

Weekly Economic Monitor

Il punto

I dubbi sull'“ultimo miglio” nella lotta all'inflazione hanno indotto gli investitori a ridimensionare ulteriormente le attese sulle tempistiche dei tagli dei tassi da parte delle banche centrali: ora un primo taglio pieno è prezzato solo alle riunioni di giugno di Fed e BCE (in linea con le nostre attese, fino a qualche settimana fa ampiamente disallineate rispetto al mercato). La settimana prossima, nuove informazioni potrebbero arrivare dalla diffusione dei verbali dell'ultimo meeting di entrambe le banche centrali.

Stati Uniti. L'evento della settimana è stato il CPI di gennaio, che ha sorpreso verso l'alto: la salita del CPI core (in accelerazione a 0,4% m/m, stabile a 3,9% a/a), dovuta in larga parte ai servizi, è compatibile con un deflatore dei consumi core in aumento di 0,25-0,3% m/m a gennaio (visto il peso più ridotto che hanno sul PCE i servizi abitativi), e in rallentamento su base tendenziale a 2,7% da 2,9%. Dopo il dato, i mercati hanno ulteriormente corretto le proprie aspettative sulla tempistica dei tagli dei tassi da parte della Fed: **ora i future scontano un taglio pieno da 25pb solo nella riunione di giugno (in linea con le nostre attese, fino a qualche settimana fa ampiamente disallineate rispetto al mercato)**; resta un divario tra la nostra aspettativa di tagli complessivi quest'anno di 75pb e i 93pb prezzati ora dal mercato (ridottisi drasticamente dai 116pb di venerdì scorso, e dai 150pb di inizio gennaio).

Conferme della persistenza dell'inflazione sono arrivate anche dall'indice “Sticky-Price CPI” della Fed di Atlanta, secondo cui l'inflazione sugli articoli che cambiano di prezzo lentamente è pari a 6,7% (6,8% core) a 1 mese (annualizzata) e a 4,6% rispetto a 12 mesi prima, **e dal “CPI mediano” pubblicato dalla Fed di Cleveland**, salito a 0,5% m/m e 4,9% a/a a gennaio. Anche l'**aumento dei prezzi all'import** sempre a gennaio (0,8% m/m, 0,6% al netto del petrolio) non è un segnale particolarmente incoraggiante per il prosieguo del processo disinflazionistico.

Sul fronte del ciclo, Empire Manufacturing e Philly Fed hanno mostrato una risalita a febbraio, ma il dato sulle vendite al dettaglio di gennaio ha mostrato un calo a sorpresa (-0,4% m/m, da 0,8% precedente, sull'aggregato “control group”, il più correlato ai consumi di contabilità nazionale). Potrebbe essere un primo segnale (da confermare nei prossimi mesi) di minore forza della domanda delle famiglie, che è stata il principale motore del PIL nel 2023; **sul dato però (così come sul calo della produzione industriale nello stesso mese: -0,1% m/m) potrebbero avere inciso le condizioni meteo particolarmente avverse.**

In tale contesto, alcuni membri del FOMC come Barkin (votante), Collins e Logan (non votanti) hanno ammesso che l'inflazione è scesa più rapidamente del previsto nel 2023, aggiungendo però che **occorre una riduzione più estesa (probabilmente nel tempo, anziché nell'entità dei ribassi) delle pressioni inflazionistiche prima che sia opportuno tagliare i tassi ufficiali.**

È giunto in settimana l'aggiornamento delle previsioni sul deficit federale da parte del CBO nel “Budget and Economic Outlook 2024-2034”: **si prevede un disavanzo per l'anno fiscale 2024 inferiore di 1.400 miliardi di dollari rispetto alle stime di maggio 2023**, grazie principalmente alla riduzione della spesa discrezionale indotta da nuove leggi (il Fiscal Responsibility Act); in percentuale del PIL, il deficit per l'anno fiscale 2024 si attesta al 5,6%.

Il calendario macroeconomico la settimana prossima sarà leggero: l'evento più rilevante è la diffusione delle minute del FOMC di fine gennaio, in agenda mercoledì 21; giovedì 22, le stime preliminari dei PMI di febbraio potrebbero mostrare un ulteriore recupero dopo quello già visto a gennaio, e le vendite di case esistenti a gennaio sono attese rimbalzare attorno a 3,97 milioni di unità; completeranno il quadro l'indice dell'attività non manifatturiera della Fed di Philadelphia martedì 20 e il CFNAI ancora giovedì 22.

16 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



Area euro. In settimana, la seconda stima ha confermato la stagnazione del PIL Eurozona nel 4° trimestre 2023 (in sostanza, l'economia ha smesso di espandersi a partire dall'ultimo scorcio del 2022); al contempo, **anche a fine 2023 l'occupazione non ha cessato di crescere, mostrando anzi una accelerazione a 0,3% t/t** (per una variazione tendenziale stabile a 1,3% a/a). **La produzione industriale ha mostrato un recupero molto ampio a dicembre** (2,6% m/m, 1,2% a/a), che però è spiegato dal balzo "abnorme" registrato in Irlanda (e, in minor misura, in Olanda), nonché da anomalie stagionali che hanno sostenuto l'output francese (e la crescita dell'1,1% registrata in Italia non è altro che un parziale rimbalzo dopo il calo del mese precedente). In ogni caso **le indagini stanno dando segnali di stabilizzazione del ciclo; anzi si riscontrano dei miglioramenti, che però restano confinati alle aspettative** (lo ZEW tedesco a febbraio è salito per il settimo mese consecutivo), principalmente per via delle attese di tagli dei tassi (che però agiranno con ritardo sull'economia), **mentre le valutazioni degli operatori economici sulla situazione corrente restano depresse** (nel caso dello ZEW, ai minimi da giugno 2020, in piena prima ondata pandemica).

Nel complesso, confermiamo la nostra stima di crescita di 0,4% per l'economia dell'Eurozona nel 2024, in quanto i segnali dalle indagini non appaiono ancora coerenti con una ripresa vigorosa già nella prima metà dell'anno. Tale stima è lievemente inferiore al consenso (0,5%) e **significativamente più bassa rispetto alle Previsioni Economiche d'Inverno appena pubblicate dalla Commissione UE, e alle stesse proiezioni di dicembre dello staff BCE** (entrambe a 0,8%).

Sul fronte inflazione, abbiamo recentemente rivisto al ribasso le nostre stime sul prezzo del gas naturale in Europa (TTF), a poco meno di 31 euro (da un precedente 36) per MWh in media nel 2024, e a 28 euro (da 30) per MWh nel 2025. **L'effetto sull'inflazione Eurozona è contenuto:** la media annua resta invariata per l'anno in corso (a 2,5%), e scende di appena un decimo sull'anno prossimo (a 1,8%). In ogni caso, a nostro avviso, **l'evoluzione recente dei prezzi del gas, se confrontata con le ipotesi tecniche assunte dalla BCE nelle proiezioni dello staff dello scorso novembre (47 e 44 euro per MWh nel 2024 e 2025, rispettivamente) giustifica ceteris paribus una revisione al ribasso di circa due decimi sull'IPCA 2024 e di almeno un decimo sul 2025** (da 2,7% e 2,1% rispettivamente a dicembre). Il riallineamento all'obiettivo BCE della stima di inflazione 2025 nelle nuove proiezioni di marzo potrebbe aprire le porte a un taglio dei tassi nei mesi successivi.

Nel suo discorso al Parlamento UE, Christine Lagarde ha affermato che la BCE, per ora, non ritiene di avere evidenza sufficiente di un ritorno stabile dell'inflazione in linea con l'obiettivo del 2%, e che **occorre evitare decisioni "affrettate"**. La maggiore preoccupazione è che il passato rialzo dei prezzi si traduca in pressioni salariali persistenti: in tal senso, **cruciale sarà l'esito delle tornate negoziali in corso o imminenti** che interessano un'ampia quota di lavoratori; secondo Lagarde, sebbene l'indicatore previsionale "wage tracker" della BCE continui a segnalare forti pressioni, gli accordi indicano un certo livellamento nella parte finale del 2023. Inoltre, il contributo all'inflazione dei profitti delle imprese ha continuato a diminuire, suggerendo che gli aumenti salariali possano essere almeno in parte assorbiti dai margini aziendali. **Toni assai dovish sono giunti da Panetta nel suo discorso al Congresso ASSIOM FOREX** di sabato scorso: il Governatore della Banca d'Italia ha rimarcato come la variazione sui tre mesi dei prezzi al consumo sia già stabilmente inferiore alla variazione sui dodici mesi, e si attesti su livelli pari o inferiori al 2% anche per l'inflazione di fondo e per i servizi. Panetta ha anche affermato che in questa fase **gli effetti della restrizione monetaria si stanno rivelando più forti** rispetto sia all'esperienza storica, sia a quanto stimato in passato dalla BCE, e che continueranno a pesare sull'economia almeno per tutto il 2024. Infine, l'opinione di Panetta è che vi siano delle **pressioni al ribasso sul tasso naturale di interesse** derivanti dal calo degli scambi internazionali, dalla maggiore frammentazione delle catene globali del valore e dagli ostacoli alla mobilità dei capitali; tali spinte si innestano su tendenze già preesistenti, derivanti dall'effetto dell'invecchiamento demografico, dal rallentamento della produttività e dalla crescita della domanda di titoli privi di rischio superiore

a quella dell'offerta. **Villeroy de Galhau** (Francia) e **Scicluna** (Malta) si sono espressi a favore di una riduzione dei tassi graduale ma avviata in tempi rapidi; invece, **Schnabel** ha ribadito la preoccupazione per un rimbalzo dell'inflazione e, quindi, la preferenza per un atteggiamento di attesa.

Nel complesso, **nell'ultima settimana gli investitori hanno ulteriormente ridotto le attese di tagli dei tassi anche da parte della BCE, principalmente per effetto dei dati americani**; tuttavia, i mercati continuano a scontare tagli dei tassi più ampi per la BCE che non per la Fed nel corso del 2024 (110 contro 93pb), e la probabilità di un taglio prima di giugno è lievemente più elevata per Francoforte. Al momento, **manteniamo l'idea di tagli complessivi nel 2024 inferiori a quelli prezzati dai mercati anche per la BCE**. Confermiamo inoltre uno scenario di base che vede un primo taglio BCE a giugno come per la Fed, ma condividiamo l'idea che **la probabilità di una mossa più ravvicinata (ad aprile, nel caso della BCE) in questo momento sia più elevata per la Banca Centrale Europea** che non per la Federal Reserve. **Giovedì 22** sarà diffuso il **resoconto della riunione del Consiglio Direttivo del 24-25 gennaio**.

La settimana prossima nell'area euro le indagini di fiducia di febbraio dovrebbero confermare il quadro di debolezza del ciclo anche a inizio 2024. I PMI flash potrebbero registrare un lieve aumento dell'indice manifatturiero a 47,1 da 46,6 di gennaio, su livelli ancora recessivi (come a gennaio, parte dell'incremento potrebbe essere spiegato da un ulteriore allungamento dei tempi di consegna per via dei ritardi nei trasporti marittimi dovuti alle tensioni nel Mar Rosso). Anche il PMI servizi è visto in aumento, a 49 da 48,4, portando l'indicatore composito a 48,6 da 47,9, un massimo dalla scorsa estate. **Ci aspettiamo una sostanziale stabilità per le indagini nazionali**: vediamo un leggero rialzo per l'IFO a 85,6 da un precedente 85,2 (che non dovrebbe però modificare lo scenario recessivo per l'economia tedesca a inizio anno) e un INSEE manifatturiero invariato a 99. Dopo l'inatteso calo registrato a gennaio, l'indice di fiducia dei consumatori della Commissione Europea potrebbe mostrare una lieve ripresa (a -15,7 da -16,1), su livelli peraltro ancora compatibili con una sostanziale stagnazione dei consumi anche a inizio 2024. Infine, sono in calendario le stime finali d'inflazione di gennaio in Italia e nel complesso dell'Eurozona, nonché la seconda lettura del PIL tedesco relativo al 4° trimestre del 2023.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (19-23 febbraio)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	19/2	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		dic	-4.9	%	2.5
Mar	20/2	02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	feb	4.2	%	
		02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	feb	3.5	%	
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		gen	-0.1	%	-0.2
Mer	21/2	00:50	GIA	Bilancia commerciale		gen	68.9	Mld ¥ JP	-1925.9
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	feb	-16.1		-15.7
Gio	22/2	01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		feb	48.0		
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	feb	99		
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	feb	45.4		
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	feb	43.1		
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	feb	47.7		48.0
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	feb	45.5		46.3
		10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	gen	prel 0.3	%	
		10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	gen	prel -1.1	%	
		10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		gen	prel 0.8	%	
		10:00	ITA	IPCA a/a finale		gen	prel 0.9	%	
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	feb	48.4		48.7
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	feb	47.9		48.6
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	feb	46.6		47.1
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	feb	54.3		54.3
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	feb	47.0		47.5
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	gen	prel -0.4	%	-0.4
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		gen	prel 3.6	%	
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	gen	prel 2.8	%	2.8
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	212	x1000	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.895	Mln	
15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	feb	52.5				
15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	feb	50.7				
15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		feb	52.0				
16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		gen	3.78	Mln	3.96		
Ven	23/2	08:00	GER	Prezzi import a/a		gen	-8.5	%	
		08:00	GER	PIL s.a. t/t dettagliato	*	T4	-0.3	%	-0.3
		08:00	GER	PIL s.a. a/a dettagliato		T4		%	
		10:00	GER	IFO (attese)		feb	83.5		
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		feb	87.0		
		10:00	GER	IFO	**	feb	85.2		85.5
		10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	gen	0.1	%	
15:00	BEL	Indice ciclico BNB		feb	-16.4				

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 (19-24 febbraio)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mer	21/2	14:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
Gio	22/2	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di gennaio
		16:00	USA	Discorso di Jefferson (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		23:00	USA	Discorso di Cook (Fed)
		23:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		--	EUR	* Riunione informale dei Ministri dell'Economia e delle Finanze
Ven	23/2	01:35	USA	Discorso di Waller (Fed)
		10:20	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		11:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		14:00	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		--	EUR	* Riunione informale dei Ministri dell'Economia e delle Finanze
		--	EUR	* Riunione Eurogruppo
Sab	24/2	--	EUR	* Riunione informale dei Ministri dell'Economia e delle Finanze

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
CPI m/m	gen	0.2 (0.3)	%	0.2	0.3
CPI a/a	gen	3.4	%	2.9	3.1
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	gen	3.9	%	3.7	3.9
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	gen	0.3	%	0.3	0.4
Richieste di sussidio	settim	220 (218)	x1000	220	212
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.865 (1.871)	Mln	1.880	1.895
Indice Empire Manufacturing	feb	-43.7		-15.0	-2.4
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	gen	0.4	%	0.2	-0.6
Vendite al dettaglio m/m	gen	0.4 (0.6)	%	-0.1	-0.8
Prezzi all'import m/m	gen	-0.7 (0.0)	%	0.0	0.8
Indice Philadelphia Fed	feb	-10.6		-8.0	5.2
Produzione industriale m/m	gen	0.0 (0.1)	%	0.3	-0.1
Impiego capacità produttiva	gen	78.7 (78.6)	%	78.8	78.5
Scorte delle imprese m/m	dic	-0.1	%	0.4	0.4
Indice Mercato Immobiliare NAHB	feb	44		46	48
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	dic	99.7 (126.1)	Mld \$		160.2
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	gen	-0.1 (0.0)	%	0.1	
PPI m/m	gen	-0.2 (0.1)	%	0.1	
Licenze edilizie	gen	1.493	Mln	1.509	
Nuovi cantieri residenziali	gen	1.460	Mln	1.460	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	feb	79.0		80.0	

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

Stati Uniti: sorprende al rialzo il CPI di gennaio. I dati sul CPI di gennaio sono risultati superiori alle attese di un decimo, con prezzi in salita dello 0,3% m/m sull'indice generale e di 0,4% m/m sul core. L'aumento è spiegato dai servizi (non solo abitativi), in presenza di una tendenza deflazionistica per l'energia e stagnante per i beni non energetici. Dopo il dato, gli investitori hanno ulteriormente corretto le proprie aspettative sulla tempistica dei tagli dei tassi da parte della Fed: ora i futures scontano un taglio pieno da 25 punti-base solo nella riunione di giugno (in linea con la nostra attesa, fino a qualche settimana fa ampiamente disallineata rispetto al mercato).

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	dic	0.4 (0.3)	%	-0.2	2.6
EUR	PIL a/a 2a stima	T4	0.1	%	0.1	0.1
EUR	PIL t/t 2a stima	T4	0.0	%	0.0	0.0
FRA	Tasso di disoccupazione	T4	7.5 (7.4)	%	7.4	7.5
FRA	IPCA m/m finale	gen	-0.2	%	-0.2	-0.2
FRA	IPCA a/a finale	gen	3.4	%	3.4	3.4
FRA	CPI m/m Ex Tob	gen	0.1	%		-0.3
GER	ZEW (Sit. corrente)	feb	-77.3		-79.0	-81.7
GER	ZEW (Sentiment econ.)	feb	15.2		17.5	19.9
ITA	Bilancia commerciale (totale)	dic	3.884 (3.889)	Mld €		5.614
ITA	Bilancia commerciale (UE)	dic	-2.390 (-2.385)	Mld €		-2.750
SPA	IPCA a/a finale	gen	3.5	%	3.5	3.5

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

Germania ZEW: scenario recessivo a inizio 2024, aspettative sostenute dalle attese di taglio dei tassi. Il sondaggio ZEW di febbraio non ha riservato particolari sorprese. Le aspettative degli analisti per l'economia tedesca sono salite per il settimo mese a 19,9 dal precedente 15,2, un massimo da un anno, mentre la valutazione delle condizioni correnti è scesa ulteriormente, a -81,7 da -77,3, un minimo da giugno 2020, quando l'attività economica soffriva per la pandemia. Lo ZEW continua a delineare un quadro di debolezza nel breve termine, con l'economia tedesca

in probabile recessione nel primo trimestre del 2024, ma il miglioramento delle aspettative suggerisce che gli investitori rimangono cautamente ottimisti su una (lieve) ripresa nel corso dell'anno.

Produzione industriale area euro: mai fidarsi delle apparenze. Il dato di produzione industriale più forte delle attese di consenso è spiegato dal tipicamente volatile dato irlandese e da anomalie stagionali che hanno sostenuto l'output francese. Anche in altri paesi si registrano rimbalzi più fisiologici che strutturali. Pertanto, è probabile che la dinamica sottostante dell'attività industriale europea sia più debole di quanto non appaia dal dato aggregato. Ci aspettiamo che la produzione torni a calare a gennaio e rimanga debole all'inizio del 2024.

Italia: un mercato del lavoro ancora in buona salute. In Italia, l'occupazione è cresciuta più del previsto nel 2023. Fattori come la composizione settoriale della ripresa, il basso costo del lavoro e difficoltà nel reperire manodopera hanno contribuito ad un mercato del lavoro più teso rispetto al passato, che ci aspettiamo rimanga in buona salute anche nel biennio 2024-25. Prevediamo che nei prossimi anni la crescita dell'occupazione rallenti ma si mantenga su ritmi ancora positivi a fronte di un aumento solo modesto del tasso di disoccupazione. L'implementazione del PNRR potrebbe rappresentare un ulteriore sostegno per le assunzioni ma permangono dubbi sull'effettiva capacità delle imprese e del settore pubblico nel reperire lavoratori con le competenze richieste. Rispetto alle altre principali economie europee, inoltre, l'Italia continua a presentare bassi tassi di occupazione e partecipazione, e nei prossimi anni dovrà fare i conti con dinamiche demografiche sempre più sfavorevoli.

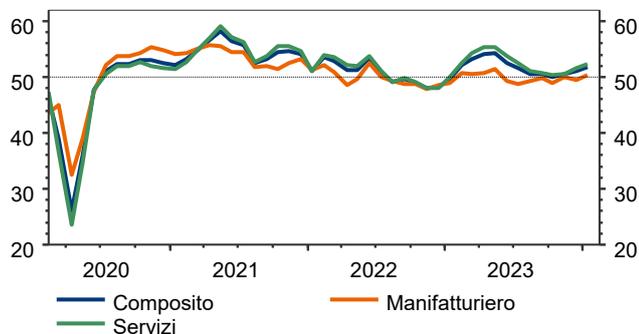
Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
PIL t/t prelim	T4	-0.8	{-0.7}	%	0.3	-0.1
PIL t/t, ann. prelim	T4	-3.3	{-2.9}	%	1.4	-0.4
Produzione industriale m/m finale	dic	1.8		%		1.4

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

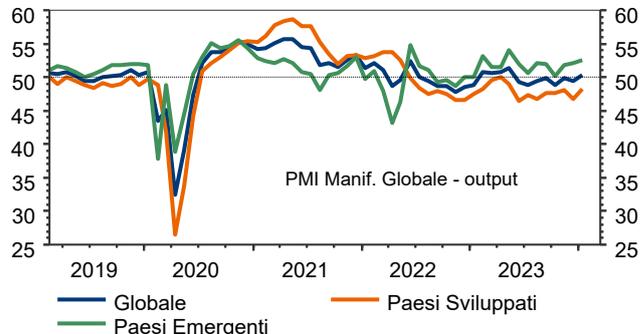
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



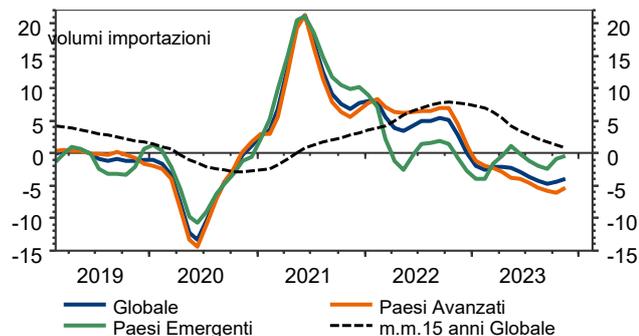
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



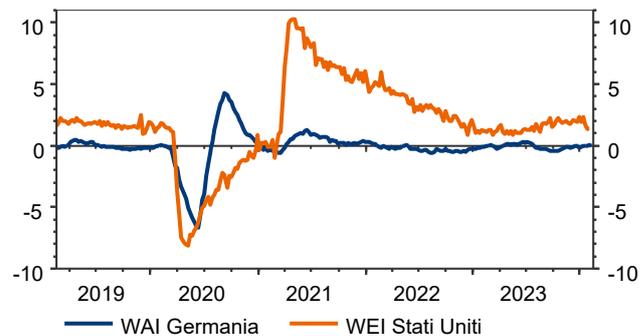
Fonte: S&P Global

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



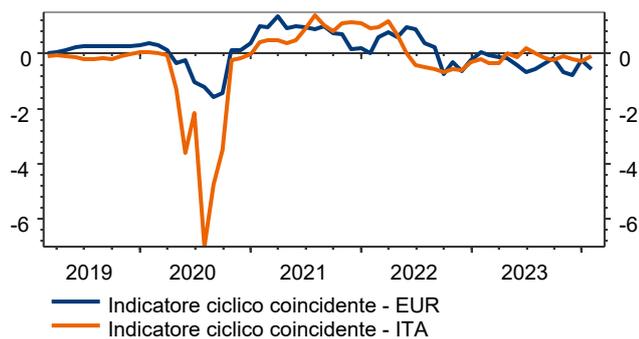
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



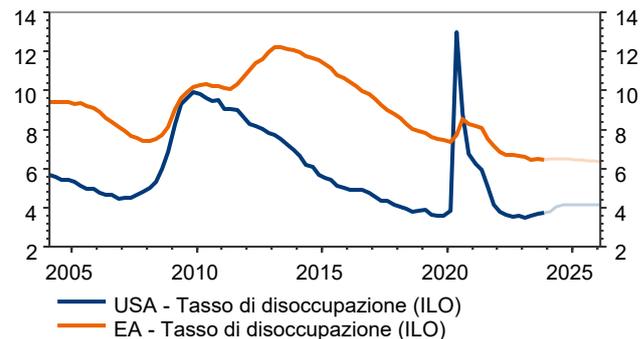
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

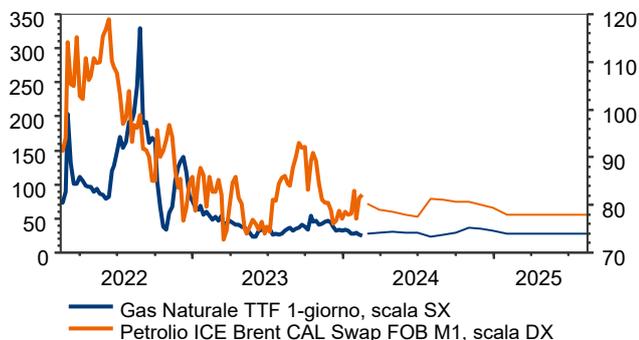
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

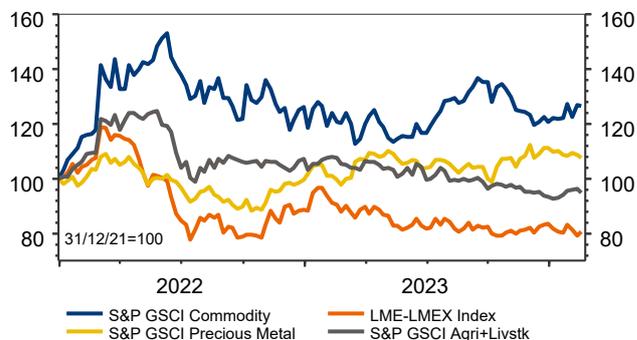
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



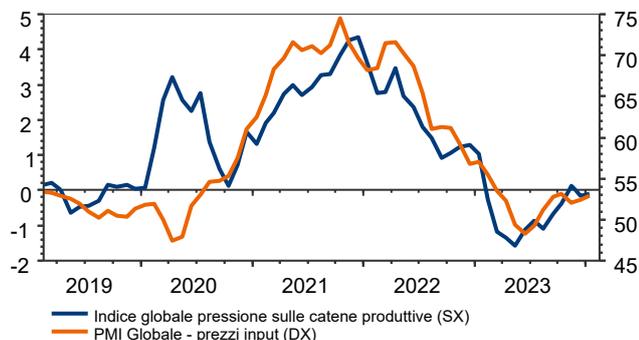
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



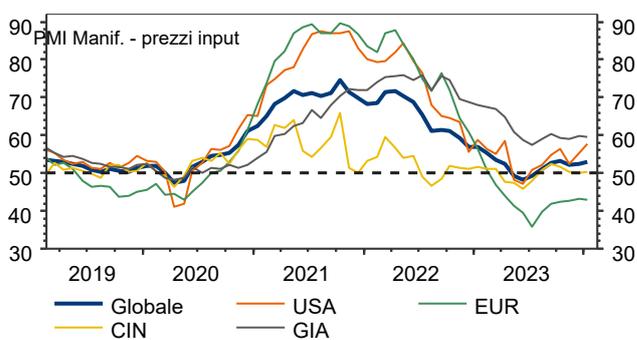
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



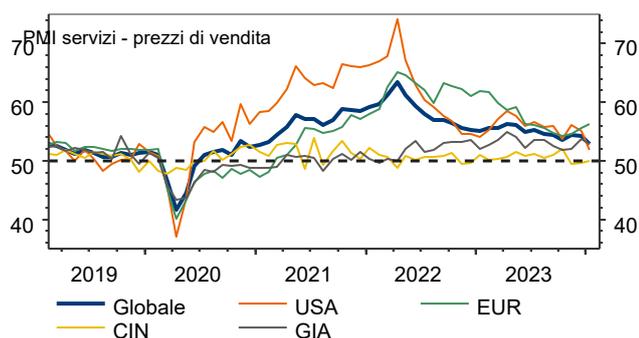
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



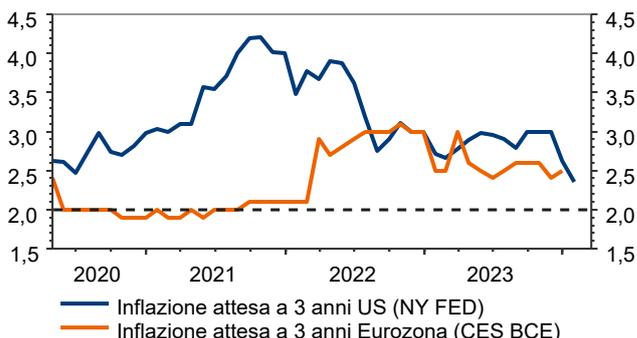
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

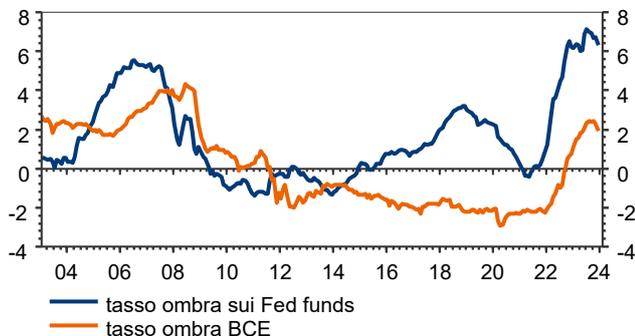
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

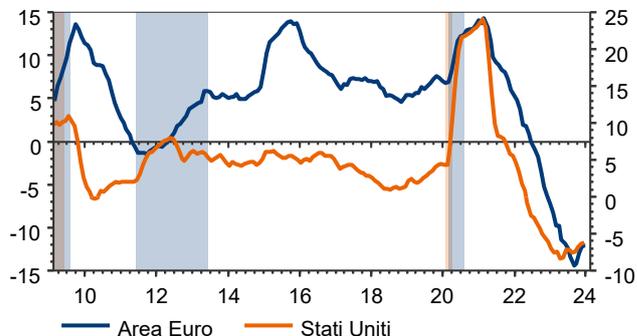
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



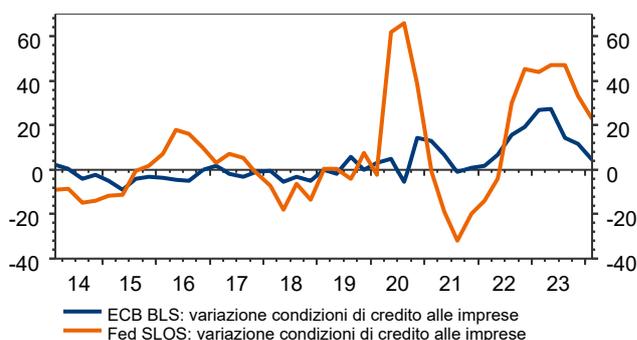
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



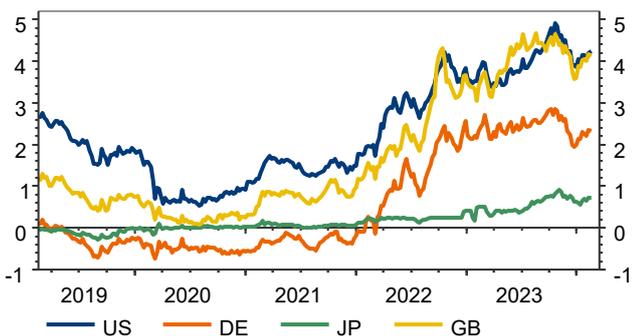
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



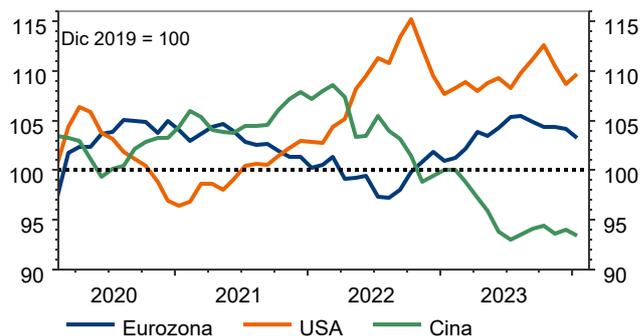
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

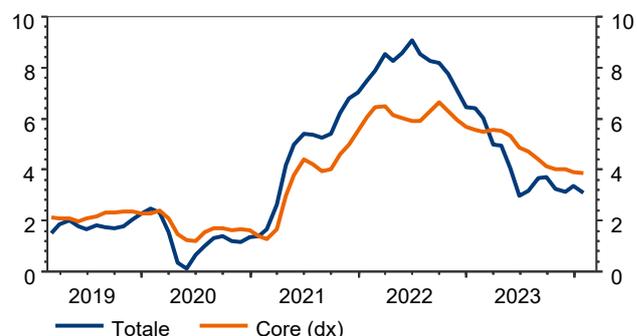
Stati Uniti

Indagini ISM



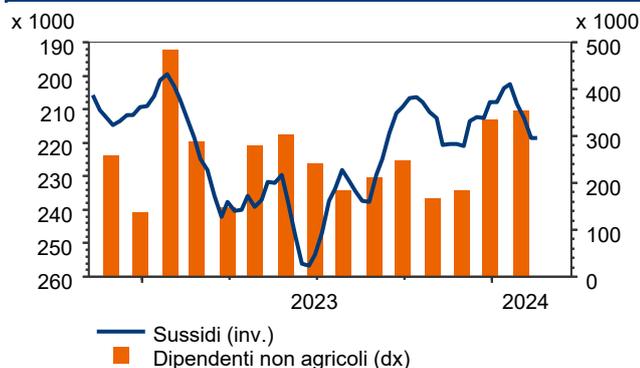
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



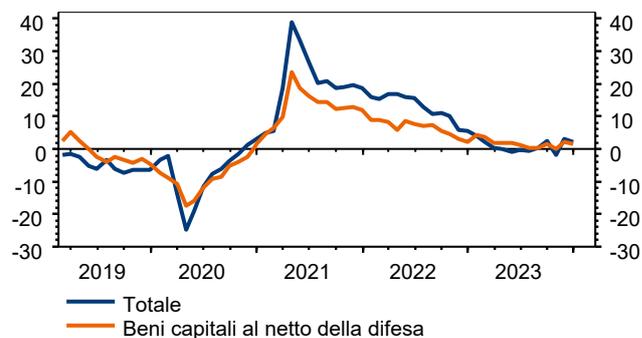
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

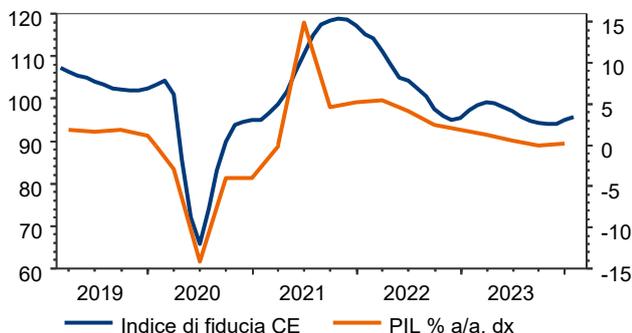
Previsioni

	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	2.7	2.1	3.5	3.2	3.0	2.7	2.7	2.5	2.4	2.1
Produzione industriale	0.2	0.3	1.6	0.4	-0.6	0.0	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

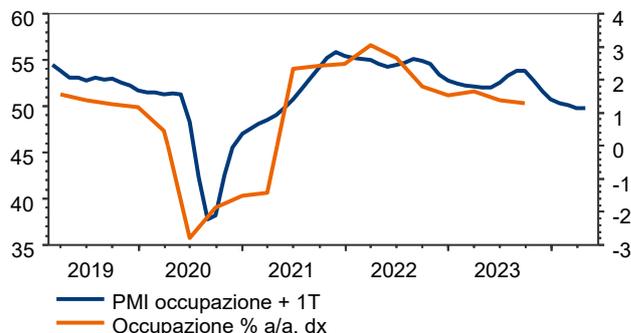
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob	ex tob	BCE	AEAT	ex tob	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	126.0	121.6	118.7	125.5	2.3	2.3	2.4	2.2
mag-24	126.5	122.3	119.1	126.0	2.7	2.7	2.5	2.6
giu-24	126.8	122.6	119.3	126.3	2.7	2.5	2.4	2.6
lug-24	126.5	122.3	118.9	126.0	2.6	2.3	2.2	2.5
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
Media	126.2	121.9	118.5	125.7	2.5	2.5	2.3	2.4

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia; l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob	ex tob	BCE	AEAT	ex tob	ex tob
gen-25	125.9	121.8	118.0	125.3	1.8	1.9	1.7	1.8
feb-25	126.4	122.2	118.5	125.8	1.7	1.8	1.6	1.6
mar-25	127.4	123.1	119.5	126.8	1.6	1.6	1.4	1.5
apr-25	128.4	123.9	120.8	127.8	1.9	1.9	1.7	1.9
mag-25	128.9	124.6	121.1	128.3	1.9	1.9	1.7	1.8
giu-25	129.0	124.6	121.0	128.4	1.7	1.6	1.5	1.7
lug-25	128.8	124.6	120.9	128.2	1.8	1.8	1.7	1.7
ago-25	129.0	124.6	120.9	128.3	1.7	1.6	1.5	1.6
set-25	129.4	124.9	121.2	128.8	1.8	1.7	1.6	1.7
ott-25	129.9	125.1	121.3	129.3	1.9	1.7	1.6	1.9
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	129.3	2.0	1.8	1.6	1.9
Media	128.5	124.1	120.4	127.9	1.8	1.8	1.6	1.8

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.

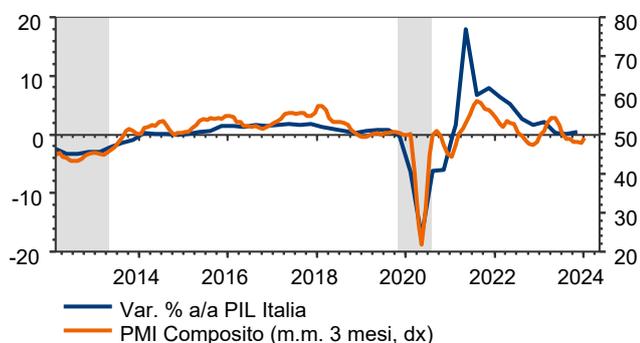
Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024			2025		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.4	1.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.6	1.0	1.4	1.5
- t/t				-0.1	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Consumi privati	0.5	0.8	1.6	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4
Investimenti fissi	0.7	0.3	2.0	0.0	-0.2	-0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
Consumi pubblici	0.3	0.7	0.6	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Esportazioni	-0.8	0.3	2.8	-1.2	0.5	0.2	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
Importazioni	-1.5	0.6	2.1	-1.2	-0.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-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	1.8	5.0	2.7	2.6	2.6	2.3	2.5	1.7	1.9
Produzione industriale (a/a)	-2.4	-0.1	2.3	-4.8	-3.9	-2.7	-0.8	1.2	1.9	2.6	2.6
Disoccupazione (%)	6.5	6.8	6.8	6.5	6.4	6.5	6.8	7.0	7.0	6.8	6.7
Euribor 3 mesi	3.43	3.67	2.63	3.78	3.96	3.90	3.78	3.64	3.36	2.88	2.52

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

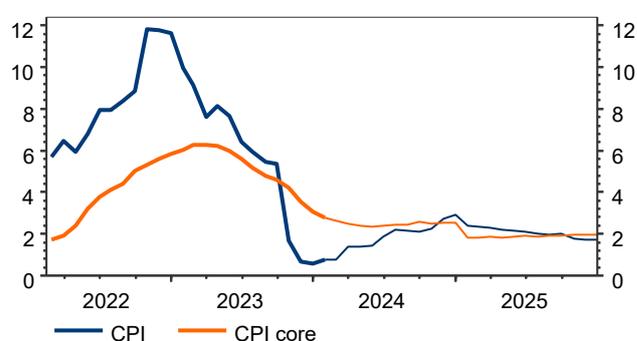
Italia

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-24	120.4	120.0	118.9	119.0	0.9	0.8	0.6	0.6
feb-24	120.5	120.2	119.2	119.2	1.0	0.8	0.7	0.6
mar-24	122.1	120.4	119.4	119.4	1.5	1.4	1.2	1.2
apr-24	123.2	121.0	119.8	119.8	1.6	1.4	1.3	1.2
mag-24	123.7	121.4	120.2	120.2	1.6	1.5	1.4	1.3
giu-24	124.3	121.9	120.7	120.7	2.0	1.9	1.9	1.8
lug-24	122.7	122.3	121.0	121.0	2.4	2.2	2.0	1.9
ago-24	122.9	122.7	121.4	121.4	2.3	2.2	2.0	1.9
set-24	124.8	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	125.0	122.8	121.4	121.4	2.9	2.7	2.4	2.3
dic-24	125.5	123.2	121.9	121.9	3.1	2.9	2.6	2.5
Media	123.4	121.8	120.6	120.6	2.0	1.8	1.7	1.6

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-25	123.5	122.9	121.4	121.4	2.6	2.4	2.1	2.0
feb-25	123.6	123.1	121.6	121.6	2.5	2.4	2.0	2.0
mar-25	125.2	123.2	121.7	121.7	2.5	2.3	1.9	1.9
apr-25	126.1	123.6	122.0	122.0	2.3	2.2	1.8	1.8
mag-25	126.5	124.1	122.3	122.3	2.3	2.2	1.7	1.7
giu-25	127.1	124.5	122.8	122.8	2.3	2.1	1.7	1.7
lug-25	125.4	124.8	123.1	123.1	2.2	2.0	1.7	1.7
ago-25	125.5	125.1	123.4	123.4	2.1	2.0	1.6	1.6
set-25	127.6	125.3	123.6	123.6	2.2	2.0	1.7	1.7
ott-25	127.6	125.0	123.2	123.2	2.0	1.8	1.5	1.5
nov-25	127.4	124.9	123.1	123.1	1.9	1.7	1.4	1.4
dic-25	127.9	125.4	123.6	123.6	1.9	1.7	1.4	1.4
Media	126.1	124.3	122.7	122.7	2.2	2.1	1.7	1.7

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	0.6	1.7	-0.1	0.9	0.2	0.0	0.3	0.5	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	0.0	-1.2	-0.2	-0.1	0.1	0.1	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)	140.5	141.6	142.2								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	2.0	2.2	5.8	1.0	1.1	1.7	2.3	2.8	2.5	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	7.5	7.7	7.5	7.4	7.4	7.5	7.5	7.6	7.7	7.8
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

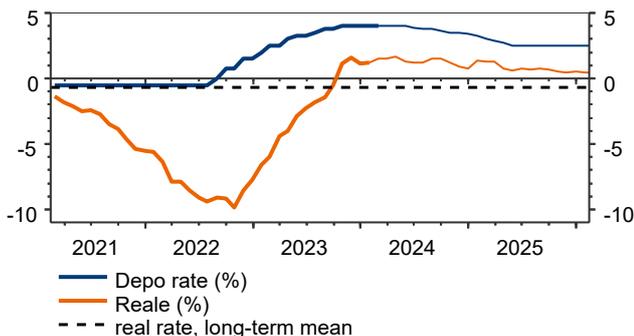
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	15/2	mar	giu	set	dic
Refi	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75
Euribor 1m	3.40	3.85	3.85	3.88	3.88	3.68	3.56	3.32
Euribor 3m	3.58	3.95	3.91	3.92	3.88	3.68	3.55	3.26

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

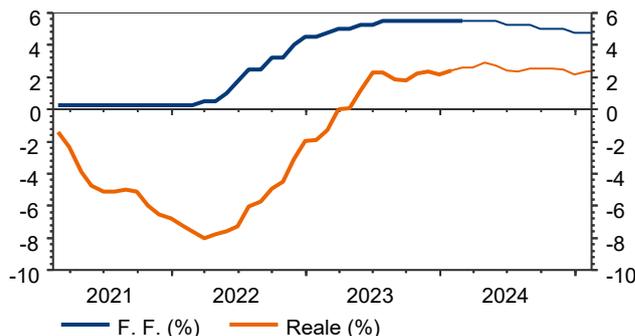


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	15/2	mar	giu	set	dic
Fed Funds	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75
OIS 3m	5.27	5.41	5.31	5.33	5.33	5.13	4.87	4.62

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

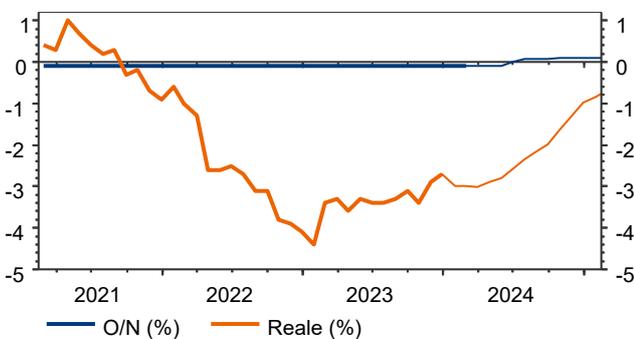


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	giu	set	dic	15/2	mar	giu	set	dic
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.01	0.08	0.10
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	0.06	0.13	0.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

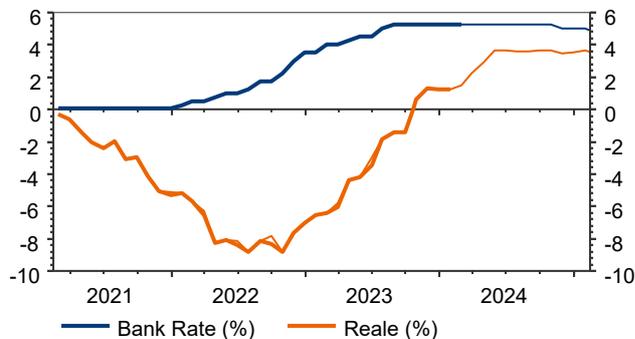


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	15/2	mar	giu	set	dic
Bank rate	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00
Libor GBP 3m	5.39	5.41	5.32	5.33	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	16/2	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.07	1.09	1.08	1.09	1.0769	1.08	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	115	134	146	150	147	150.22	142	137	132	127	122
GBP/USD	1.36	1.20	1.28	1.24	1.27	1.2578	1.26	1.28	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.05	0.99	0.96	0.97	0.94	0.9492	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	132	143	159	164	160	161.81	153	151	147	142	139
EUR/GBP	0.84	0.89	0.86	0.88	0.86	0.8560	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

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com