8 di dicembre. Ieri, il PMI composto è tornato al di sopra della soglia di invarianza per la prima volta dallo scorso maggio, salendo a 50,7 da 48,6 precedente. Nel complesso, sia le indagini Istat che i PMI restano compatibili con un ritmo di crescita ancora fiacco all'inizio dell'anno, ma iniziano a offrire alcuni segnali incoraggianti per una ripartenza da metà 2024.

#### Giappone

| Dato                       | Periodo | Precedente |   | Consenso | Effettivo |
|----------------------------|---------|------------|---|----------|-----------|
| Consumi delle famiglie a/a | dic     | -2.9       | % | -2.1     | -2.5      |

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

#### Cina

| Dato                               | Periodo | Precedente |            | Consenso | Effettivo |
|------------------------------------|---------|------------|------------|----------|-----------|
| PMI servizi - Caixin               | gen     | 52.9       |            |          | 52.7      |
| Riserve in valuta estera           | gen     | 3.238      | 1000Mld \$ | 3.217    | 3.219     |
| CPI m/m                            | gen     | 0.1        | %          | 0.4      | 0.3       |
| CPI a/a                            | gen     | -0.3       | %          | -0.5     | -0.8      |
| PPI a/a                            | gen     | -2.7       | %          | -2.6     | -2.5      |
| M2 a/a                             | gen     | 9.7        | %          | 9.3      | 8.7       |
| Nuovi prestiti bancari (flusso)    | gen     | 1170       | Mld ¥ CN   | 4500     | 4920      |
| Finanza sociale aggregata (flusso) | gen     | 1940       | Mld ¥ CN   | 5550     | 6500      |

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

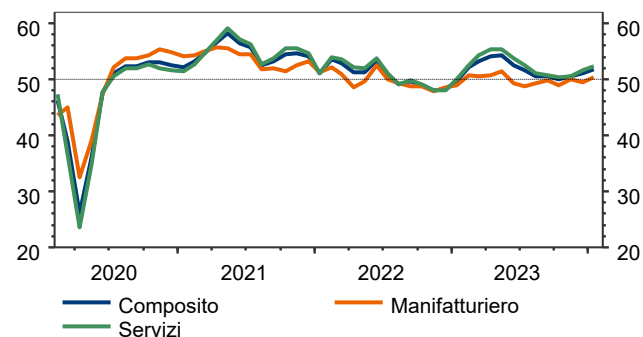
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Cina: indice PMI dei servizi Caixin.** L'andamento degli indici PMI dei servizi segnala un progressivo miglioramento del ritmo di espansione dell'attività del settore dai minimi di ottobre, ritmo che rimane comunque ancora inferiore a quello pre-pandemico.

**Cina: prezzi al consumo e alla produzione.** La deflazione dei prezzi al consumo si è accentuata più delle attese di consenso, principalmente a causa di un effetto base sfavorevole acuitizzato dalla diversa cadenza delle festività del Capodanno cinese.

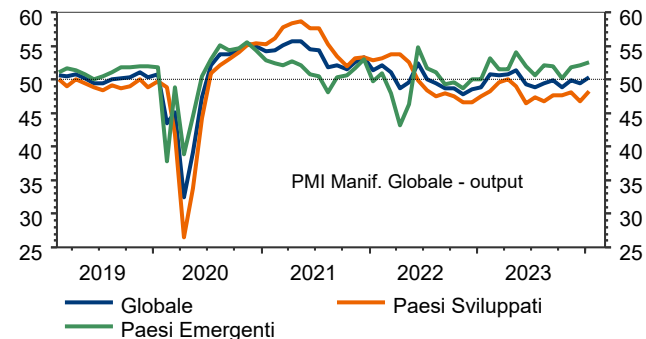
## Ciclo Reale

### PMI globale: manifatturiero e servizi



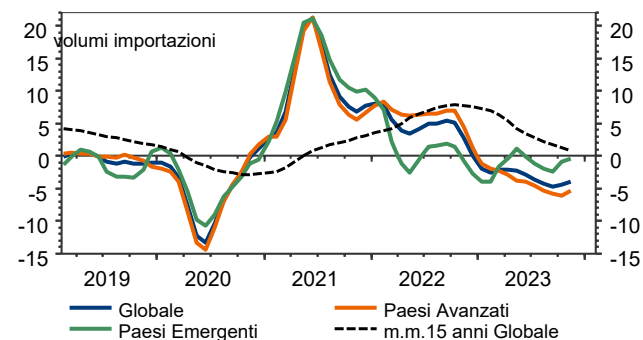
Fonte: S&amp;P Global

### PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



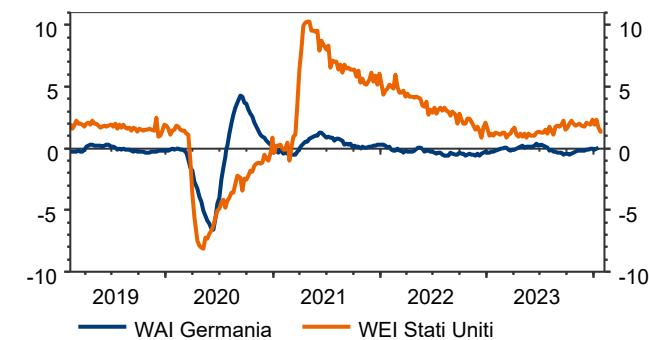
Fonte: S&amp;P Global

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



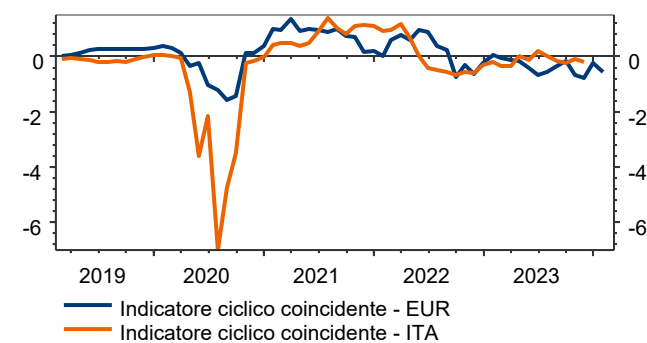
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



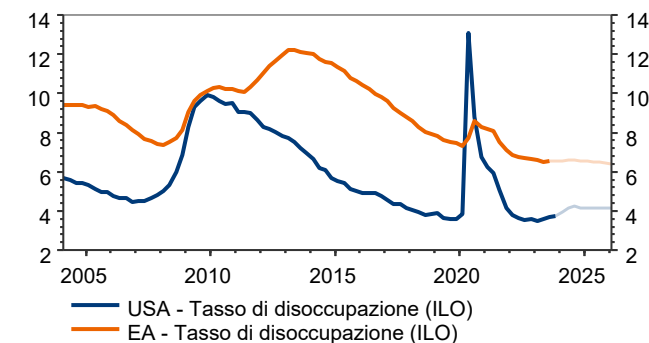
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

### Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

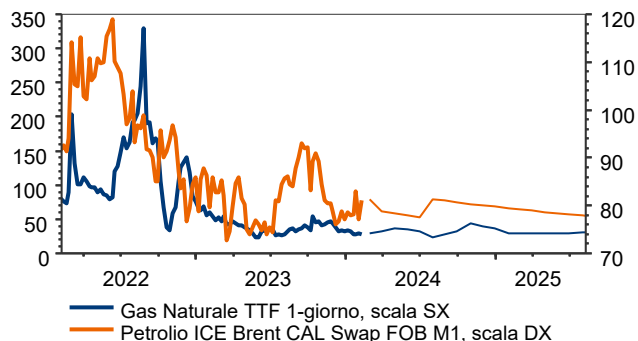
### Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

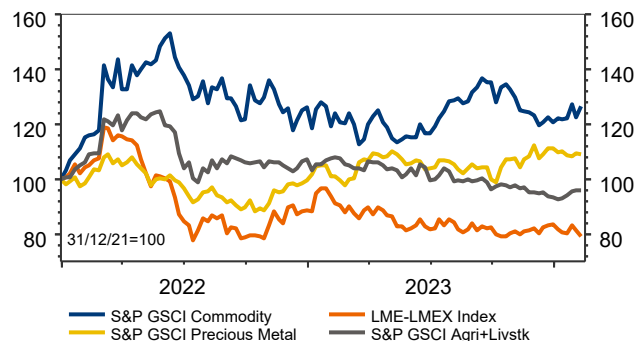
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



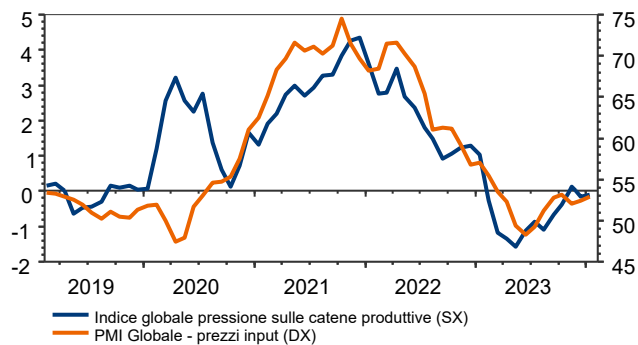
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



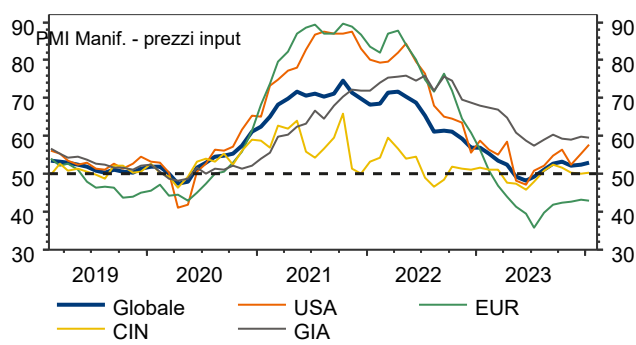
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



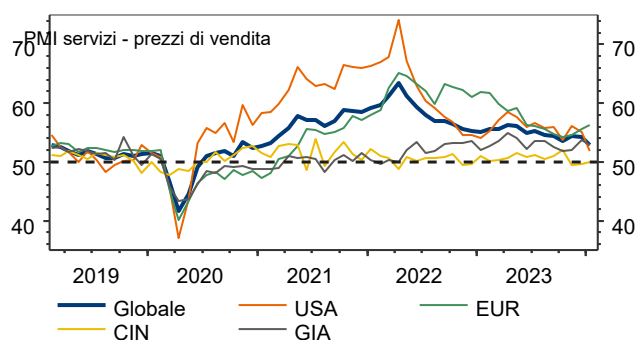
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



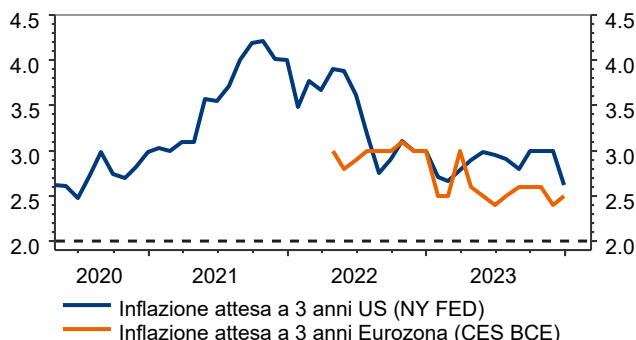
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

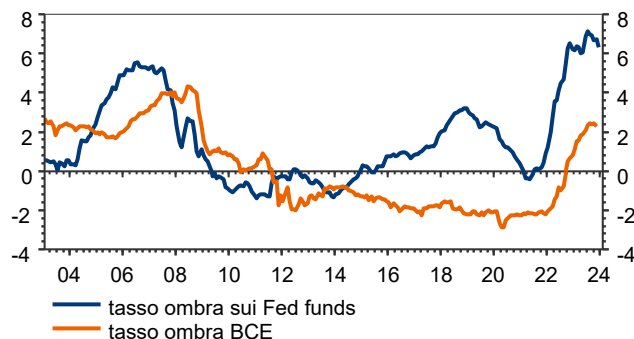
### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

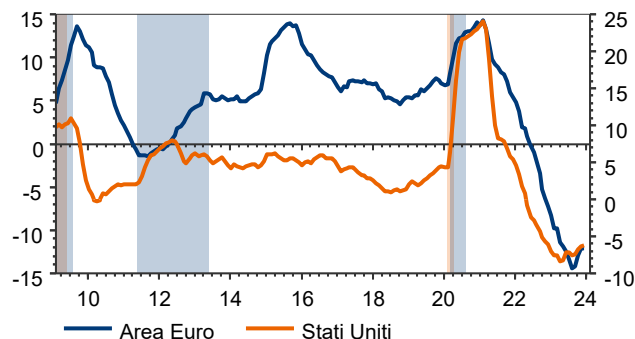
## Condizioni Finanziarie

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



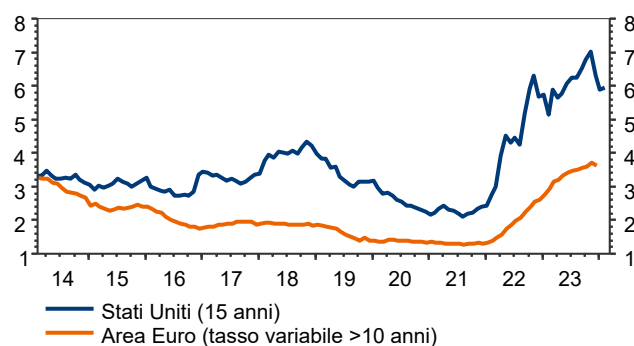
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



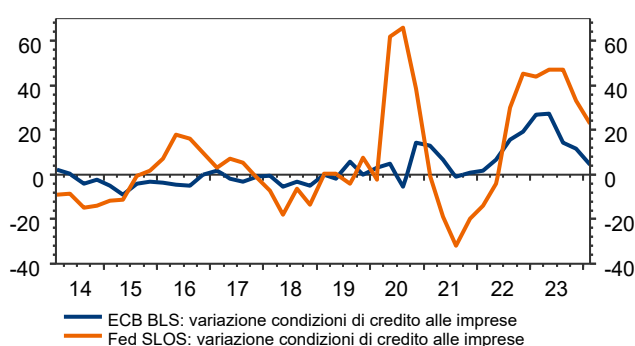
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



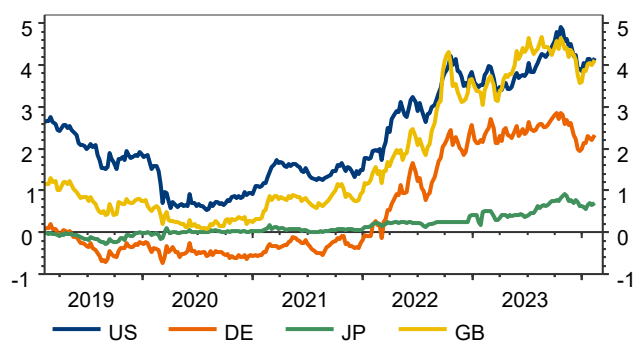
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



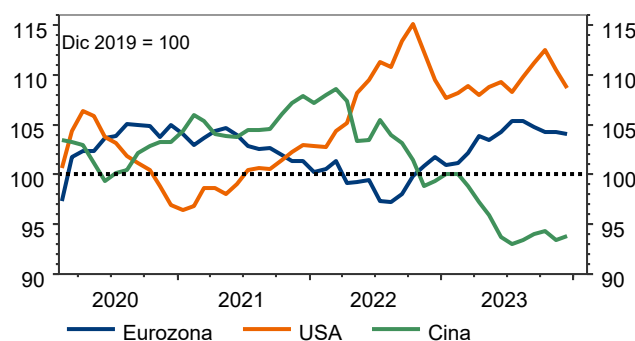
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: Refinitiv-Datastream

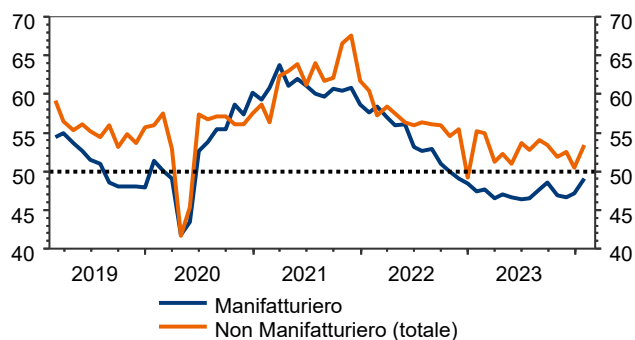
### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

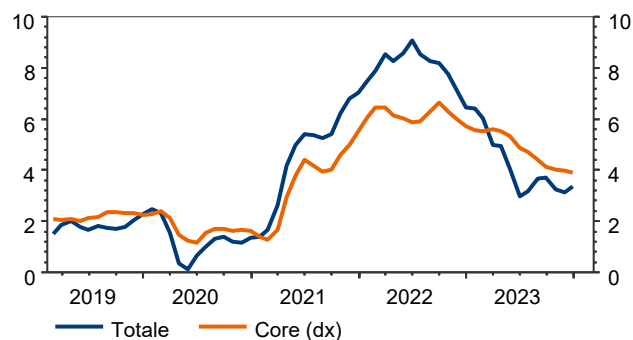
## Stati Uniti

## Indagini ISM



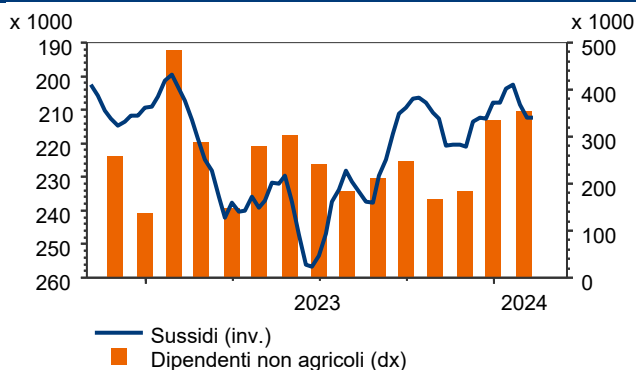
Fonte: ISM

## CPI – Var. % a/a



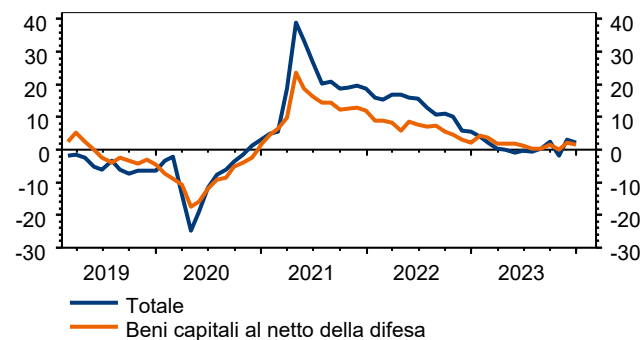
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

## 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

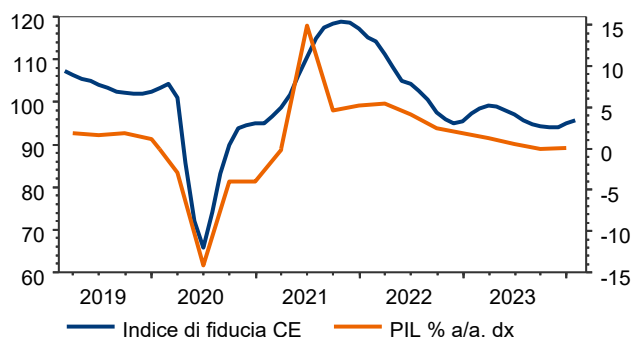
## Previsioni

|                                | 2023  | 2024  | 2025  |      |      |      |     |      |      |     |     |
|--------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|-----|------|------|-----|-----|
|                                |       |       |       | 2023 | 2024 |      |     |      | 2025 |     |     |
|                                |       |       |       | T3   | T4   | T1   | T2  | T3   | T4   | T1  | T2  |
| PIL (prezzi costanti, a/a)     | 2.5   | 2.3   | 1.8   | 2.9  | 3.1  | 3.3  | 3.0 | 1.8  | 1.3  | 1.0 | 1.5 |
| - trim./trim. annualizzato     |       |       |       | 4.9  | 3.3  | 3.1  | 0.8 | 0.0  | 1.2  | 2.2 | 2.7 |
| Consumi privati                | 2.2   | 2.1   | 1.8   | 3.1  | 2.8  | 3.3  | 0.9 | 0.7  | 1.3  | 2.4 | 2.5 |
| IFL - privati non residenziali | 4.4   | 2.1   | 5.6   | 1.4  | 1.9  | 0.1  | 1.0 | 3.9  | 5.8  | 6.2 | 6.6 |
| IFL - privati residenziali     | -10.7 | 1.6   | 1.3   | 6.7  | 1.1  | 1.5  | 0.9 | 0.9  | 0.9  | 1.5 | 1.7 |
| Consumi e inv. pubblici        | 4.0   | 1.9   | 1.1   | 5.8  | 3.3  | 0.5  | 0.5 | 0.7  | 0.9  | 1.3 | 1.6 |
| Esportazioni                   | 2.7   | 2.2   | 3.6   | 5.4  | 6.3  | 1.3  | 1.1 | 2.7  | 3.1  | 3.5 | 4.2 |
| Importazioni                   | -1.7  | 1.5   | 6.6   | 4.2  | 1.9  | -2.0 | 3.1 | 5.5  | 7.0  | 7.9 | 6.9 |
| Var. scorte (contrib., % PIL)  | -0.4  | 0.2   | 0.1   | 1.1  | 0.1  | 0.2  | 0.3 | -0.5 | 0.0  | 0.2 | 0.3 |
| Partite correnti (% PIL)       | -3.1  | -2.9  | -3.2  |      |      |      |     |      |      |     |     |
| Deficit pubblico (% PIL)       | -7.8  | -7.0  | -6.9  |      |      |      |     |      |      |     |     |
| Debito pubblico (% PIL)        | 135.5 | 137.1 | 139.2 |      |      |      |     |      |      |     |     |
| CPI (a/a)                      | 4.1   | 2.6   | 2.1   | 3.5  | 3.2  | 2.9  | 2.6 | 2.6  | 2.4  | 2.4 | 2.1 |
| Produzione industriale         | 0.2   | 0.3   | 1.6   | 0.5  | -0.8 | 0.2  | 0.3 | 0.3  | 0.4  | 0.4 | 0.4 |
| Disoccupazione (%)             | 3.6   | 3.8   | 3.9   | 3.7  | 3.7  | 3.8  | 3.8 | 3.8  | 3.9  | 3.9 | 3.9 |

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

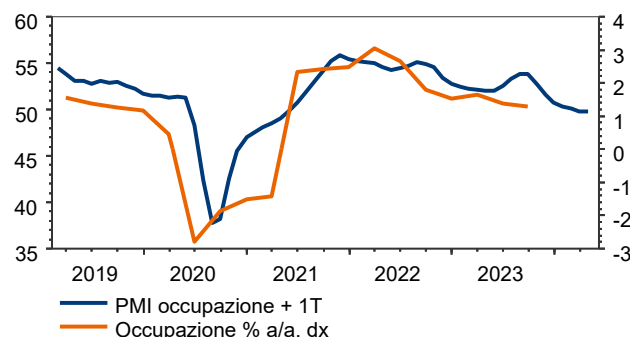
## Area euro

## PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



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

## Previsioni di inflazione, anno corrente

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |            |              |             |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|--------------|-------------|
|              | IPCA         | Core BCE     | Core ex AEAT | IPCA ex tob  | IPCA BCE   | Core BCE   | Core ex AEAT | 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 di inflazione, anno successivo

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |            |              |             |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|--------------|-------------|
|              | IPCA         | Core BCE     | Core ex AEAT | IPCA ex tob  | IPCA BCE   | Core BCE   | Core ex AEAT | IPCA ex tob |
| gen-25       | 125.9        | 121.8        | 118.0        | 125.4        | 1.9        | 1.9        | 1.7          | 1.8         |
| feb-25       | 126.5        | 122.2        | 118.5        | 126.0        | 1.8        | 1.8        | 1.6          | 1.7         |
| mar-25       | 127.5        | 123.1        | 119.5        | 126.9        | 1.7        | 1.6        | 1.4          | 1.6         |
| apr-25       | 128.5        | 124.2        | 120.8        | 127.9        | 2.0        | 1.9        | 1.7          | 2.0         |
| mag-25       | 128.9        | 124.6        | 121.1        | 128.3        | 2.0        | 1.9        | 1.7          | 1.9         |
| giu-25       | 129.0        | 124.6        | 121.0        | 128.4        | 1.8        | 1.6        | 1.5          | 1.7         |
| lug-25       | 128.7        | 124.6        | 120.9        | 128.1        | 1.8        | 1.8        | 1.7          | 1.7         |
| ago-25       | 128.8        | 124.6        | 120.9        | 128.2        | 1.6        | 1.6        | 1.5          | 1.5         |
| set-25       | 129.3        | 124.9        | 121.2        | 128.7        | 1.8        | 1.7        | 1.6          | 1.7         |
| ott-25       | 129.9        | 125.1        | 121.3        | 129.2        | 1.9        | 1.7        | 1.6          | 1.8         |
| nov-25       | 129.7        | 124.7        | 120.8        | 129.0        | 2.1        | 1.8        | 1.7          | 2.0         |
| dic-25       | 129.9        | 125.0        | 121.1        | 129.2        | 2.0        | 1.8        | 1.6          | 1.9         |
| <b>Media</b> | <b>128.6</b> | <b>124.1</b> | <b>120.4</b> | <b>127.9</b> | <b>1.9</b> | <b>1.8</b> | <b>1.6</b>   | <b>1.8</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.

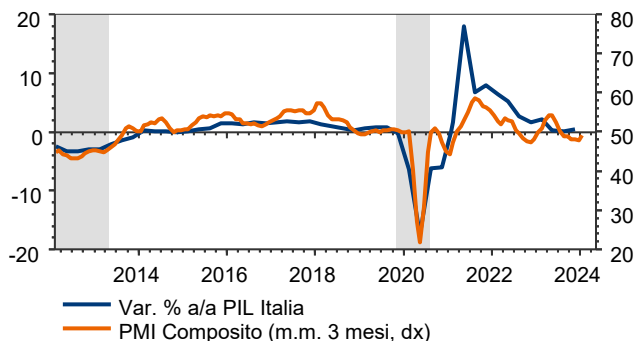
## Previsioni

|                               | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|
|                               | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   |
| PIL (prezzi costanti, a/a)    | 0.5  | 0.4  | 1.5  | 0.0  | 0.1  | 0.1  |
| - t/t                         | -0.1 | 0.0  | 0.0  | 0.2  | 0.3  | 0.4  |
| Consumi privati               | 0.5  | 0.7  | 1.6  | 0.3  | -0.1 | 0.2  |
| Investimenti fissi            | 0.7  | 0.0  | 2.1  | 0.0  | -0.4 | -0.3 |
| Consumi pubblici              | 0.2  | 0.7  | 0.6  | 0.4  | 0.3  | 0.1  |
| Esportazioni                  | -0.8 | 0.3  | 2.8  | -1.2 | 0.5  | 0.2  |
| Importazioni                  | -1.5 | 0.5  | 2.1  | -1.2 | -0.1 | 0.5  |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.2 | 0.0  | -0.3 | -0.3 | -0.2 | 0.1  |
| Partite correnti (% PIL)      | 1.5  | 1.8  | 2.2  |      |      |      |
| Deficit pubblico (% PIL)      | -3.1 | -2.9 | -2.4 |      |      |      |
| Debito pubblico (% PIL)       | 90.0 | 89.7 | 89.5 |      |      |      |
| Prezzi al consumo (a/a)       | 5.4  | 2.5  | 1.9  | 5.0  | 2.7  | 2.6  |
| Produzione industriale (a/a)  | -2.9 | -0.8 | 2.4  | -4.7 | -5.9 | -3.8 |
| Disoccupazione (%)            | 6.5  | 6.8  | 6.8  | 6.5  | 6.4  | 6.5  |
| Euribor 3 mesi                | 3.43 | 3.70 | 2.73 | 3.78 | 3.96 | 3.90 |

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

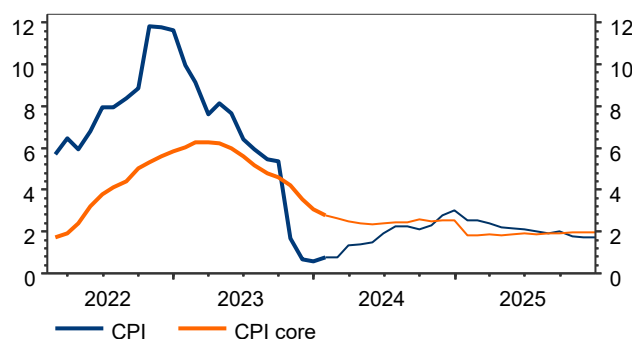
## Italia

## 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<br>ex tob | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI<br>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 di inflazione, anno successivo

|              | INDICI       |              |              |               | Var. % a/a |            |            |               |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------|------------|------------|---------------|
|              | IPCA         | NIC          | FOI          | FOI<br>ex tob | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI<br>ex tob |
| gen-25       | 123.7        | 123.1        | 121.6        | 121.6         | 2.7        | 2.5        | 2.3        | 2.2           |
| feb-25       | 123.8        | 123.2        | 121.8        | 121.8         | 2.7        | 2.5        | 2.3        | 2.2           |
| mar-25       | 125.3        | 123.3        | 121.9        | 121.8         | 2.6        | 2.4        | 2.2        | 2.0           |
| apr-25       | 126.1        | 123.6        | 122.1        | 122.0         | 2.4        | 2.2        | 1.9        | 1.8           |
| mag-25       | 126.6        | 124.1        | 122.4        | 122.3         | 2.3        | 2.2        | 1.8        | 1.7           |
| giu-25       | 127.2        | 124.6        | 122.9        | 122.8         | 2.3        | 2.1        | 1.8        | 1.7           |
| lug-25       | 125.4        | 124.8        | 123.2        | 123.1         | 2.2        | 2.0        | 1.8        | 1.7           |
| ago-25       | 125.5        | 125.1        | 123.5        | 123.4         | 2.1        | 1.9        | 1.7        | 1.6           |
| set-25       | 127.6        | 125.3        | 123.7        | 123.6         | 2.2        | 2.0        | 1.8        | 1.7           |
| ott-25       | 127.6        | 125.0        | 123.3        | 123.2         | 2.0        | 1.8        | 1.6        | 1.5           |
| nov-25       | 127.4        | 124.9        | 123.2        | 123.1         | 1.9        | 1.7        | 1.5        | 1.4           |
| dic-25       | 127.9        | 125.4        | 123.8        | 123.7         | 1.9        | 1.7        | 1.5        | 1.4           |
| <b>Media</b> | <b>126.2</b> | <b>124.4</b> | <b>122.8</b> | <b>122.7</b>  | <b>2.3</b> | <b>2.1</b> | <b>1.8</b> | <b>1.8</b>    |

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

|                               | 2023  | 2024  | 2025  | 2023 | 2024 | 2025 |      |      |      |      |      |
|-------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                               |       |       |       | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   |
| PIL (prezzi costanti, a/a)    | 0.7   | 0.7   | 1.2   | 0.1  | 0.5  | 0.0  | 0.6  | 0.9  | 1.2  | 1.4  | 1.4  |
| - t/t                         |       |       |       | 0.1  | 0.2  | 0.1  | 0.2  | 0.4  | 0.4  | 0.3  | 0.3  |
| Consumi privati               | 1.5   | 0.9   | 1.3   | 0.7  | -0.2 | 0.2  | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 0.3  | 0.3  |
| Investimenti fissi            | 0.6   | 0.3   | 1.9   | -0.1 | 0.9  | -0.2 | 0.1  | 0.5  | 0.6  | 0.5  | 0.4  |
| Consumi pubblici              | -0.4  | -0.2  | 0.2   | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.2  | 0.1  | 0.0  | 0.0  |
| Esportazioni                  | 0.0   | 2.8   | 2.7   | 0.6  | 1.2  | 0.7  | 0.7  | 0.8  | 0.8  | 0.6  | 0.6  |
| Importazioni                  | -0.1  | 1.1   | 2.5   | -2.0 | 0.4  | 0.7  | 0.7  | 0.6  | 0.6  | 0.7  | 0.6  |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.3  | -0.5  | -0.1  | -1.2 | -0.2 | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| Partite correnti (% PIL)      | 1.3   | 0.8   | 1.7   |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Deficit pubblico (% PIL)      | -5.9  | -4.4  | -3.7  |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Debito pubblico (% PIL)       | 140.8 | 141.0 | 141.0 |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Prezzi al consumo (IPCA, a/a) | 5.9   | 2.0   | 2.3   | 5.8  | 1.0  | 1.1  | 1.8  | 2.4  | 2.9  | 2.7  | 2.3  |
| Produzione industriale (a/a)  | -2.5  | -0.2  | 1.6   | -2.9 | -2.0 | -1.5 | -0.1 | 0.0  | 0.9  | 1.3  | 1.6  |
| Disoccupazione (ILO, %)       | 7.6   | 7.7   | 8.0   | 7.5  | 7.4  | 7.4  | 7.7  | 7.9  | 8.0  | 8.0  | 8.0  |
| Tasso a 10 anni (%)           | 4.19  | 4.09  | 4.49  | 4.18 | 4.36 | 4.11 | 4.19 | 4.07 | 4.00 | 4.17 | 4.51 |

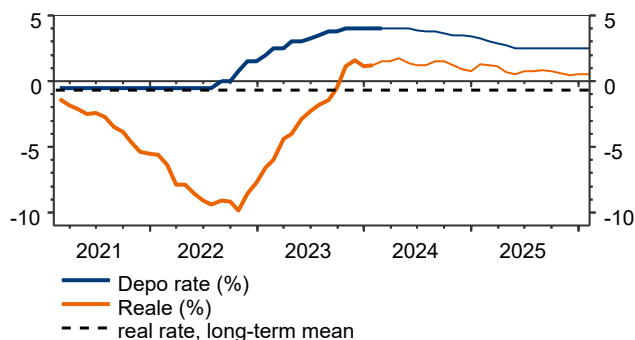
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

|            | giu  | set  | dic  | 8/2         | mar  | giu  | set  | dic  |
|------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Refi       | 4.00 | 4.50 | 4.50 | <b>4.50</b> | 4.50 | 4.25 | 4.00 | 3.75 |
| Euribor 1m | 3.40 | 3.85 | 3.85 | <b>3.84</b> | 3.87 | 3.68 | 3.56 | 3.32 |
| Euribor 3m | 3.58 | 3.95 | 3.91 | <b>3.89</b> | 3.88 | 3.68 | 3.55 | 3.26 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

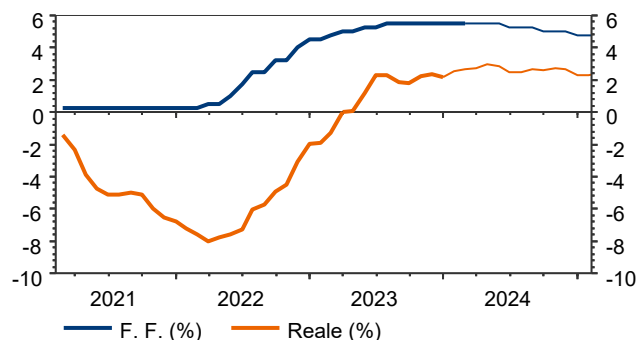


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

|           | giu  | set  | dic  | 8/2         | 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>5.31</b> | 5.33 | 5.13 | 4.87 | 4.62 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

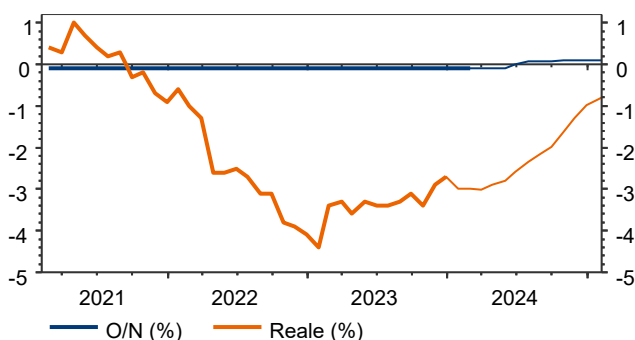


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

|              | giu   | set   | dic   | 8/2          | 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

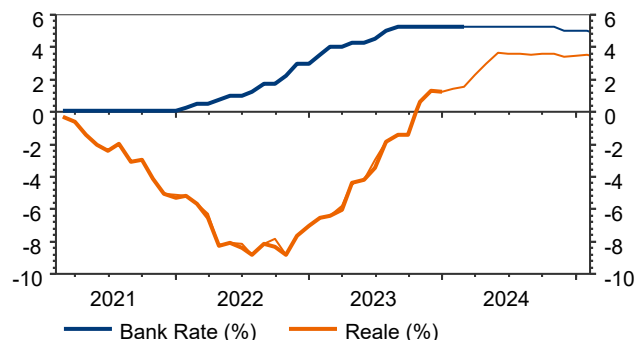


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

|              | giu  | set  | dic  | 8/2         | 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  | 9/2           | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.14 | 1.08 | 1.10 | 1.07 | 1.09 | <b>1.0766</b> | 1.08 | 1.10 | 1.11 | 1.12 | 1.14 |
| USD/JPY | 115  | 131  | 144  | 151  | 144  | <b>149.36</b> | 142  | 137  | 132  | 127  | 122  |
| GBP/USD | 1.35 | 1.22 | 1.27 | 1.23 | 1.27 | <b>1.2606</b> | 1.26 | 1.28 | 1.29 | 1.30 | 1.32 |
| EUR/CHF | 1.06 | 0.99 | 0.96 | 0.96 | 0.93 | <b>0.9425</b> | 0.95 | 0.96 | 0.98 | 1.00 | 1.02 |
| EUR/JPY | 132  | 141  | 157  | 162  | 158  | <b>160.83</b> | 153  | 151  | 147  | 142  | 139  |
| EUR/GBP | 0.84 | 0.89 | 0.86 | 0.87 | 0.86 | <b>0.8541</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 15a-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)