

Weekly Economic Monitor

Il punto

L'evento della prossima settimana è il FOMC di mercoledì 20: ci aspettiamo tassi invariati ma toni meno accomodanti, e non sono da escludere revisioni al rialzo delle proiezioni su inflazione e livello dei fed funds attesi per il 2024. Nel frattempo, la BCE ha annunciato le modalità operative di gestione della liquidità che si aspetta di adottare quando l'eccesso di riserve si ridurrà a sufficienza.

Stati Uniti. L'evento più importante della prossima settimana sarà la riunione del FOMC che si concluderà mercoledì 20 marzo. Ci attendiamo tassi invariati ma **i toni del comunicato, e della conferenza-stampa, potrebbero essere meno accomodanti** rispetto al meeting di gennaio, visto che le informazioni congiunturali diffuse dopo la scorsa riunione hanno evidenziato sorprese al rialzo sui dati di inflazione, in presenza di un contesto ciclico e occupazionale ancora relativamente robusto. **Ciò potrebbe indurre alcuni membri a rivedere al rialzo sia le proiezioni di inflazione che quelle sui fed funds** rispetto a quanto contenuto nelle Summary of Economic Projections di dicembre. Le revisioni dovrebbero comunque essere di entità contenuta. La Fed dovrebbe in ogni caso mantenere un approccio "riunione per riunione" e dipendente dai dati, senza vincolarsi a preannunciare una tempistica nemmeno indicativa del momento di inizio del ciclo espansivo. **L'altro tema che potrebbe essere oggetto di dibattito al FOMC di marzo è quello della riduzione del bilancio.**

Il nostro scenario di base resta quello di un primo taglio dei tassi il 12 giugno, seguito da altre due mosse da 25 punti base nel corso del 2024. Tale scenario richiede però che già dai dati di marzo si registri una significativa moderazione dei dati di inflazione core, in assenza della quale anche i membri più dovish potrebbero avere difficoltà a sostenere un avvio ravvicinato di un percorso di riduzione dei tassi. In sostanza, come segnalavamo la settimana scorsa, **è in crescita la probabilità dello scenario di rischio con un primo taglio a luglio/settembre e solo due interventi da qui a fine anno.**

Venerdì scorso, come da attese, il Congresso ha scongiurato lo spettro dello shutdown approvando un pacchetto di sei leggi di finanziamento del governo. L'accordo è stato raggiunto poche ore prima della scadenza. Entrambi i partiti hanno rivendicato i meriti dell'operazione; tuttavia, **i legislatori devono ancora finalizzare e approvare un secondo gruppo di leggi di finanziamento entro il 22 marzo.**

I dati congiunturali in uscita la prossima settimana vedranno importanti aggiornamenti sul settore immobiliare: lunedì 18, la fiducia dei costruttori NAHB è attesa in lieve aumento, a 49 da 48 precedente; martedì 19, sia i permessi di costruire che le aperture di nuovi cantieri dovrebbero mostrare un rimbalzo a febbraio dopo la flessione di gennaio (condizionata dal meteo); giovedì 21, le vendite di case esistenti sono attese correggere a febbraio, scendendo sotto i 4 milioni di unità; venerdì 22, le vendite di case nuove sono viste poco variate. **Le indagini preliminari di S&P su manifattura e servizi dovrebbero mostrare un rallentamento a marzo**, ma entrambi gli indici dovrebbero rimanere in terreno espansivo. Infine, **il Philly Fed potrebbe tornare in territorio negativo** a marzo dopo il balzo a sorpresa registrato a febbraio.

Rispetto alla settimana scorsa, dopo **l'employment report di venerdì 8 marzo** (che ha mostrato un mercato del lavoro più debole di quanto stimato in precedenza negli ultimi mesi), i dati sulle vendite al dettaglio di febbraio (con l'aggregato "control group" in rotta per una flessione di un decimo nel trimestre corrente: sarebbe la prima contrazione dai mesi del lockdown nel 2020), e le **sorprese al rialzo su CPI** e PPI core di questa settimana, abbiamo rivisto lievemente le nostre stime sull'economia USA, **al ribasso la previsione sul PIL 2024**, da 2,3% a 2,2% (per effetto di un 1° trimestre meno forte), **e al rialzo il profilo atteso sul tasso di disoccupazione** (in media annua, da 3,8% a 4% nel 2024 e da 3,9% a 4,1% nel 2025); **al contempo, abbiamo alzato la stima sul CPI 2024**, da 2,7% a 2,9%.

15 marzo 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. Questa settimana, i dati macroeconomici non hanno apportato particolari novità allo scenario congiunturale. **La produzione industriale nell'Eurozona è calata più del previsto a gennaio, di ben -3,2% m/m**, e il dato di dicembre, come segnalavamo la scorsa settimana, è stato rivisto al ribasso (da 2,6% a 1,6% m/m); il calo mensile è stato amplificato dal -29% m/m del volatile dato irlandese, al netto del quale l'output sarebbe sceso di -0,5% m/m; Francia (-1,1%) e Paesi Bassi (-4%) hanno registrato un calo significativo, mentre i rimbalzi registrati in Germania (0,6%) e Spagna (0,4%) non sono stati sufficienti a recuperare la flessione del mese precedente. Nel complesso, **la produzione industriale nell'area euro è diminuita di -6,7% su base annua corretta per i giorni lavorativi, in sostanza tornando molto vicina al minimo da luglio 2020** toccato lo scorso settembre. **Le indagini non segnalano una ripresa imminente del settore** (i nuovi ordini secondo l'indagine PMI manifatturiera sono in territorio di contrazione da quasi due anni, e anche le indicazioni sugli ordinativi emerse dalla survey della Commissione UE restano estremamente deboli). **Mercoledì, il dato italiano completerà la tornata di numeri sulla produzione industriale di gennaio: ci aspettiamo che l'output torni a calare, stimiamo di -0,2% m/m, dopo il rimbalzo di 1,1% visto a dicembre; i rischi su tale stima paiono verso il basso.**

La settimana prossima, saranno diffuse le indagini di fiducia relativa al mese di marzo, che riteniamo possano mostrare una sostanziale stabilizzazione del ciclo su ritmi bassi, con l'economia tedesca in particolare ancora in difficoltà; saranno da monitorare anche le indicazioni delle imprese sui prezzi di vendita, soprattutto nei servizi, dove le aziende hanno segnalato l'intenzione di ritoccare al rialzo i listini negli ultimi mesi. In particolare:

- **Giovedì, i PMI flash potrebbero mostrare un nuovo miglioramento dell'indice composito**, a 49,7 a marzo da 49,2 di febbraio. Le revisioni al rialzo dei dati preliminari di febbraio, e i timidi segnali di miglioramento delle componenti più anticipatrici, hanno offerto indizi incoraggianti. Il PMI manifatturiero, che a febbraio era stato condizionato dal deludente dato tedesco, potrebbe risalire a 46,9 da 46,6; nei servizi, l'indice potrebbe accelerare a 50,4, dopo il ritorno in territorio espansivo a 50,2 il mese precedente.
- **Tra le indagini nazionali, sono in calendario l'IFO tedesco**, atteso poco variato su livelli ancora recessivi (a 85,9 da 85,5), **e l'INSEE francese** (l'indice manifatturiero è visto salire di un punto a 101).
- **La stima preliminare dell'indice di fiducia dei consumatori della Commissione UE dovrebbe infine registrare un nuovo, modesto, miglioramento** a -14,9 da un precedente -15,5, lasciando comunque il morale ancora al di sotto della media storica.

Infine, i dati sulle retribuzioni orarie nel 4° trimestre dovrebbero evidenziare un rallentamento da 5,3% a/a a 4,5% a/a. I dati già pubblicati hanno registrato una moderazione della crescita delle retribuzioni complessive per occupato (4,6% da 5,1% a/a) e del costo del lavoro per unità di prodotto (5,8% da 6,5% a/a).

La principale novità della settimana nell'Eurozona è giunta dalla BCE, che ha annunciato le modalità operative di gestione della liquidità che si aspetta di adottare quando l'eccesso di riserve si ridurrà a sufficienza. L'approccio che ci aspettavamo è confermato: al margine, **si tratterà di un sistema floor guidato dalla domanda, con un corridoio stretto tra DFR e tasso MRO (15pb a partire dal 18 settembre)**; il tasso guida continuerà a essere il DFR, come è oggi. Alcuni aspetti del nuovo regime saranno definiti più avanti, quando la fase di riduzione delle riserve sarà più avanzata (fine 2025, o addirittura nel 2026). **La domanda marginale di liquidità sarà coperta con le MRO e le LTRO a 3 mesi**, che resteranno gestite con aste a piena aggiudicazione e a tasso fisso (lo stesso tasso delle MRO per entrambe). **La BCE prevede la successiva introduzione di LTRO strutturali che, insieme al portafoglio strutturale di titoli, quando saranno pienamente attuate, costituiranno la maggior parte dell'offerta di riserve** al sistema bancario. Il portafoglio obbligazionario strutturale non sarà né l'APP, né il PEPP. La ragione è costituita dal fatto che lo scopo dell'APP era il QE, cioè influenzare le condizioni finanziarie, mentre il nuovo portafoglio ha motivazioni meramente tecniche. Quindi il quadro giuridico del nuovo portafoglio di liquidità sarà diverso, così come la sua composizione. Nel frattempo, continuerà la riduzione dei portafogli APP e PEPP.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (18 – 22 marzo)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso		
Lun	18/3	00:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		gen	2.7	%	-1.0
		03:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	feb	7.4	%	5.2
		03:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	feb	3.0	%	3.2
		03:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		feb	7.2	%	
		03:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		feb	4.6	%	
		03:00	CN	Produzione industriale a/a		feb	6.8	%	5.0
		08:00	GER	Prezzi import a/a		gen	-8.5	%	
		11:00	EUR	CPI m/m finale	*	feb	prel 0.6	%	0.6
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		feb	prel 3.3	%	
		11:00	EUR	CPI a/a finale	*	feb	prel 2.6	%	2.6
		15:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		mar	48		
Mar	19/3	05:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		gen	prel -7.5	%	
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		mar	-81.7		
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	mar	19.9		20.5
		11:00	EUR	Costo del lavoro Eurozona		T4	5.3	%	
		13:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	feb	1.331	Mln	1.420
		13:30	USA	Licenze edilizie		feb	1.489	Mln	
21:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)		gen	160.2	Mld \$			
Mer	20/3	02:15	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	mar	4.0	%	
		02:15	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	mar	3.5	%	
		08:00	GER	PPI a/a		feb	-4.4	%	
		08:00	GER	PPI m/m		feb	0.2	%	
		08:00	GB	CPI m/m		feb	-0.6	%	0.6
		08:00	GB	CPI a/a	*	feb	4.0	%	3.6
		10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		gen	2.1	%	
		10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		gen	-0.1	%	
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	gen	1.1	%	0.0
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	mar	-15.5		-14.8
Gio	21/3	00:50	GIA	Bilancia commerciale		feb	-1760.3	Mld ¥ JP	-810.2
		01:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		mar	47.2		
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	mar	100		
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	mar	48.4		48.3
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	mar	47.1		47.5
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	mar	48.3		49.0
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	mar	42.5		43.5
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	mar	50.2		50.5
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	mar	49.2		49.7
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	mar	46.5		47.0
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	mar	53.8		54.2
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	mar	47.5		
		13:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	209	x1000	
		13:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.811	Mln	
		13:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	mar	5.2		
		13:30	USA	Saldo partite correnti	*	T4	-200.3	Mld \$	
		14:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	mar	52.3		
		14:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	mar	52.2		
		14:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		mar	52.5		
		15:00	USA	Indice anticipatore m/m		feb	-0.4	%	
		15:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		feb	4.00	Mln	3.94
Ven	22/3	00:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	feb	2.2	%	
		00:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	feb	2.0	%	2.8
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		feb	0.7	%	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	feb	3.4	%	
		10:00	GER	IFO (attese)		mar	84.1		85.1
		10:00	GER	IFO (sit. corrente)		mar	86.9		87.2
		10:00	GER	IFO	**	mar	85.5		86.0
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		mar	-12.8		

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 – 22 marzo)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Mar	19/3	09:30	EUR	Discorso di Guindos (BCE)
	--	--	GIA	* Riunione BoJ (prev. ISP: tassi fermi, tasso a breve -0,1%, tasso a 10 anni a zero)
Mer	20/3	09:45	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		10:30	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		13:00	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		14:45	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		16:30	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		17:45	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		19:00	USA	** Riunione FOMC (previsione Intesa Sanpaolo: tasso fed funds invariato a 5,25-5,50%)
		19:30	USA	** Conferenza stampa di Powell (Fed)
Gio	21/3	13:00	GB	** Annuncio tassi BoE (previsioni ISP: bank rate invariato a 5,25%)
		--	UE	* Consiglio europeo
Ven	22/3	10:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		11:00	EUR	Discorso di Holzmann (BCE)
		14:00	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		18:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		21:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		--	UE	* Consiglio europeo

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
CPI m/m	feb	0.3		%	0.4	0.4
CPI a/a	feb	3.1		%	3.1	3.2
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	feb	3.9		%	3.7	3.8
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	feb	0.4		%	0.3	0.4
Richieste di sussidio	settim	210	(217)	x1000	218	209
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.794	(1.906)	Mln	1.900	1.811
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	feb	-0.8	(-0.6)	%	0.5	0.3
Vendite al dettaglio m/m	feb	-1.1	(-0.8)	%	0.8	0.6
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	feb	0.5		%	0.2	0.3
PPI m/m	feb	0.3		%	0.3	0.6
Scorte delle imprese m/m	gen	0.3	(0.4)	%	0.2	0.0
Indice Empire Manufacturing	mar	-2.4			-7.0	
Prezzi all'import m/m	feb	0.8		%	0.3	
Produzione industriale m/m	feb	-0.1		%	0.0	
Impiego capacità produttiva	feb	78.5		%	78.5	
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	mar	76.9			76.9	

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

Stati Uniti: più segnali di debolezza che di forza dai dati sul mercato del lavoro di febbraio. I nuovi occupati salgono più del previsto a febbraio, ma l'ampia revisione dei dati precedenti fa sì che negli ultimi 3 mesi siano stati creati quasi 100 mila posti di lavoro in meno rispetto a quanto stimato in precedenza. Torna a salire la disoccupazione, ai massimi da gennaio 2022, e la crescita mensile dei salari si attesta ai minimi da due anni. Nel complesso, pensiamo che l'employment report di febbraio, dopo il dato "anomalo" di gennaio, riporti le valutazioni sul mercato del lavoro su un sentiero più coerente con un primo taglio dei tassi Fed a giugno.

Stati Uniti: sorprende ancora al rialzo il CPI core. L'ulteriore sorpresa al rialzo sul CPI core di febbraio (0,4% m/m), dopo quella già vista a gennaio - dovuta ancora una volta soprattutto ai servizi non abitativi - complica il lavoro della Fed, e potrebbe spingere alcuni membri, a meno di sorprese positive dai dati dei prossimi mesi, a considerare di rimandare un primo taglio dei tassi da giugno a una delle successive due riunioni (luglio/settembre). Per il momento manteniamo uno scenario di base con una prima mossa il 12 giugno e tre tagli dei tassi da 25 punti base nel corso del 2024, ma è in crescita la probabilità dello scenario di rischio con un primo taglio a luglio/settembre e solo due interventi da qui a fine anno.

Fed ancora in attesa, ma preoccupata per il calo troppo lento dell'inflazione. Dalla prossima riunione del FOMC ci attendiamo tassi invariati ma toni del comunicato, e della conferenza stampa, meno accomodanti rispetto al meeting di gennaio. Le sorprese al rialzo, specie sull'inflazione core, viste nei dati rilasciati dopo l'ultimo FOMC potrebbero indurre alcuni membri a rivedere al rialzo sia le proiezioni di inflazione che quelle sui fed funds rispetto a quanto contenuto nelle Summary of Economic Projections di dicembre. L'altro tema che potrebbe essere oggetto di dibattito al FOMC di marzo è quello della riduzione del bilancio.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Produzione industriale m/m	gen	1.6	(2.6)	%	-1.5	-3.2
FRA	IPCA m/m finale	feb	0.9		%	0.9	0.9
FRA	IPCA a/a finale	feb	3.1		%	3.1	3.2
FRA	CPI m/m Ex Tob	feb	-0.3		%		0.8
GER	CPI m/m finale	feb	0.4		%	0.4	0.4
GER	CPI a/a finale	feb	2.5		%	2.5	2.5
GER	IPCA m/m finale	feb	0.6		%	0.6	0.6
GER	IPCA a/a finale	feb	2.7		%	2.7	2.7
ITA	Bilancia commerciale (totale)	gen	5.527	5.614	Mld €		2.655
ITA	Bilancia commerciale (UE)	gen	-2.837	-2.750	Mld €		-0.376
ITA	IPCA a/a finale	feb	0.9		%	0.9	0.8
ITA	IPCA m/m finale	feb	0.1		%	0.1	0.0
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	feb	0.1		%	0.1	0.1
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	feb	0.8		%	0.8	0.8
ITA	Vendite al dettaglio a/a	gen	0.2	(0.3)	%		1.0
SPA	IPCA a/a finale	feb	2.9		%	2.9	2.9

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

La BCE chiarisce come in futuro sarà gestita la liquidità. A regime, la BCE punta a un minore eccesso di riserve. La componente strutturale della liquidità fornita dalla banca centrale sarà costituita da un portafoglio di titoli e da LTRO strutturali. Al margine, il ruolo principale sarà affidato alla MRO e alle LTRO ordinarie. Il tasso guida continuerà a essere costituito dal DFR. Il cambiamento più immediato sarà la riduzione del differenziale tra refi e DFR da 50 a 15pb, che diverrà effettiva dal 18 settembre 2024.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
PIL t/t, ann. finale	T4	-0.4		%	1.1	0.4
PIL t/t finale	T4	-0.1		%	0.3	0.1

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

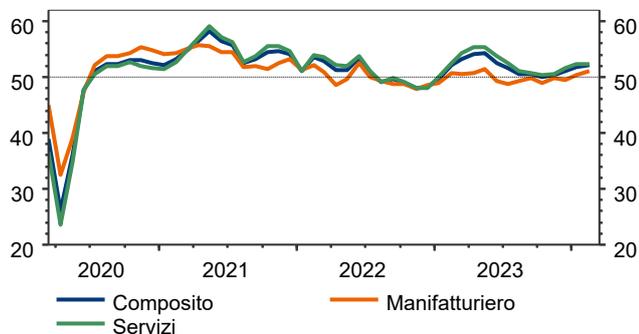
Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
M2 a/a	feb	8.7		%	8.8	8.7
Nuovi prestiti bancari (flusso)	feb	4920	Mld ¥ CN		1500	1450
Finanza sociale aggregata (flusso)	feb	6500	Mld ¥ CN		2220	1560

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

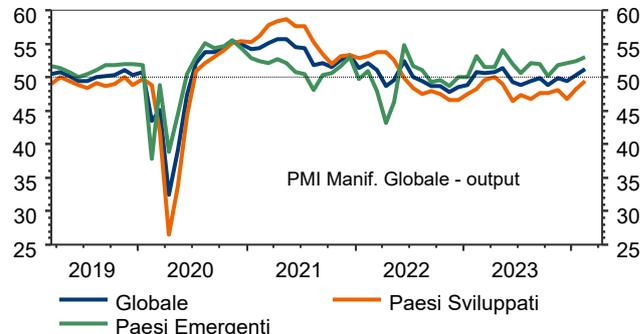
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



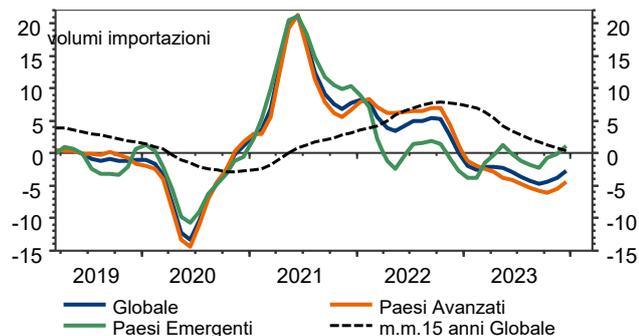
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



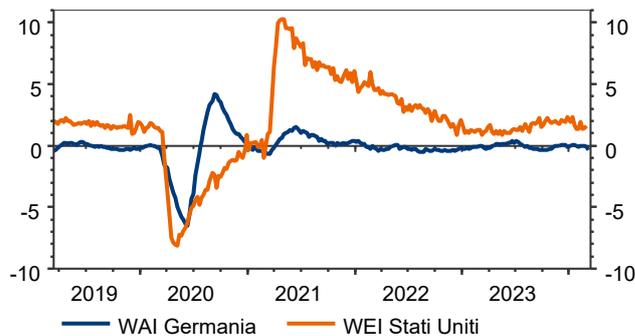
Fonte: S&P Global

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



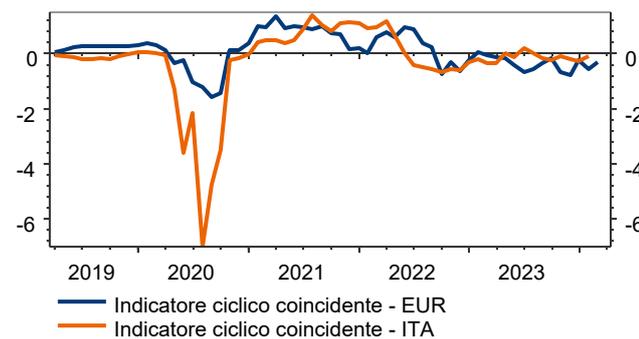
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



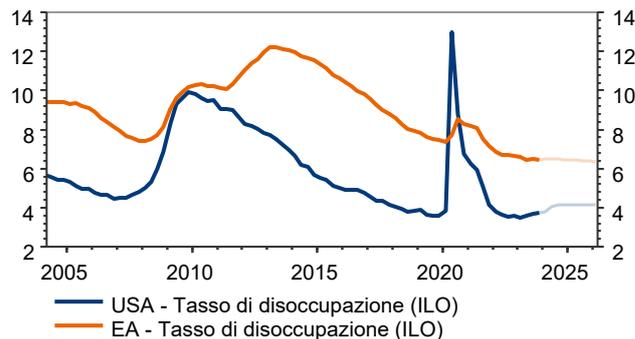
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

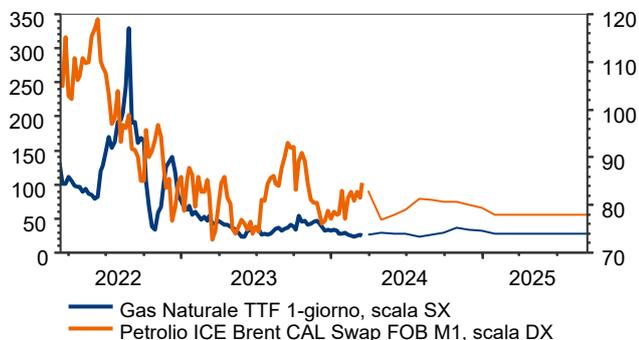
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

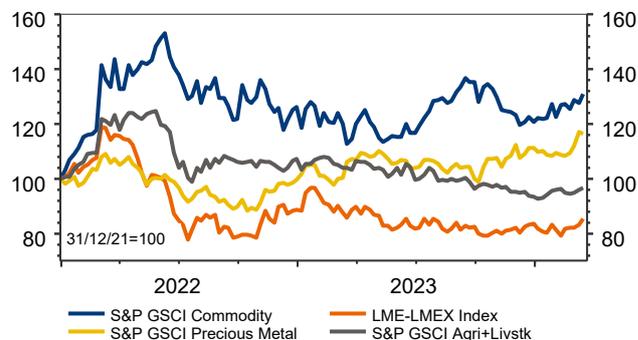
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



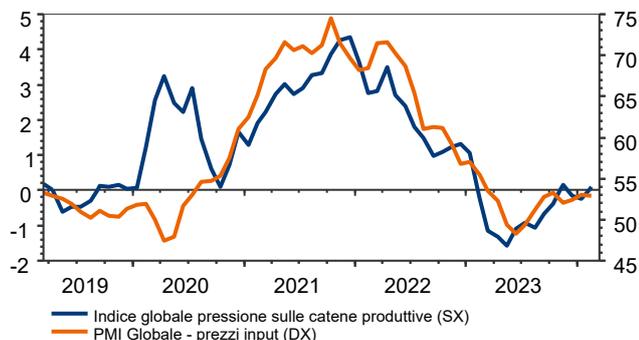
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



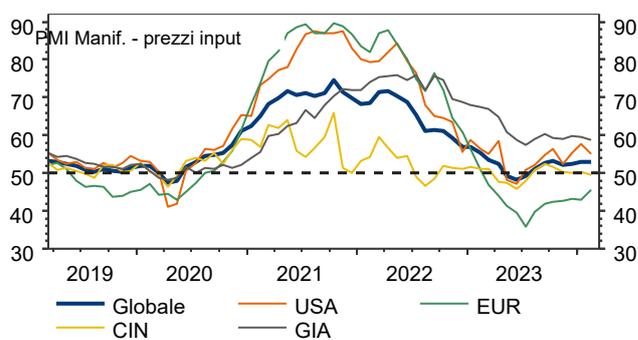
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



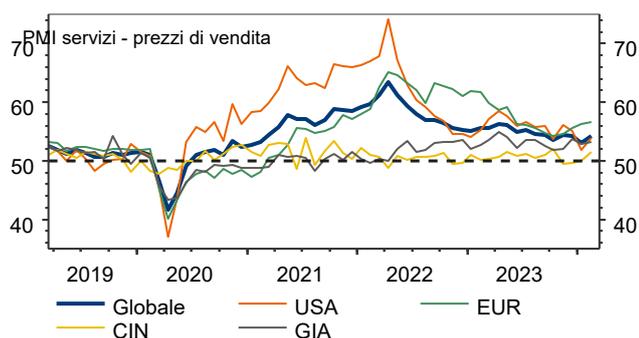
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



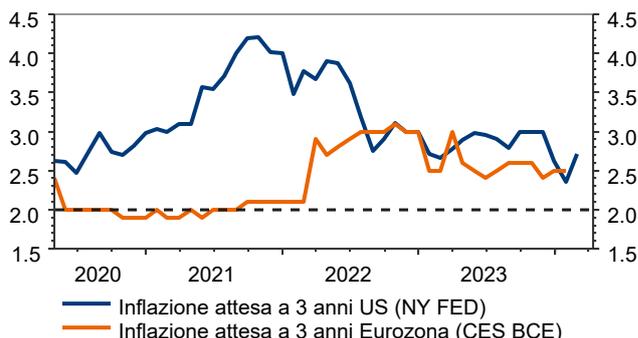
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

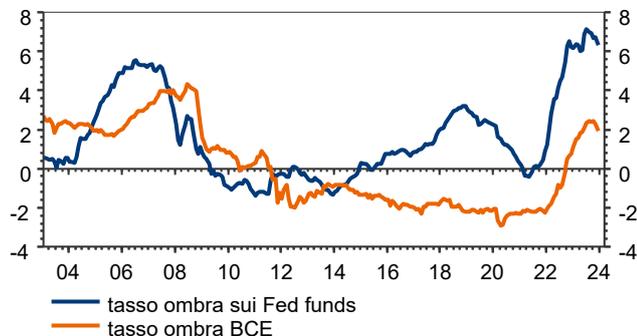
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

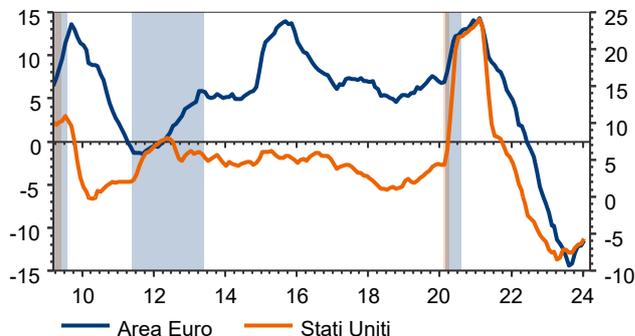
Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



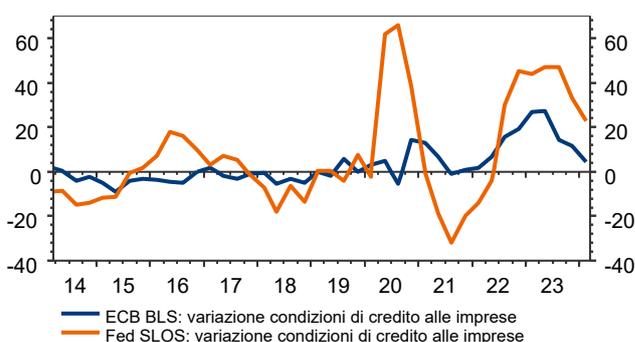
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



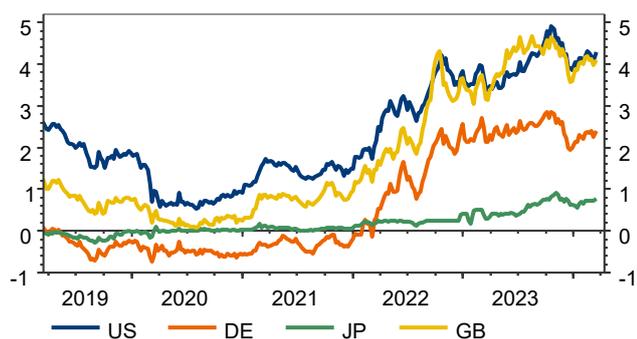
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



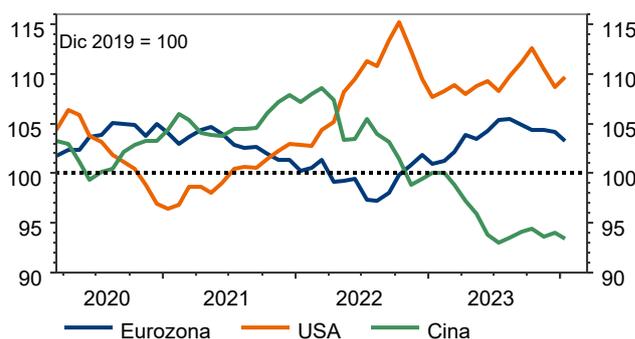
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

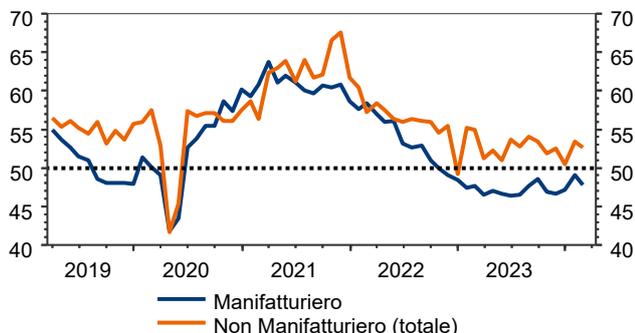
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

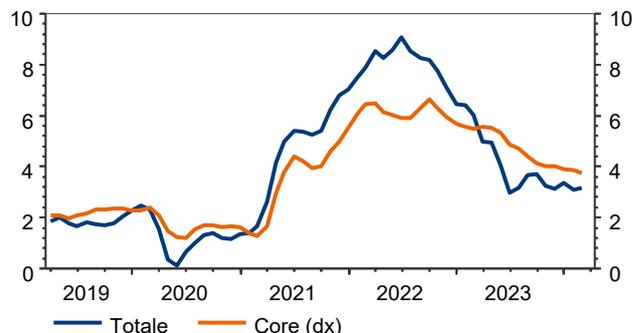
Stati Uniti

Indagini ISM



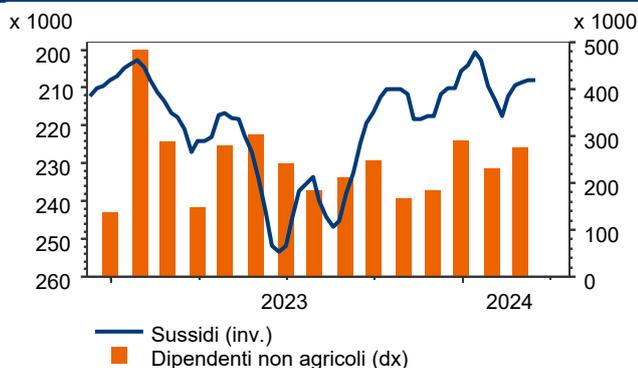
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



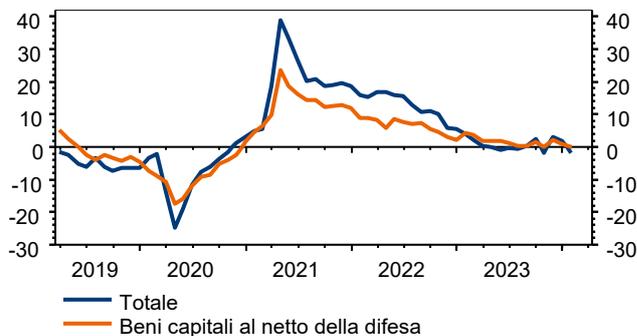
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

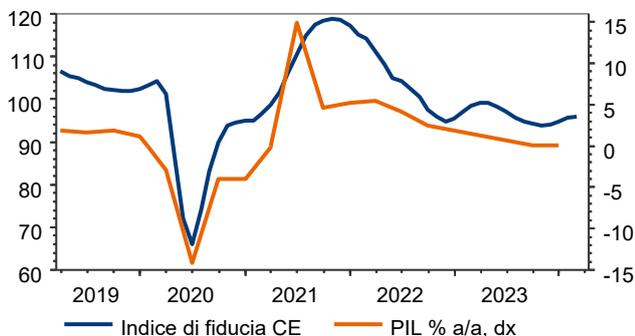
Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024			2025		
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.2	1.8	2.9	3.1	3.2	2.9	1.7	1.2	1.1	1.5
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.2	2.6	0.8	0.1	1.2	2.2	2.7
Consumi privati	2.2	2.0	1.8	3.1	3.0	2.7	1.0	0.8	1.4	2.4	2.5
IFL - privati non residenziali	4.4	2.1	5.6	1.4	2.4	-0.1	1.0	3.9	5.8	6.2	6.6
IFL - privati residenziali	-10.6	1.9	1.3	6.7	2.9	1.5	0.9	0.9	0.9	1.5	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.0	2.0	1.1	5.8	4.2	0.5	0.5	0.7	0.9	1.3	1.6
Esportazioni	2.7	2.3	3.6	5.4	6.4	1.3	1.1	2.7	3.1	3.5	4.2
Importazioni	-1.6	1.7	6.6	4.2	2.7	-2.0	3.1	5.5	7.0	7.9	6.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	0.1	1.1	-0.2	0.2	0.3	-0.5	0.0	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.1	-3.1	-3.3								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.7	-7.3	-7.3								
Debito pubblico (% PIL)	135.3	137.1	139.6								
CPI (a/a)	4.1	2.9	2.1	3.5	3.2	3.1	2.9	2.8	2.6	2.3	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	4.0	4.1	3.7	3.7	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1

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

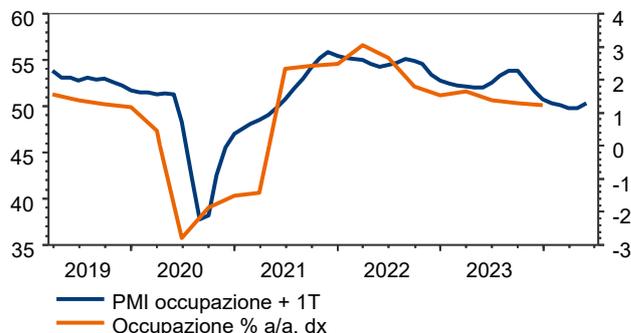
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-24	123.6	119.5	116.1	123.2	2.8	3.6	3.3	2.7
feb-24	124.4	120.2	116.8	123.8	2.6	3.3	3.1	2.4
mar-24	125.4	121.3	117.7	124.9	2.5	3.0	2.6	2.4
apr-24	126.0	121.8	118.5	125.5	2.4	2.5	2.3	2.2
mag-24	126.5	122.6	119.3	125.9	2.7	2.9	2.8	2.6
giu-24	126.8	122.7	119.5	126.2	2.7	2.6	2.5	2.5
lug-24	126.5	122.4	119.0	125.9	2.6	2.4	2.3	2.4
ago-24	126.7	122.7	119.2	126.1	2.2	2.3	2.1	2.0
set-24	127.0	122.9	119.4	126.4	2.1	2.3	2.0	1.9
ott-24	127.3	123.0	119.4	126.7	2.2	2.2	1.8	2.0
nov-24	126.9	122.4	118.8	126.3	2.4	2.2	1.9	2.3
dic-24	127.2	122.7	119.1	126.6	2.5	2.1	1.6	2.4
Media	126.2	122.0	118.6	125.6	2.5	2.6	2.3	2.3

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-25	125.9	122.0	118.3	125.3	1.9	2.1	1.9	1.7
feb-25	126.3	122.3	118.5	125.7	1.6	1.7	1.5	1.5
mar-25	127.3	123.1	119.2	126.6	1.5	1.5	1.3	1.4
apr-25	128.3	124.0	120.4	127.7	1.8	1.8	1.6	1.7
mag-25	128.8	124.7	121.2	128.2	1.8	1.7	1.6	1.8
giu-25	128.9	124.6	121.1	128.2	1.7	1.5	1.3	1.6
lug-25	128.7	124.5	120.9	128.0	1.7	1.7	1.6	1.7
ago-25	128.8	124.5	120.8	128.1	1.7	1.5	1.3	1.6
set-25	129.2	124.8	121.1	128.5	1.7	1.6	1.4	1.7
ott-25	129.6	124.9	121.1	128.9	1.8	1.6	1.4	1.8
nov-25	129.3	124.5	120.6	128.6	2.0	1.7	1.5	1.9
dic-25	129.6	124.8	120.8	128.9	1.9	1.7	1.5	1.8
Media	128.4	124.1	120.3	127.7	1.8	1.7	1.5	1.7

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.

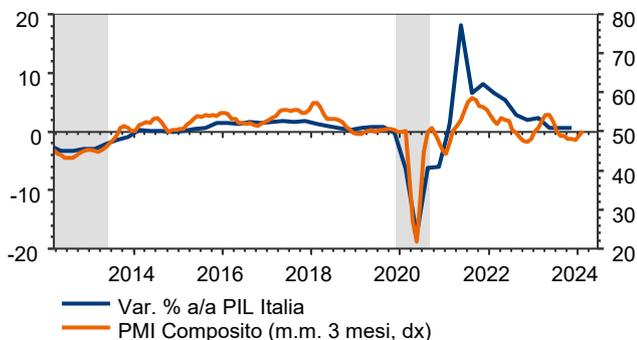
Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024				2025	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.4	1.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	1.2	1.3
- t/t				-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	0.6	0.8	1.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	1.4	-0.3	2.4	0.0	1.0	-1.6	0.4	0.2	0.7	0.8	0.6
Consumi pubblici	0.7	1.0	0.4	0.6	0.6	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-0.9	-0.5	2.9	-1.2	0.0	-0.1	0.2	0.5	0.5	0.9	0.9
Importazioni	-1.4	0.7	2.0	-1.4	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.4	-0.5	-0.4	-0.1	0.5	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.2
Partite correnti (% PIL)	1.5	1.8	2.2								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.0	-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	2.4	1.6	1.8
Produzione industriale (a/a)	-2.3	-0.6	2.4	-4.9	-4.0	-4.0	-1.1	1.1	1.7	3.0	2.5
Disoccupazione (%)	6.5	6.7	6.7	6.5	6.5	6.5	6.8	6.8	6.8	6.8	6.7
Euribor 3 mesi	3.43	3.62	2.48	3.78	3.96	3.91	3.77	3.56	3.23	2.75	2.38

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

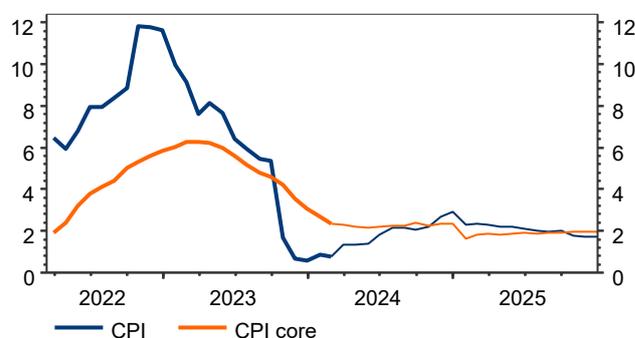
Italia

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	120.1	119.2	119.3	0.9	0.8	0.8	0.8
feb-24	120.4	120.2	119.3	119.3	0.8	0.8	0.8	0.7
mar-24	122.0	120.4	119.5	119.5	1.4	1.3	1.3	1.3
apr-24	123.0	120.9	119.9	119.9	1.4	1.4	1.4	1.3
mag-24	123.5	121.4	120.2	120.2	1.5	1.4	1.4	1.3
giu-24	124.1	121.9	120.7	120.7	1.9	1.8	1.9	1.8
lug-24	122.6	122.3	121.1	121.1	2.3	2.2	2.1	2.0
ago-24	122.8	122.7	121.5	121.5	2.2	2.2	2.1	2.0
set-24	124.7	122.8	121.6	121.6	2.2	2.1	2.0	1.9
ott-24	125.0	122.8	121.5	121.5	2.3	2.2	2.0	1.9
nov-24	124.9	122.7	121.5	121.5	2.8	2.7	2.4	2.4
dic-24	125.3	123.2	122.0	122.0	3.0	2.9	2.7	2.6
Media	123.2	121.8	120.7	120.7	1.9	1.8	1.7	1.7

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	123.1	121.8	121.8	2.6	2.5	2.2	2.1
feb-25	123.5	123.2	121.9	121.9	2.6	2.5	2.2	2.2
mar-25	124.9	123.1	121.8	121.8	2.3	2.3	1.9	1.9
apr-25	125.8	123.6	122.1	122.1	2.3	2.2	1.8	1.8
mag-25	126.3	124.0	122.4	122.4	2.3	2.2	1.8	1.8
giu-25	126.9	124.5	122.9	122.9	2.2	2.1	1.8	1.8
lug-25	125.2	124.8	123.2	123.2	2.1	2.0	1.7	1.7
ago-25	125.3	125.1	123.5	123.5	2.0	1.9	1.6	1.6
set-25	127.3	125.2	123.7	123.7	2.1	2.0	1.7	1.7
ott-25	127.4	125.0	123.3	123.3	1.9	1.8	1.5	1.5
nov-25	127.1	124.8	123.2	123.2	1.8	1.7	1.4	1.4
dic-25	127.6	125.3	123.7	123.7	1.8	1.7	1.4	1.4
Media	125.9	124.3	122.8	122.8	2.2	2.1	1.8	1.8

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)	1.0	0.7	1.2	0.5	0.6	0.2	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2
- t/t				0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
Consumi privati	1.2	0.3	1.3	0.7	-1.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	4.9	2.3	1.6	0.7	2.4	0.0	0.0	0.2	0.4	0.5	0.4
Consumi pubblici	1.2	0.2	0.2	0.1	0.7	-0.5	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
Esportazioni	0.5	2.6	2.7	1.2	1.2	0.2	0.7	0.8	0.8	0.6	0.6
Importazioni	-0.2	-0.3	2.5	-1.9	0.2	-0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.2	-1.1	-0.1	-1.4	0.0	-0.4	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.3	0.8	1.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-4.4	-3.7								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	138.5	139.4								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.9	2.2	5.8	1.0	1.1	1.6	2.2	2.7	2.5	2.2
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	7.4	7.7	7.6	7.4	7.3	7.4	7.5	7.6	7.7	7.7
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.83	4.18	4.18	4.19	3.81	3.89	3.83	3.80	3.73	3.93

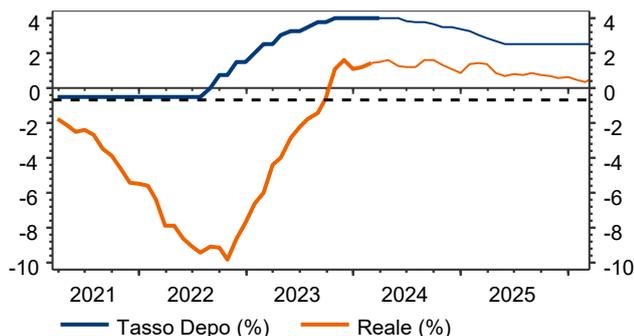
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datstream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	giu	set	dic	14/3	mar	giu	set	dic
Deposit rate	3.50	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	3.25
Euribor 1m	3.40	3.85	3.85	3.86	3.87	3.67	3.46	3.19
Euribor 3m	3.58	3.95	3.91	3.93	3.88	3.67	3.44	3.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

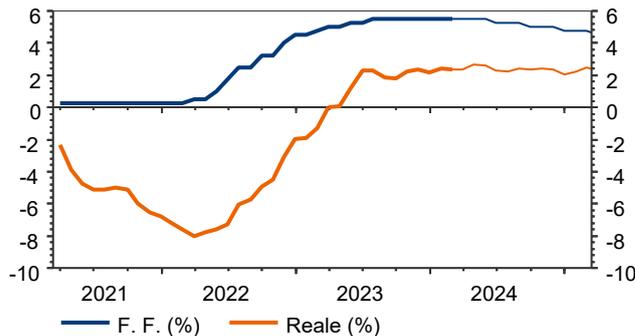


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	giu	set	dic	14/3	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	5.34	5.33	5.11	4.84	4.59

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

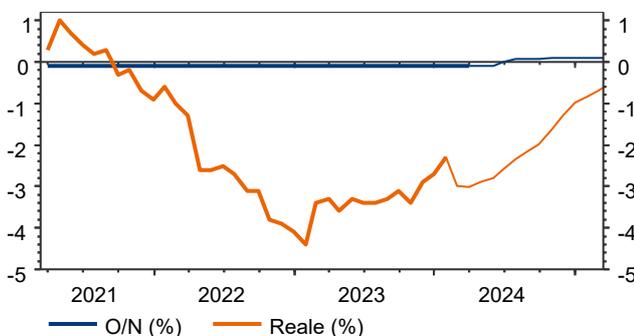


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	giu	set	dic	14/3	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

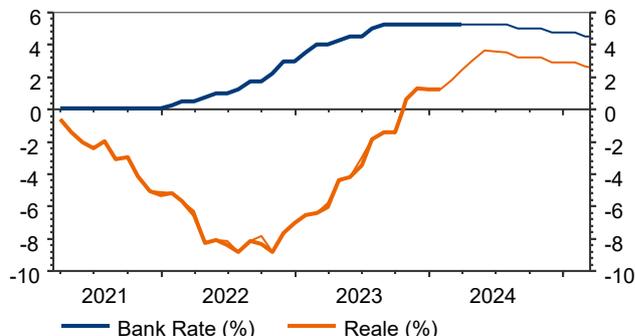


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	giu	set	dic	14/3	mar	giu	set	dic
Bank rate	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75
Libor GBP 3m	5.39	5.41	5.32	5.32	5.30	5.20	4.90	4.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

GBP/USD	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	15/3	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.10	1.05	1.07	1.09	1.07	1.0894	1.07	1.10	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	118	133	148	142	150	148.68	151	143	135	130	125
GBP/USD	1.31	1.20	1.24	1.27	1.26	1.2754	1.27	1.28	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.03	0.97	0.96	0.95	0.95	0.9620	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	130	140	158	155	161	162.00	163	157	150	146	143
EUR/GBP	0.84	0.87	0.86	0.86	0.86	0.8539	0.85	0.85	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