

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

In Francia, domenica 30 giugno si terrà il primo turno delle elezioni legislative: in base ai sondaggi, il rischio più probabile almeno nel breve termine è quello di ingovernabilità più che di immediata deriva populista; la Francia, assieme a Italia e Belgio, è tra i Paesi soggetti a procedura per deficit eccessivo e per i quali il consolidamento fiscale è più problematico. I PMI di giugno nell'area euro hanno fatto segnare una battuta d'arresto, riteniamo transitoria, per l'attività economica, ma i rischi sullo scenario di graduale rafforzamento della ripresa europea restano a nostro avviso contenuti. Negli USA, i dati reali di maggio hanno mostrato un miglioramento rispetto ad aprile, ma la tendenza a nostro avviso resta di graduale rallentamento, sia per il ciclo che per i prezzi (la settimana prossima sarà diffuso il PCE di maggio). Le proiezioni del CBO hanno confermato i rischi al rialzo sul sentiero del debito, specie in caso di proroga dei tagli fiscali in scadenza a fine 2025.

**Area euro. In Francia, in vista del primo turno delle elezioni legislative domenica 30 giugno, non è scontato che i rischi per la sostenibilità del debito siano ulteriormente aggravati dalla crisi politica.** I sondaggi suggeriscono che il *Rassemblement National* difficilmente conseguirà la maggioranza assoluta dei seggi all'Assemblea Nazionale, e il suo leader ha già indicato che in tal caso si rifiuterebbe di guidare un esecutivo destinato a essere bocciato da mozioni di censura nel giro di pochi mesi, se non di settimane. Per questo si ipotizza ora che la Francia potrebbe imboccare la via di un governo tecnico "all'italiana" o, meno ambiziosamente, di un governo *d'affaires courantes* per traghettare il Paese verso un nuovo voto nella seconda metà del 2025 o nel 2026 (il presidente non può sciogliere l'Assemblea per 12 mesi). La prima opzione richiede un consenso tra le forze politiche per andare al di là dell'ordinaria amministrazione, come l'esperienza italiana insegna, e ciò sembra molto difficile da conseguire nel contesto polarizzato che è visto emergere dal voto. Inoltre, il caso italiano ha mostrato come tale strategia può alimentare il consenso per i partiti populistici, rinviando solo di pochi anni il passaggio di testimone.

**In assenza di una maggioranza politica, sarà molto difficile approvare un budget per il 2025 e la Francia potrebbe essere costretta all'esercizio provvisorio** (cioè ad applicare il budget 2024 anche al 2025, in base al *systeme des douzièmes provisoires*) o alla cosiddetta *adoption par ordonnance* in base all'art. 47 della Costituzione, che potrebbe consentire di rinviare il voto parlamentare per mesi – ma non per sempre – se il Parlamento non si pronuncia in prima lettura entro 70 giorni dalla presentazione della proposta della legge di bilancio. In realtà, non è chiaro se la prima possibilità renderebbe più problematico o più agevole il rispetto delle regole fiscali (la crescita della spesa nominale sarebbe pressoché azzerata, mentre le entrate continuerebbero a crescere). In effetti, a nostro avviso, **il problema della crisi politica in corso è più la paralisi della programmazione che ne conseguirà, che il rischio immediato di una stagione di "folle populiste"**.

**Nel frattempo, per la Francia, oltre che per Italia, Belgio, Polonia, Ungheria, Slovacchia e Malta, la Commissione ha comunicato che intende proporre al Consiglio di aprire una procedura per disavanzo eccessivo** in luglio. Per i Paesi sotto "braccio correttivo" del nuovo Patto di Stabilità, l'aggiustamento richiesto sul deficit strutturale (come nel vecchio quadro regolatorio) è pari ad almeno mezzo punto di PIL all'anno; inoltre, durante il periodo transitorio sino al 2027, sarà possibile detrarre da tale correzione l'incremento della spesa per interessi registrato rispetto all'anno precedente. Per l'Italia, rispetto al quadro a legislazione vigente presentato nel DEF di aprile (che includeva un deficit nominale 2025 al 3,7% del PIL), sembrano esserci spazi di allentamento per qualche decimo di PIL: vista la necessità di trovare coperture per misure da rifinanziare per circa 20 miliardi (quasi un punto di PIL), **è possibile che nel piano fiscale strutturale da presentare entro il 20 settembre il governo possa rivedere al rialzo il target sul disavanzo per l'anno prossimo; stimiamo che il limite massimo compatibile con le regole UE sia un deficit attorno al 4%**, il che richiede comunque che siano trovate risorse per 12-15 miliardi. Per la Francia, le

21 giugno 2024

Nota Settimanale

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

Paolo Mameli  
Economista

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

Mario Di Marcantonio  
Economista - USA

International Research Network

Silvia Guizzo  
Economista – Asia Ex Giappone

proiezioni della Commissione a legislazione vigente vedono un miglioramento del deficit strutturale di appena un decimo l'anno prossimo, un percorso che non appare coerente con il quadro regolatorio UE, il cui rispetto sarà condizionato e verosimilmente complicato dalle evoluzioni politiche di cui sopra. **Il pacchetto di primavera della Commissione comprende anche la valutazione della situazione macroeconomica** di 12 Stati membri (che ha visto Francia, Spagna e Portogallo uscire dalla procedura per squilibrio macroeconomico, con Italia e Grecia che hanno registrato progressi) **e le raccomandazioni per Paese** (che, nel caso dell'Italia, includono le richieste di ridurre il cuneo fiscale, di procedere alla riforma del catasto, di accelerare l'implementazione del PNRR, di definire misure per mitigare il declino demografico e una politica industriale che riduca le divergenze regionali, di riprendere la mancata liberalizzazione delle concessioni balneari). Le raccomandazioni specifiche saranno ora discusse dall'Ecofin e poi presentate al Consiglio Europeo per l'approvazione definitiva; gli Stati saranno invitati ad attuarle da luglio. Nel frattempo, **la Commissione presenterà ai governi nazionali le traiettorie di sostenibilità del debito (che non saranno rese pubbliche) a partire dalle quali ricavare un percorso coerente della spesa primaria netta da includere nel piano pluriennale di 4 anni (o 7 in caso di implementazione di investimenti e riforme) che deve essere presentato entro il 20 settembre**. Solo in autunno Bruxelles specificherà in via definitiva l'ammontare dell'aggiustamento di bilancio richiesto per ciascun Paese dal nuovo quadro di governo economico.

**Per quanto concerne l'evoluzione del ciclo, la principale novità questa settimana sono stati i dati inferiori alle attese sui PMI flash di giugno: l'indicatore composito per l'area euro è calato a 50,8 da 52,2 precedente**, ai minimi da marzo ma su livelli comunque superiori alla media dei primi cinque mesi dell'anno. **Le altre indagini hanno dato segnali meno negativi: l'INSEE francese è rimasto stabile** a 99 a giugno, sia per quanto riguarda l'indicatore composito di fiducia delle imprese che il morale manifatturiero, **e lo ZEW tedesco ha visto un ulteriore miglioramento, sia pur lieve, delle aspettative per i prossimi 6 mesi** (ai massimi dallo scoppio della guerra in Ucraina), **anche se la situazione corrente è tornata a peggiorare** (dopo tre mesi di recupero) e resta su valori assai negativi. **Infine, la fiducia dei consumatori secondo l'indagine della Commissione UE ha fatto segnare un ulteriore, sia pur modesto, recupero (il quinto consecutivo)**, pur rimanendo su livelli inferiori alla media storica.

**La tornata di indici di fiducia di giugno si completerà la settimana prossima con le rimanenti indagini nazionali e con la survey della Commissione Europea. Nel complesso, i segnali dovrebbero essere coerenti con un ciclo in stabilizzazione e non ancora in chiara accelerazione:** l'indice composito di fiducia economica ESI potrebbe risultare poco mosso a 96,2 da un precedente 96; l'IFO tedesco è visto a 89,6 da 89,3; in Italia le indagini Istat sono attese mostrare un incremento della fiducia dei consumatori a 97 da un precedente 96,4 a fronte di un morale manifatturiero che potrebbe salire in misura più contenuta, a 88,7 da 88,4. Infine, la crescita di M3 potrebbe accelerare di un decimo a 1,4% a/a a maggio (la dinamica dell'aggregato più ristretto M1, seppur oltre il punto di minimo, rimane in territorio ampiamente negativo, e i dati sui prestiti non mostrano segnali di ripartenza del ciclo del credito). Nel complesso, **a meno di una significativa escalation con conseguente aumento della volatilità sui mercati finanziari, non pensiamo che le recenti evoluzioni politiche possano rappresentare un rischio significativo sul percorso di graduale consolidamento della ripresa europea:** almeno nel breve termine, il principale driver continuerà ad essere rappresentato dal recupero dei redditi sia nominali che reali delle famiglie, che, con ritardo e sia pur frenato da una possibile risalita della propensione al risparmio, dovrebbe favorire una ripartenza dei consumi privati.

**Infine, la settimana prossima inizieranno a essere diffusi i dati sui prezzi al consumo nei principali Paesi dell'area euro in giugno:** vediamo una salita in Italia, da 0,8% a 1% a/a sull'indice NIC e a 1,1% sulla misura armonizzata UE, mentre in Francia è possibile un calo marginale (a 2,2% sull'indice nazionale e a 2,5% sull'armonizzato). Tali dati dovrebbero essere coerenti con un'inflazione Eurozona in diminuzione di appena un decimo a 2,5% da 2,6% (con qualche rischio al rialzo); in generale, **riteniamo che l'inflazione nell'area euro possa risultare poco variata in**

**giugno e luglio, e che il processo disinflattivo possa riprendere in misura più decisa da agosto (il che potrebbe preludere a un nuovo taglio dei tassi da parte della BCE nella riunione di settembre).**

**Stati Uniti. Le indicazioni congiunturali della settimana hanno evidenziato un recupero nei dati reali di maggio rispetto ai segnali di debolezza visti in aprile, sia per le vendite al dettaglio** (l'aggregato "control group", il più correlato ai consumi di contabilità nazionale, ha fatto segnare un rimbalzo di 0,4% m/m, ma il dato precedente è stato rivisto al ribasso a -0,5%) **che per la produzione industriale** (tornata a crescere, più del previsto, di 0,9% m/m dopo la stagnazione di aprile). **I segnali dalle indagini di giugno sono stati misti**, con l'indice Empire Manufacturing in recupero oltre le attese (a -6 da -15,6 di maggio), mentre il Philly Fed è rallentato a sorpresa a 1,3 da 4,5 precedente. **Indicazioni negative sono giunte dal mercato immobiliare**: l'indice di fiducia dei costruttori NAHB è calato a 43 a giugno, il livello più basso da gennaio, e a maggio si è registrata una flessione più ampia del previsto sia per i nuovi cantieri residenziali che per le licenze edilizie.

**Dopo il FOMC di giugno, i membri della Fed sono tornati a esprimere le loro opinioni, che in media sembrano segnalare una maggiore fiducia nel completamento del processo disinflattivo.** Tra i non votanti, Kashkari (Minneapolis Fed), Musalem (St. Louis Fed) e Logan (Dallas Fed) mantengono posizioni relativamente hawkish, auspicando ulteriori dati positivi sull'inflazione per cambiare rotta sui tassi. Più possibilisti i votanti Williams (NY Fed), Barkin (Richmond Fed) e Kugler (Board), che hanno espresso fiducia nei progressi sul fronte dei prezzi; Mester (Cleveland Fed) ha dichiarato che sarebbe appropriato non attendere troppo prima di tagliare i tassi. Anche i non votanti Collins (Boston Fed) e Goolsbee (Chicago Fed) hanno espresso ottimismo in merito al percorso di avvicinamento dell'inflazione verso l'obiettivo (Goolsbee ha definito "eccellenti" i dati recenti sui prezzi).

Il **CBO** ha confermato che **il deficit nel 2024 si attesterà al 7% del PIL**, mentre per l'anno prossimo è atteso solo un modesto miglioramento, al 6,5%. Tuttavia, il disavanzo è atteso in risalita negli anni successivi (al 6,9% del PIL entro il 2034). **Senza correzioni, il debito detenuto dal settore pubblico è destinato a salire sino al 122% del PIL nel 2034** (stima rivista al rialzo dal 116% precedente). Le stime si basano sulle attuali leggi di bilancio e di spesa, e dunque presumono che i tagli fiscali approvati dai Repubblicani nel 2017 scadano alla fine del 2025: **se questi tagli dovessero diventare permanenti, si aggiungerebbero altri 4 mila miliardi di dollari al deficit cumulato di oltre 22 mila miliardi previsto dal 2025 al 2034**. Chiunque sarà il Presidente risultante dal voto del prossimo 5 novembre, la principale sfida sarà conciliare le promesse elettorali con il tema della sostenibilità del debito: Biden, se rieletto, potrebbe avviare un percorso di graduale riduzione del debito attraverso un piano di aumenti di imposte, mentre Trump pare orientato a finanziare la proroga dei tagli fiscali attraverso aumenti delle tariffe commerciali.

**Il focus della prossima settimana negli Stati Uniti sarà il dato sul deflatore dei consumi di maggio**, atteso stabile sull'indice headline e in crescita di appena un decimo sul core (entrambe le misure sono attese in rallentamento su base annua, a 2,6% da 2,7% e a 2,6% da 2,8% rispettivamente); **i numeri su reddito e spesa personale dovrebbero mostrare una modesta accelerazione** (a 0,4% m/m per il reddito e a 0,3% m/m per la spesa). La fiducia dei consumatori (survey del Conference Board) è attesa in calo a giugno, da 102 a 100. Gli ordini di beni durevoli sono visti fermi a maggio, e al netto dei trasporti è attesa una decelerazione a 0,1% m/m dopo lo 0,4% di aprile. Le vendite di nuove case potrebbero aumentare a 650 mila unità a maggio, dalle 634 mila di aprile. La stima finale del PIL del primo trimestre potrebbe mostrare una revisione all'1,5% t/t annualizzato, dall'1,3% della seconda stima. Infine, il deficit della bilancia commerciale è atteso in riduzione a maggio, a -95,5 miliardi di dollari dai -99,4 miliardi di aprile. **Nel complesso, i dati della prossima settimana dovrebbero confermare i recenti segnali di moderazione sia del ciclo che dei prezzi, fornendo maggiore evidenza a favore di un primo taglio dei tassi della Fed a settembre come nel nostro scenario centrale.**

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (24 – 30 giugno)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso
Lun 24/6	06:30	OLA	PIL t/t finale	*	T1	prel -0.1	%
	10:00	GER	IFO (attese)		giu	90.4	91.0
	10:00	GER	IFO (sit. corrente)		giu	88.3	88.4
	10:00	GER	IFO	**	giu	89.3	89.7
	15:00	BEL	Indice ciclico BNB		giu	-11.0	
Mar 25/6	08:00	GB	PIL t/t finale		T1	prel 0.6	% 0.6
	09:00	SPA	PIL t/t finale	*	T1	prel 0.7	%
	15:00	USA	C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a		apr	7.4	%
	15:00	USA	Indice dei prezzi delle case m/m		apr	0.1	%
	16:00	USA	Fiducia consumatori (CB)	*	giu	102.0	100.0
Mer 26/6	08:00	GER	Fiducia consumatori		lug	-20.9	-20.0
	08:45	FRA	Fiducia consumatori		giu	90	
	16:00	USA	Vendite di nuove case (mln ann.)	*	mag	0.634	Mln 0.650
Gio 27/6	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		mag	2.0 (2.4)	% 2.0
	10:00	ITA	Fiducia consumatori		giu	96.4	
	10:00	ITA	Fiducia delle imprese manif.	**	giu	88.4	
	10:00	EUR	M3 dest. a/a	*	mag	1.3	% 1.6
	11:00	EUR	Fiducia industria		giu	-9.9	
	11:00	EUR	Fiducia consumatori finale		giu	prel -14.0	
	11:00	EUR	Fiducia servizi		giu	6.5	
	11:00	EUR	Indice di fiducia economica	**	giu	96.0	
	11:00	ITA	PPI a/a	0	mag	-5.9	%
	11:00	ITA	PPI m/m	0	mag	-0.9	%
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.828	Mln
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	238	x1000
	14:30	USA	Deflatore consumi core t/t finale		T1	prel 3.6	%
	14:30	USA	PIL, deflatore t/t ann. finale		T1	prel 3.1	%
	14:30	USA	PIL t/t ann. finale		T1	prel 1.3	% 1.3
	14:30	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	*	mag	0.4	%
	14:30	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	*	mag	0.7	% 0.3
	14:30	USA	Bilancia commerciale dei beni prelim		mag	-99.4	Mld \$
	Ven 28/6	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		mag	2.6
01:30		GIA	Job to applicant ratio		mag	1.3	1.3
01:50		GIA	Produzione industriale m/m prelim		mag	-0.9	% 2.0
08:00		GER	Prezzi import a/a		mag	-1.7	%
08:00		GER	Vendite al dettaglio a/a		mag	-0.6	%
08:00		GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mag	-1.2	%
08:45		FRA	Spese per consumi m/m	**	mag	-0.8	%
08:45		FRA	IPCA a/a prelim	*	giu	2.6	%
09:00		SPA	IPCA a/a prelim		giu	3.8	%
09:55		GER	Variazione n° disoccupati	*	giu	25	x1000 15
09:55		GER	Tasso di disoccupazione		giu	5.9	% 5.9
10:00		ITA	Fatturato industriale a/a		apr	-5.1	%
10:00		ITA	Fatturato industriale m/m		apr	-2.9	%
11:00		ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	giu	0.3	%
11:00		ITA	IPCA a/a prelim	*	giu	0.8	%
11:00		ITA	IPCA m/m prelim	**	giu	0.3	%
11:00		ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	giu	0.8	%
12:00		ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		mag	4.9	Mld €
14:30		USA	Deflatore consumi (core) a/a	*	mag	2.8	%
14:30		USA	Redditi delle famiglie m/m		mag	0.3	% 0.4
14:30		USA	Deflatore consumi a/a	*	mag	2.7	%
14:30		USA	Deflatore consumi (core) m/m	*	mag	0.2	%
14:30		USA	Spesa per consumi (nominale) m/m	*	mag	0.2	% 0.3
15:45	USA	PMI (Chicago)	*	giu	35.4		
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) finale		giu	prel 65.6		
Dom 30/6	03:30	CN	PMI composito - Caixin		giu	51.0	
	03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	giu	49.5	
	03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		giu	51.1	

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione.

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

**Calendario degli eventi (24 – 30 giugno)**

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	24/6	09:00	USA	Discorso di Waller (Fed)
		12:10	EUR	Discorso di Nagel (BCE)
		14:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		17:30	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		20:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
Mar	25/6	11:00	EUR	Discorso di Stournaras (BCE)
		13:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
		18:00	USA	Discorso di Cook (Fed)
		20:15	USA	Discorso di Bowman (Fed)
			EUR	Discorso di Nagel (BCE)
Mer	26/6	11:30	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		12:00	EUR	Discorso di Panetta (BCE)
		12:40	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		13:45	EUR	Discorso di Kazaks (BCE)
Gio	27/6	UE	* Consiglio europeo	
Ven	28/6	12:00	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		12:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		18:00	USA	Discorso di Bowman (Fed)
			UE	* Consiglio europeo
Dom	30/6	15:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
			FRA	* Elezioni legislative - primo turno

Note: (\*\*) molto importante; (\*) importante. Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
Indice Empire Manufacturing	giu	-15.6		-10.0	-6.0	
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	mag	-0.1	(0.2)	%	0.2	-0.1
Vendite al dettaglio m/m	mag	-0.2	(0.0)	%	0.3	0.1
Produzione industriale m/m	mag	0.0		%	0.3	0.9
Impiego capacità produttiva	mag	78.2	(78.4)	%	78.6	78.7
Scorte delle imprese m/m	apr	-0.1		%	0.3	0.3
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	apr	102.6	(100.5)	Mld \$		123.1
Indice Mercato Immobiliare NAHB	giu	45			45	43
Richieste di sussidio	settim	243	(242)	x1000	235	238
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.813	(1.820)	Mln	1.805	1.828
Saldo partite correnti	T1	-221.8	(-194.8)	Mld \$	-206.4	-237.6
Licenze edilizie	mag	1.440		Mln	1.450	1.386
Nuovi cantieri residenziali	mag	1.352	(1.360)	Mln	1.370	1.277
Indice Philadelphia Fed	giu	4.5			5.0	1.3
Markit PMI Manif. prelim.	giu	51.3			51.0	
Markit PMI Servizi prelim.	giu	54.8			53.7	
Markit PMI Composito prelim.	giu	54.5				
Indice anticipatore m/m	mag	-0.6		%	-0.3	
Vendite di case esistenti (mln ann.)	mag	4.14		Mln	4.10	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	Costo del lavoro Eurozona	T1	3.4	%		5.1
EUR	CPI a/a finale	mag	2.6	%	2.6	2.6
EUR	CPI m/m finale	mag	0.6	%	0.2	0.2
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	mag	2.9	%	2.9	2.9
EUR	Fiducia consumatori flash	giu	-14.3		-13.6	-14.0
EUR	PMI servizi prelim	giu	53.2		53.5	52.6
EUR	PMI composito prelim	giu	52.2		52.5	50.8
EUR	PMI manifatturiero prelim	giu	47.3		47.9	45.6
FRA	Fiducia imprese manifatturiere	giu	99		100	99
FRA	PMI servizi prelim	giu	49.3		50.0	48.8
FRA	PMI manifatturiero prelim	giu	46.4		46.8	45.3
GER	ZEW (Sit. corrente)	giu	-72.3		-65.0	-73.8
GER	ZEW (Sentiment econ.)	giu	47.1		49.8	47.5
GER	PPI a/a	mag	-3.3	%	-2.0	-2.2
GER	PPI m/m	mag	0.2	%	0.3	0.0
GER	PMI servizi prelim	giu	54.2		54.4	53.5
GER	PMI manifatturiero prelim	giu	45.4		46.4	43.4
ITA	IPCA a/a finale	mag	0.8	%	0.8	0.8
ITA	IPCA m/m finale	mag	0.2	%	0.2	0.2
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	mag	0.2	%	0.2	0.2
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	mag	0.8	%	0.8	0.8

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**PMI area euro: battuta d'arresto a giugno.** Il PMI composito dell'area dell'euro è sceso inaspettatamente a giugno, a 50,8 dal precedente 52,2, un minimo di 3 mesi. La fiducia è peggiorata sia nella manifattura (45,6 da 47,3) che nei servizi (52,6 da 53,2) ed è ora coerente con la nostra previsione di rallentamento della crescita del PIL allo 0,2% t/t nel 2° trimestre. Le pressioni sui prezzi si sono ulteriormente attenuate ma rimangono elevate, soprattutto nei servizi.

**Giappone**

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale	mag	-465.6	(-462.5) Mld ¥ JP	-1313.7	-1221.3
CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	mag	2.2	%	2.6	2.5
CPI (naz.) a/a	mag	2.5	%		2.8
PMI manifatturiero prelim	giu	50.4			50.1

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Cina**

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Produzione industriale cumulata a/a	mag	6.3	%		6.2
Vendite al dettaglio cumulate a/a	mag	4.13	%		4.05
Investimenti fissi urbani cumulati a/a	mag	4.2	%	4.2	4.0
Produzione industriale a/a	mag	6.7	%	6.0	5.6
Vendite al dettaglio a/a	mag	2.3	%	3.0	3.7
Tasso prime rate a 1 anno	giu	3.45	%		3.45
Tasso prime rate a 5 anni	giu	3.95	%		3.95

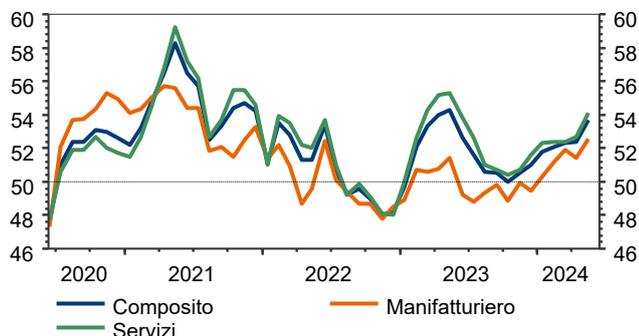
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv-Datastream

**Cina: dati di maggio 2024.** I dati di maggio hanno sorpreso al ribasso ad eccezione delle vendite al dettaglio. Nel complesso segnalano una ripresa economica ancora disomogenea, in cui gli investimenti nell'industria avanzata e nel manifatturiero, sostenuti dalle politiche governative, restano solidi mentre le condizioni nel mercato immobiliare rimangono critiche nonostante le [ulteriori misure di sostegno varate](#) recentemente, che dovranno verosimilmente essere rafforzate. I segnali di ripresa dei consumi restano ancora deboli seppur incoraggianti per il raggiungimento del target di crescita del PIL.

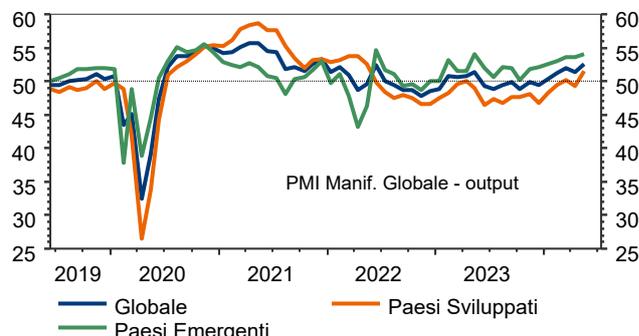
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



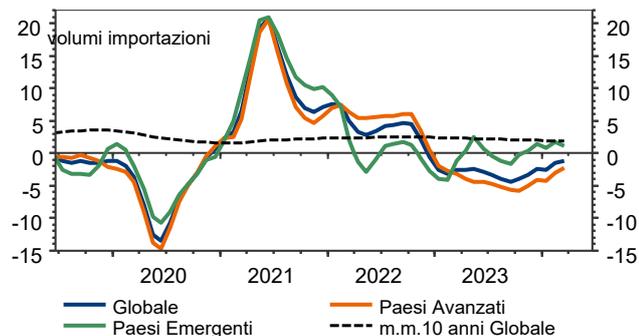
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



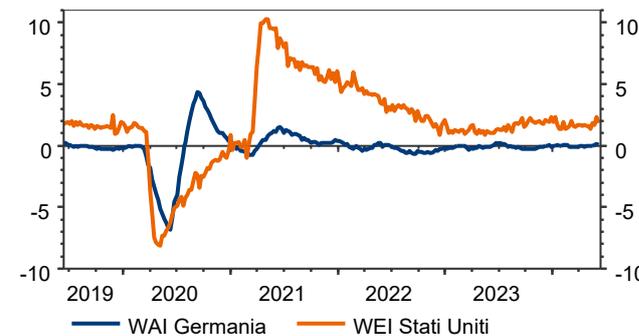
Fonte: S&P Global

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



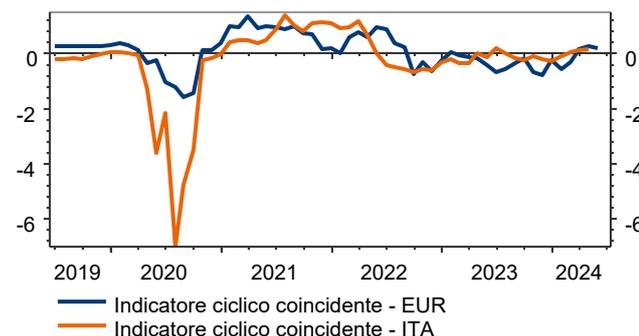
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



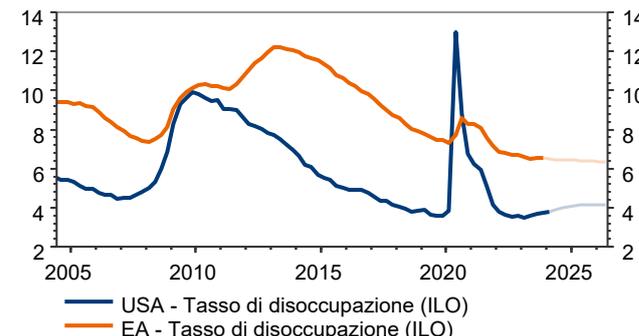
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

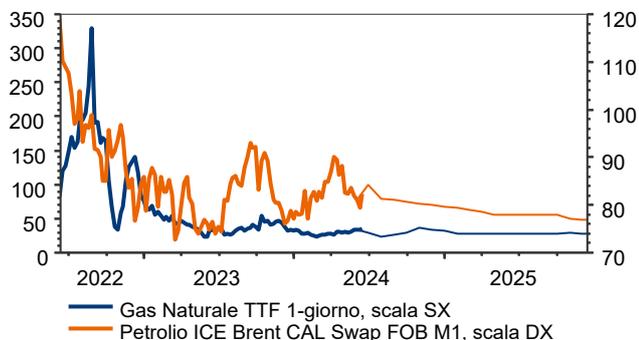
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

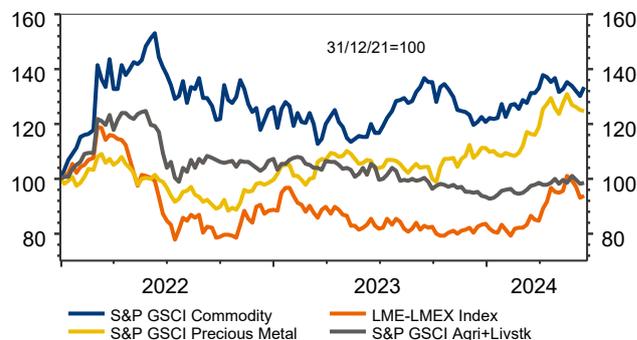
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



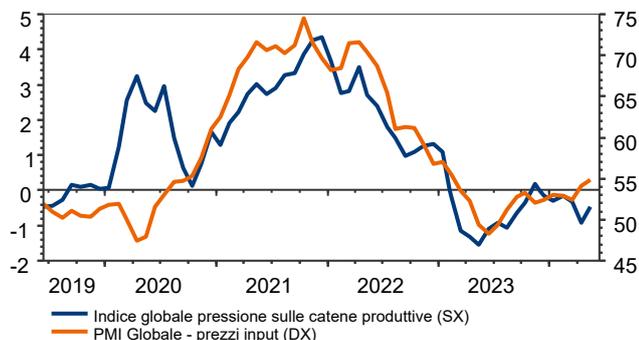
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



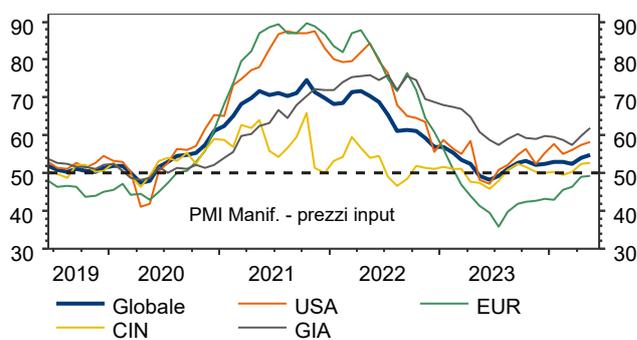
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



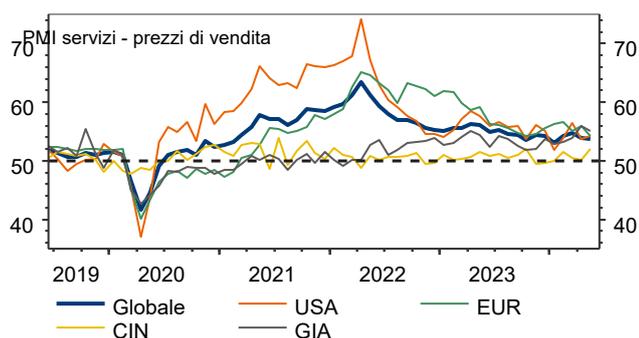
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



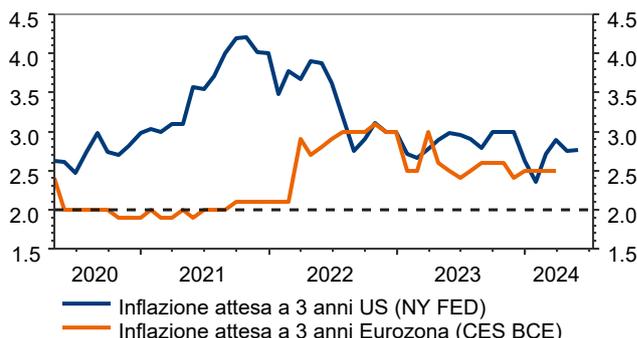
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

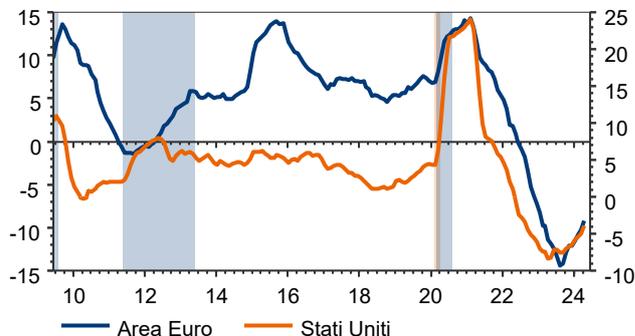
## Condizioni Finanziarie

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



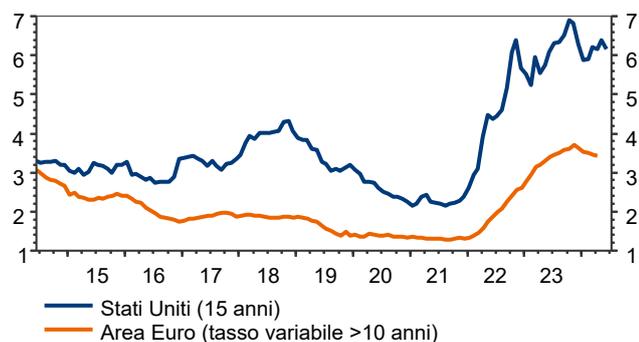
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



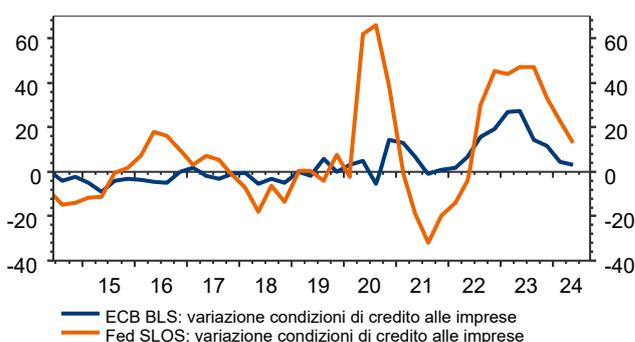
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



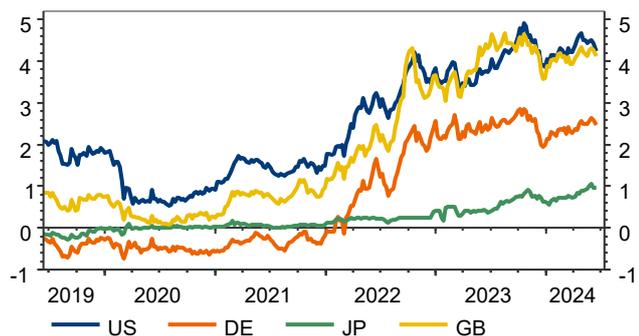
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



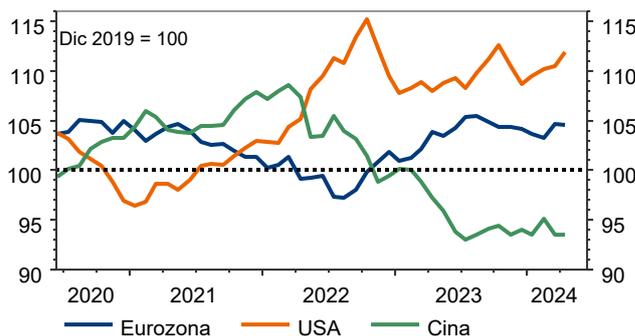
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: Refinitiv-Datastream

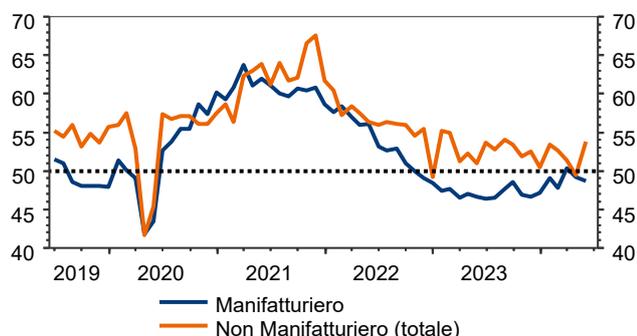
### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

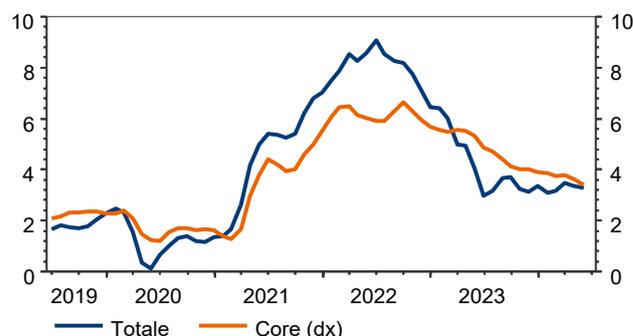
## Stati Uniti

### Indagini ISM



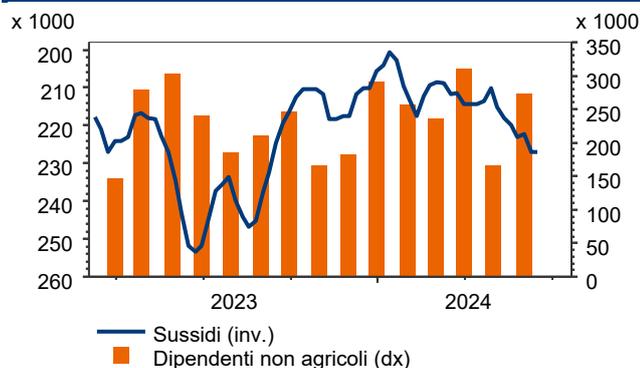
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



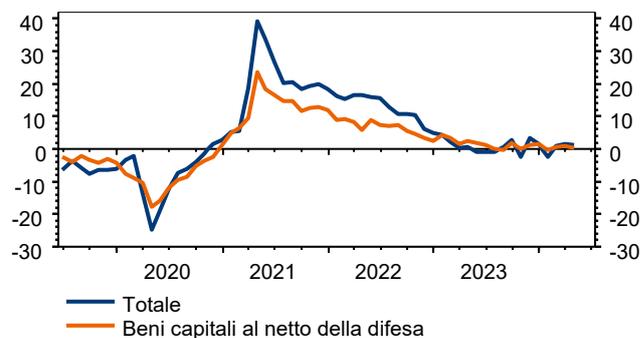
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

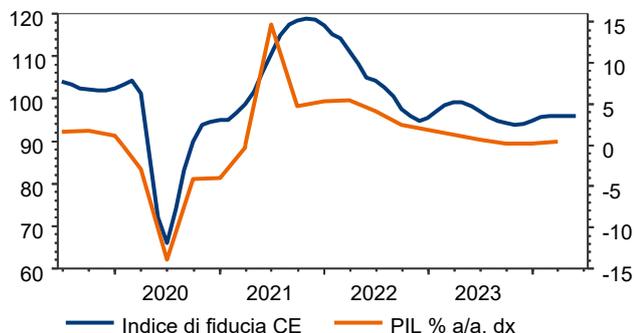
### Previsioni

	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	2.9	2.7	1.8	1.3	1.4	1.7
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.4	1.3	1.4	1.2	1.3	1.8	2.4
Consumi privati	2.2	2.2	1.9	3.1	3.3	2.0	1.4	2.3	1.5	1.9	2.0
IFL - privati non residenziali	4.5	3.6	5.8	1.4	3.7	3.3	2.5	4.5	6.2	6.2	6.6
IFL - privati residenziali	-10.6	5.3	1.4	6.7	2.8	15.4	1.0	1.2	1.0	1.5	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.1	2.4	1.2	5.8	4.6	1.3	0.8	1.0	1.0	1.3	1.5
Esportazioni	2.6	2.0	3.6	5.4	5.1	1.2	1.1	2.7	3.1	3.5	4.2
Importazioni	-1.7	4.0	6.6	4.2	2.2	7.7	3.1	5.5	7.0	7.9	6.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	-0.1	0.1	1.1	-0.4	-0.5	0.3	-0.5	0.0	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.0	-3.0	-3.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.9	-7.2	-7.2								
Debito pubblico (% PIL)	138.9	139.4	141.0								
CPI (a/a)	4.1	3.1	2.1	3.5	3.2	3.2	3.3	2.9	2.8	2.4	1.9
Produzione industriale	0.2	0.2	1.9	0.4	-0.5	-0.4	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5
Disoccupazione (%)	3.6	4.0	4.1	3.7	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.1	4.2

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

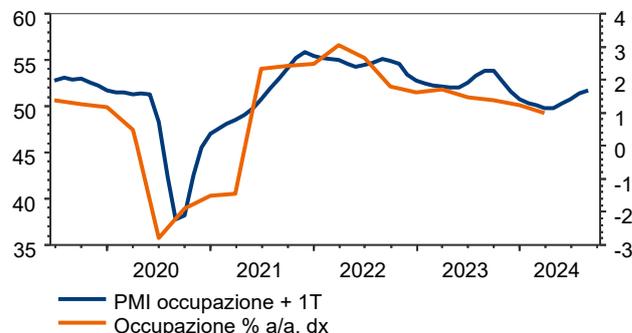
## Area euro

### 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	123.9	2.6	3.3	3.1	2.4
mar-24	125.3	121.3	118.1	124.9	2.4	3.1	2.9	2.3
apr-24	126.0	122.1	119.0	125.6	2.4	2.8	2.7	2.3
mag-24	126.3	122.6	119.5	125.8	2.6	2.9	2.9	2.5
giu-24	126.6	122.9	119.6	126.0	2.5	2.8	2.6	2.3
lug-24	126.3	122.7	119.2	125.7	2.4	2.6	2.4	2.2
ago-24	126.5	122.7	119.3	125.9	2.0	2.3	2.2	1.8
set-24	126.8	122.9	119.5	126.2	1.9	2.3	2.1	1.7
ott-24	127.0	123.0	119.6	126.4	2.0	2.2	1.9	1.8
nov-24	126.5	122.5	118.9	125.9	2.2	2.2	2.0	2.0
dic-24	126.9	122.8	119.2	126.3	2.3	2.2	1.7	2.1
<b>Media</b>	<b>126.0</b>	<b>122.1</b>	<b>118.7</b>	<b>125.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>

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

### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-25	126.1	121.9	118.4	125.4	2.0	2.0	2.0	1.9
feb-25	126.4	122.2	118.7	125.7	1.6	1.6	1.6	1.5
mar-25	127.4	123.3	119.4	126.7	1.7	1.6	1.0	1.5
apr-25	128.6	124.6	120.5	127.9	2.0	2.0	1.3	1.9
mag-25	128.9	124.9	121.4	128.2	2.1	1.9	1.6	1.9
giu-25	128.6	125.0	121.2	127.9	1.6	1.6	1.3	1.5
lug-25	128.5	124.9	121.0	127.8	1.8	1.8	1.6	1.7
ago-25	128.7	124.7	120.9	128.0	1.7	1.6	1.3	1.7
set-25	129.0	125.0	121.2	128.3	1.8	1.7	1.4	1.7
ott-25	129.2	125.1	121.2	128.4	1.7	1.7	1.4	1.6
nov-25	128.8	124.7	120.7	128.1	1.8	1.8	1.5	1.8
dic-25	129.2	125.0	121.0	128.4	1.7	1.8	1.5	1.7
<b>Media</b>	<b>128.3</b>	<b>124.3</b>	<b>120.5</b>	<b>127.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>

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

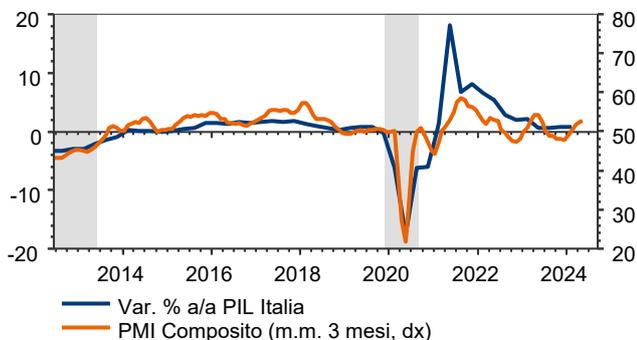
### Previsioni

	2023	2024	2025								
				2023	2024			2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.6	0.7	1.3	0.2	0.2	0.4	0.5	0.7	1.1	1.2	1.3
- t/t				0.0	-0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
Consumi privati	0.6	1.0	1.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Investimenti fissi	1.5	-0.5	1.6	0.1	0.8	-1.5	0.4	0.0	0.3	0.4	0.5
Consumi pubblici	1.0	1.2	0.7	0.7	0.6	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Esportazioni	-0.6	1.3	2.6	-1.3	0.2	1.4	0.2	0.8	0.5	0.7	0.7
Importazioni	-1.2	0.2	2.8	-1.6	0.6	-0.3	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.6	0.0	-0.4	-0.3	-0.3	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Partite correnti (% PIL)	1.6	1.8	1.9								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-2.8	-2.4								
Debito pubblico (% PIL)	88.6	88.7	88.4								
Prezzi al consumo (a/a)	5.4	2.3	1.8	5.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.2	1.8	1.9
Produzione industriale (a/a)	-2.2	-1.8	2.4	-4.8	-4.0	-4.7	-2.9	-0.4	0.8	2.3	2.7
Disoccupazione (%)	6.6	6.5	6.4	6.6	6.5	6.5	6.4	6.4	6.5	6.5	6.4
Euribor 3 mesi	3.43	3.66	2.59	3.78	3.96	3.92	3.80	3.60	3.31	2.84	2.49

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

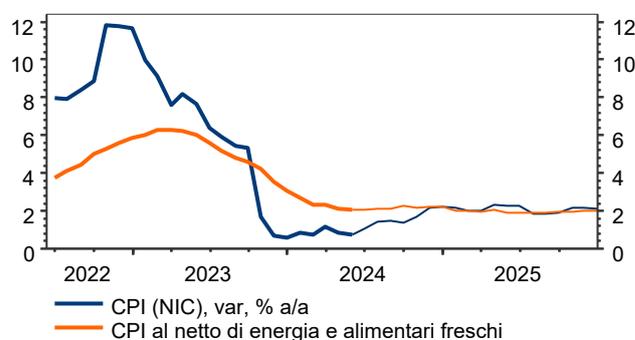
## Italia

## 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
aen-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	121.8	120.2	119.3	119.4	1.2	1.2	1.1	1.2
apr-24	122.4	120.3	119.3	119.3	0.9	0.8	0.8	0.8
mag-24	122.7	120.6	119.5	119.5	0.8	0.8	0.8	0.8
giu-24	123.1	120.9	119.8	119.8	1.1	1.0	1.1	1.0
lug-24	121.7	121.4	120.2	120.2	1.5	1.4	1.3	1.3
ago-24	121.9	121.8	120.6	120.6	1.5	1.4	1.3	1.3
set-24	123.8	121.9	120.7	120.7	1.4	1.3	1.3	1.2
ott-24	124.4	122.1	120.8	120.8	1.8	1.7	1.4	1.3
nov-24	124.2	122.1	120.8	120.8	2.2	2.2	1.9	1.8
dic-24	124.4	122.3	121.1	121.1	2.2	2.2	1.9	1.9
<b>Media</b>	<b>122.6</b>	<b>121.2</b>	<b>120.1</b>	<b>120.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
aen-25	123.0	122.6	121.3	121.3	2.2	2.1	1.8	1.7
feb-25	122.9	122.6	121.3	121.3	2.1	2.0	1.7	1.7
mar-25	124.4	122.7	121.4	121.3	2.2	2.1	1.8	1.6
apr-25	125.5	123.3	121.8	121.7	2.5	2.5	2.1	2.0
mag-25	125.7	123.5	121.9	121.8	2.4	2.4	2.0	1.9
giu-25	126.1	123.8	122.2	122.1	2.4	2.4	2.0	1.9
lug-25	124.1	123.7	122.1	122.0	2.0	1.9	1.6	1.5
ago-25	124.2	124.1	122.5	122.4	1.9	1.9	1.6	1.5
set-25	126.2	124.1	122.6	122.5	1.9	1.8	1.6	1.5
ott-25	127.0	124.7	123.0	122.9	2.2	2.1	1.8	1.7
nov-25	127.0	124.7	123.1	123.0	2.2	2.1	1.9	1.8
dic-25	127.1	124.9	123.3	123.2	2.2	2.1	1.8	1.7
<b>Media</b>	<b>125.3</b>	<b>123.7</b>	<b>122.2</b>	<b>122.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024		2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.0	0.7	1.2	0.6	0.7	0.6	0.8	0.6	0.9	1.0	1.2
- t/t				0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3
Consumi privati	1.2	0.4	1.5	0.8	-1.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
Investimenti fissi	4.9	1.9	1.0	1.4	2.0	0.5	-1.0	-0.1	0.2	0.5	0.4
Consumi pubblici	1.2	0.6	0.3	0.1	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
Esportazioni	0.5	2.4	2.6	1.1	1.2	0.6	0.6	-0.2	1.0	0.8	0.7
Importazioni	-0.2	-1.1	2.6	-2.0	0.1	-1.7	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.2	-1.2	0.0	-1.4	0.0	-0.7	0.2	0.2	-0.1	0.0	-0.1
Parite correnti (% PIL)	1.3	0.8	1.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.4	-4.3	-3.9								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	138.3	140.7								
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.4	2.2	5.8	1.0	1.0	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-2.8	1.2	-2.8	-1.6	-3.5	-3.3	-2.6	-1.8	0.1	1.6
Disoccupazione (ILO, %)	7.6	7.1	7.0	7.6	7.4	7.2	6.9	7.1	7.1	7.1	7.0
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.75	4.23	4.18	4.19	3.74	3.86	3.78	3.63	3.80	4.03

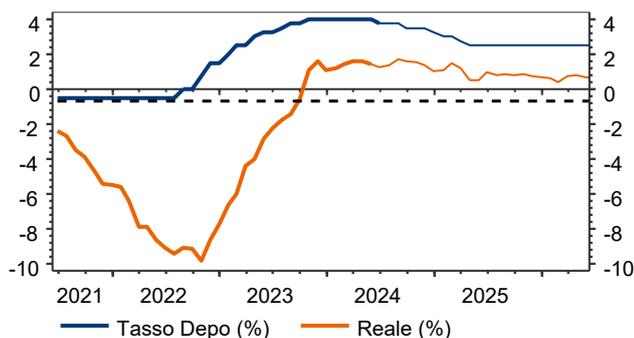
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datstream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	set	dic	mar	20/6	giu	set	dic	mar
Deposit rate	4.00	4.00	4.00	<b>3.75</b>	3.75	3.50	3.25	2.75
Euribor 1m	3.85	3.85	3.86	<b>3.60</b>	3.67	3.50	3.28	2.74
Euribor 3m	3.95	3.91	3.89	<b>3.70</b>	3.69	3.50	3.22	2.70

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

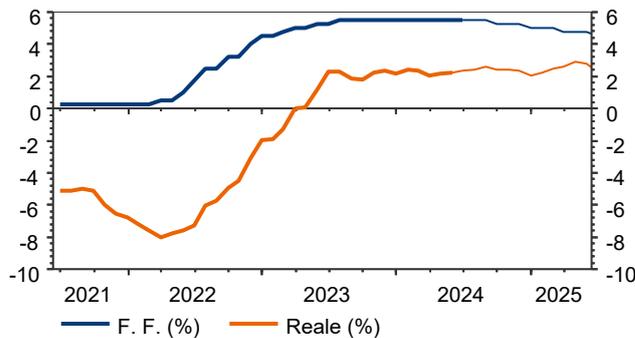


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	set	dic	mar	20/6	giu	set	dic	mar
Fed Funds	5.50	5.50	5.50	<b>5.50</b>	5.50	5.25	5.00	4.75
OIS 3m	5.41	5.31	5.32	<b>5.34</b>	5.30	5.09	4.84	4.58

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

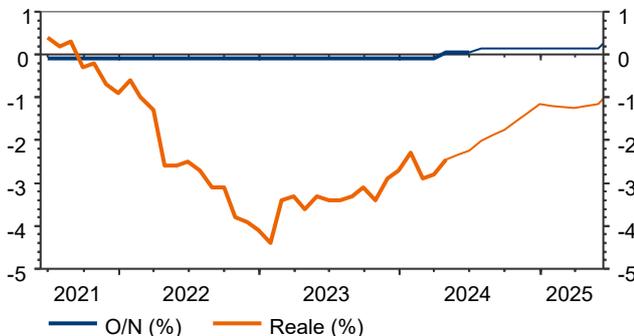


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	set	dic	mar	20/6	giu	set	dic	mar
O/N target	-0.10	-0.10	-0.05	<b>0.05</b>	0.05	0.15	0.15	0.15
Libor JPY 3m	-0.03	-0.03	-0.03	<b>-0.03</b>	-0.03	0.13	0.13	0.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

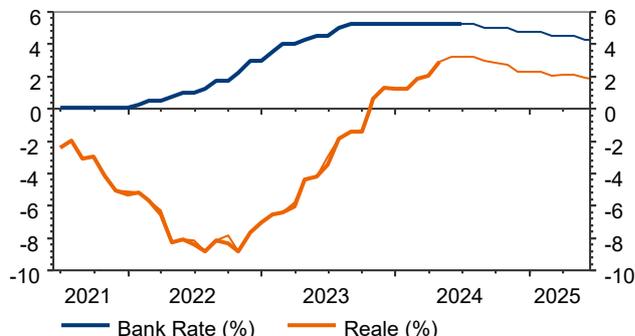


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	set	dic	mar	20/6	giu	set	dic	mar
Bank rate	5.25	5.25	5.25	<b>5.25</b>	5.25	5.00	4.75	4.50
Libor GBP 3m	5.41	5.32	5.30	<b>5.30</b>	5.20	4.90	4.70	4.30

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	21/6	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.06	1.09	1.10	1.09	1.09	<b>1.0688</b>	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14
USD/JPY	136	142	142	152	156	<b>158.86</b>	158	152	145	140	130
GBP/USD	1.23	1.27	1.27	1.27	1.27	<b>1.2655</b>	1.25	1.27	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	1.02	0.98	0.94	0.98	0.99	<b>0.9537</b>	0.97	0.98	0.99	1.00	1.02
EUR/JPY	144	155	157	165	170	<b>169.80</b>	166	164	160	157	148
EUR/GBP	0.86	0.86	0.87	0.86	0.85	<b>0.8444</b>	0.84	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 da Research Department 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 Research Department - 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