

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La settimana prossima sarà dominata dalla riunione del Consiglio Direttivo della BCE: pensiamo che l'evoluzione recente dello scenario macroeconomico sia coerente con un nuovo taglio da 25pb del tasso sui depositi. Negli Stati Uniti, i dati di agosto sui prezzi, dopo quelli sul mercato del lavoro, dovrebbero essere coerenti con una graduale attenuazione del grado di restrizione monetaria da parte della Fed nei prossimi mesi.

#### Area euro:

##### ■ Nella settimana che si chiude oggi:

- [La produzione industriale in Germania e Francia è tornata a calare su base congiunturale a luglio](#) (di -2,4% e -0,5% m/m, rispettivamente) dopo l'incremento di giugno. Nel complesso, la produzione manifatturiera nell'Eurozona è in rotta per una nuova contrazione nel 3° trimestre, e le indagini di fiducia segnalano che è improbabile una ripresa nei prossimi mesi.
- La seconda lettura dei dati sul **PIL del 2° trimestre** ha mostrato nell'**area euro** una revisione al ribasso di un decimo a 0,2% t/t: da notare l'ampio calo, per il secondo trimestre consecutivo, degli investimenti (-2,2% da -1,8% t/t precedente), e l'inattesa flessione, sia pur marginale, dei consumi (la prima dal 4° trimestre 2022): a nostro avviso, sono in crescita i rischi al ribasso sulla crescita nell'Eurozona, perché l'industria resta in contrazione, le costruzioni soffrono in diversi Paesi, e anche i servizi sembrano perdere slancio; dal lato della domanda, l'incremento dell'export visto nel trimestre primaverile potrebbe risultare episodico visto il rallentamento in atto nelle altre principali economie, e il recupero di potere d'acquisto delle famiglie stenta a tradursi in maggiori consumi: nel complesso, non ci aspettiamo, nel breve termine, un cambio di passo per l'economia europea, che manterrà una crescita debole (non lontana dai ritmi del primo semestre) almeno sino alla prossima primavera. In **Italia**, la crescita è stata confermata a 0,2% t/t: hanno sorpreso al rialzo le costruzioni, grazie a una crescita del settore non residenziale che ha compensato la correzione degli investimenti in abitazioni, e si è registrata una contrazione dell'export: a nostro avviso, i rischi al ribasso sia sulle costruzioni residenziali che sulle esportazioni potrebbero continuare a caratterizzare i prossimi trimestri, mentre si potrebbe vedere una ripresa degli investimenti sia in macchinari dopo l'entrata in vigore degli incentivi di "Transizione 5.0" sia in costruzioni non residenziali sulla scia dell'[implementazione del PNRR](#); la ripresa dei consumi, in particolare di beni, appare rimandata al 2025.
- In **Francia**, Macron ha affidato l'incarico di formare un nuovo Governo a Michel Barnier, esponente di Les Républicains dalla lunga carriera politica a Parigi e a Bruxelles. Nei prossimi giorni verranno comunicati i nomi dei ministri, e Barnier presenterà al Parlamento il proprio indirizzo programmatico. Il tentativo è quello di ottenere il supporto dei partiti di centro e della destra moderata, ed è possibile che il Rassemblement National decida di astenersi, o quantomeno di non sostenere la mozione di censura che arriverà dalla coalizione di sinistra. Peraltro, l'esecutivo sarà comunque fragile e costretto a trovare una faticosa sintesi tra le istanze delle differenti aree politiche. Il primo scoglio sarà la [presentazione del disegno di legge di bilancio](#) che dovrà approdare all'Assemblea Nazionale il 1° ottobre, e che obbligherà il Governo a scelte difficili e tagli alla spesa rilevanti anche solo per un rispetto minimo delle regole fiscali europee.

##### ■ La settimana prossima:

- Il focus sarà sulla [riunione del Consiglio Direttivo della BCE](#): dopo che i dati estivi hanno mostrato un netto rallentamento della crescita retributiva, un calo dell'inflazione circa in linea con le attese dello staff e un andamento dell'economia reale un po' più debole,

6 settembre 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

pensiamo che lo scenario sia coerente con un **nuovo taglio dei tassi ufficiali di 25pb alla riunione del 12 settembre**. Il tasso sui depositi calerà perciò al 3,50%. La BCE confermerà l'approccio dipendente dai dati, con decisioni riunione per riunione. Poiché i mercati sono tentati dall'ipotesi di tagli dei tassi a ogni meeting, è possibile che la BCE decida di raffreddare un po' gli entusiasmi per alleggerire la pressione sull'appuntamento di ottobre. Come in precedenza, ciò avverrà al di fuori della comunicazione formale, ovvero nelle risposte alle domande dei giornalisti e nelle dichiarazioni post-meeting. Ricordiamo che il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO) sarà portato 15pb sopra il tasso sui depositi (DFR). Il **restringimento del corridoio** non ha implicazioni per il posizionamento della politica monetaria (il tasso guida ormai è il DFR). Tuttavia, ridurrà il rischio di tensioni sui tassi quando il drenaggio delle riserve in eccesso sarà più avanzato.

- Per quanto riguarda il calendario macroeconomico, si completerà la tornata di dati di luglio sulla **produzione industriale**: in **Italia**, dopo la crescita di mezzo punto percentuale in ciascuno degli ultimi due mesi, vediamo una possibile correzione a luglio; nell'**Eurozona**, la flessione congiunturale potrebbe essere vicina al punto percentuale; nel complesso, non vi sono segnali di significativa ripartenza né dei consumi di beni né del commercio internazionale, il che non è coerente con una imminente ripresa dell'attività produttiva nell'industria.
- In Italia, **dovrebbe essere approvato entro la fine della settimana prossima dal Consiglio dei Ministri il Piano Strutturale di Bilancio** che delineerà la traiettoria della prossima manovra. È possibile che le risorse da reperire in vista della Legge di Bilancio 2025 possano ridursi a circa 10 miliardi grazie a un eventuale anticipo di spese a quest'anno (dopo che i dati sul fabbisogno hanno mostrato un miglioramento negli ultimi mesi), e, forse, per via di una revisione al rialzo delle stime di crescita del PIL. In ogni caso, per configurare una compliance delle regole fiscali UE, il target sul deficit 2025 dovrà essere fissato non oltre il 4% del PIL (dal 3,7% a legislazione vigente dello scorso aprile).

#### Stati Uniti:

- Le **principali novità della prima settimana di settembre** sono state le seguenti:
  - **Indagini di fiducia: segnali misti**. I dati di agosto hanno continuato a mostrare una divergenza tra settore manifatturiero in contrazione e comparto dei servizi ancora in crescita. L'ISM manifatturiero ha visto un recupero meno marcato del previsto, a 47,2 da 46,8, e i nuovi ordini sono scesi a 44,6 da 47,4, ai minimi da maggio dell'anno scorso; al contrario, l'ISM servizi è salito marginalmente a 51,5 da 51,4, con i nuovi ordini a 53 da 52,4 precedente. Anche il PMI servizi è salito, a 55,7 da 55 della rilevazione preliminare, mentre l'indice manifatturiero è stato rivisto al ribasso di un decimo a 47,9, da 49,6 a luglio; ciò porta il PMI composito a 54,6 in agosto da 54,3 in luglio.
  - **Dati reali: indicazioni di resilienza** dell'economia (almeno al di fuori delle costruzioni). Il PIL del 2° trimestre è stato rivisto al rialzo a 3% da 2,8% t/t ann., grazie soprattutto ai consumi (2,9%, dal 2,3% stimato in precedenza), mentre gli investimenti privati sono stati rivisti al ribasso, a 7,5% da 8,4% t/t ann.. A luglio, gli ordini all'industria hanno registrato un rimbalzo significativo (5% m/m), il più ampio dal luglio 2020, dopo il calo di -3,3% a giugno, con una crescita di 0,4% m/m al netto dei trasporti. Viceversa, la spesa in costruzioni ha registrato una contrazione di -0,3% m/m a luglio, sebbene la crescita nei due mesi precedenti sia stata rivista al rialzo.
  - **Mercato del lavoro: occupati in risalita, ma calano le posizioni vacanti**. In attesa dell'**employment report** di agosto in uscita oggi pomeriggio (che dovrebbe mostrare una risalita a 165 mila unità per gli occupati dopo il dato molto debole di luglio, con il tasso di disoccupazione atteso tornare a calare marginalmente e i salari in moderata, e riteniamo temporanea, riaccelerazione), i dati **JOLTS** hanno mostrato un calo delle posizioni vacanti a 7,67 milioni nel mese di luglio (minimo da gennaio 2021), da 7,91 milioni a giugno, e il rapporto tra posti vacanti e disoccupati ha segnato un nuovo minimo a

1,07, in calo rispetto a 1,17 del mese precedente, confermando la tendenza di graduale riequilibrio tra domanda e offerta di lavoro.

- **Reddito e spesa personale: quadro ancora solido per i consumi.** A luglio, sia il reddito disponibile che la spesa delle famiglie sono tornati ad accelerare (a 0,3% e 0,5% m/m, rispettivamente). Il tasso di risparmio è sceso al 2,9%, minimo da luglio 2022.
- **Prezzi: tendenza ancora sostenuta per i servizi.** I deflatori dei consumi headline e core hanno entrambi registrato incrementi dello 0,2% m/m a luglio, per una variazione annua invariata in entrambi i casi, rispettivamente a 2,5% e 2,6%. Il contributo mensile dei beni è stato pressoché nullo, dopo l'ampio calo dei mesi precedenti (-0,6% m/m cumulato tra maggio e giugno, ma è continuata la flessione per i beni durevoli: -0,3% m/m), mentre il deflatore dei servizi è aumentato di 0,2% m/m (3,7% a/a).
- **Politica monetaria: verso un allentamento, ma graduale.** Il **Beige Book** preparato per la riunione del FOMC del 17-18 settembre indica che l'attività economica è stagnante o in calo in tre quarti dei distretti, rispetto a meno della metà nell'edizione di luglio; tre distretti hanno registrato una lieve crescita, mentre nove hanno riportato attività piatta o in declino; l'occupazione è rimasta stabile, con pochi licenziamenti e una crescita salariale modesta; le aziende hanno coperto solo posizioni essenziali, riducendo spesso le ore lavorative; i consumi sono diminuiti e le vendite auto sono state penalizzate da tassi d'interesse elevati e prezzi alti; l'attività manifatturiera è scesa in molti distretti e il settore immobiliare ha mostrato risultati misti; le prospettive restano per lo più stabili, con possibili lievi cali dell'attività. Sul fronte dei **discorsi dei membri del FOMC**, in attesa degli interventi di oggi di Williams (New York Fed) e Waller (Board), l'unico tra i banchieri centrali a prendere la parola è stato **Bostic** (Atlanta Fed), che ha raccomandato un approccio equilibrato alla politica monetaria, avvertendo dei rischi legati sia a una restrizione eccessiva, sia a un allentamento prematuro. Nel complesso, a nostro avviso, il quadro di rallentamento moderato del ciclo, del mercato del lavoro e dell'inflazione è coerente con una **graduale attenuazione del grado di restrizione monetaria, compatibile con due/tre tagli da 25pb della Fed quest'anno e un totale di 100pb l'anno prossimo** (in altre parole, ci aspettiamo tagli meno aggressivi di quelli oggi prezzati dai mercati).

■ **La settimana prossima**, negli Stati Uniti:

- Il dato più importante è quello sul **CPI di agosto**, atteso evidenziare una crescita di 0,2% m/m, stabile rispetto a luglio, che porterebbe l'inflazione annua da 2,9% a 2,6% a/a, un minimo da marzo 2021 (non escludiamo sorprese al ribasso per via dell'ampia discesa dei prezzi dei carburanti). I prezzi core sono attesi anch'essi crescere di 0,2% m/m come a luglio, anche in questo caso con una variazione annua stabile (a 3,2%).
- Il **PPI di agosto** è visto in riaccelerazione a 0,2% m/m, dopo lo 0,1% m/m di luglio, ma la variazione tendenziale dovrebbe rallentare a 1,8% da 2,2% precedente; l'indice core è visto anch'esso in crescita di 0,2% m/m (dopo la stabilità del mese precedente), per una variazione annua in risalita a 2,6% da 2,4% precedente.
- Infine, l'indice di **fiducia dei consumatori** diffuso dall'Università del Michigan dovrebbe risalire nella rilevazione preliminare di settembre, a 69 dal 67,9 di agosto.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (9 – 14 settembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	9/9	01:50	GIA	PIL t/t finale	*	T2	prel 0.8	% 0.8
		01:50	GIA	PIL t/t, ann. finale	*	T2	prel 3.1	% 3.2
		03:30	CN	CPI m/m		ago	0.5	% 0.5
		03:30	CN	CPI a/a	*	ago	0.5	% 0.7
		03:30	CN	PPI a/a	*	ago	-0.8	% -1.4
Mar	10/9	08:00	GER	CPI a/a finale		ago	prel 1.9	% 1.9
		08:00	GER	IPCA a/a finale		ago	prel 2.0	% 2.0
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ago	prel -0.2	% -0.2
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	ago	prel -0.1	% -0.1
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		lug	4.2	% 4.1
		08:00	GB	Retribuzioni medie		lug	4.5	% 4.1
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		lug	0.6	%
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	lug	0.5	% -0.2
Mer	11/9	00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	ago	84.7	Mld \$ 83.9
		00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	ago	7.0	% 6.5
		00:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	ago	7.2	% 2.0
		00:00	CN	M2 a/a	*	ago	6.3	% 6.2
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	ago	770	Mld ¥ CN 3000
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	ago	260	Mld ¥ CN 1045
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	lug	0.8	% 0.3
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		lug	-18.9	Mld £
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		lug	-7.5	Mld £
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ago	0.2	% 0.2
		14:30	USA	CPI m/m	*	ago	0.2	% 0.2
		14:30	USA	CPI a/a		ago	2.9	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ago	3.2	%
Gio	12/9	09:00	SPA	IPCA a/a finale		ago	prel 2.4	%
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.838	Mln
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	227	x1000
		14:30	USA	PPI m/m		ago	0.1	%
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ago	0.0	% 0.2
Ven	13/9	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		lug	prel 2.8	%
		08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	ago	prel 0.6	%
		08:45	FRA	IPCA a/a finale		ago	prel 2.2	%
		08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	ago	0.2	%
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	lug	-0.1	% 0.1
		14:30	USA	Prezzi all'import m/m		ago	0.1	%
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		set	67.9	68.0
Sab	14/9	04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	ago	2.7	% 2.5
		04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	ago	3.6	% 3.5
		04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		ago	3.6	%
		04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		ago	5.9	%
		04:00	CN	Produzione industriale a/a		ago	5.1	% 4.8

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 (9 – 14 settembre)**

Data	Ora	Paese	* Evento
Mar	10/9 11:00	ITA	* L'Istat diffonde la "Nota sull'andamento dell'economia italiana"
Mer	11/9 03:30	GIA	Discorso di Nakagawa (BoJ)
Gio	12/9 03:00	GIA	Discorso di Tamura (BoJ)
		EUR	** BCE annuncio tassi (previsione ISP: depo rate -0,25% a 3,50%)
		EUR	** Conferenza stampa di Lagarde (BCE)
		EUR	** La BCE riduce lo spread tra tasso refi e depo a +15pb (previsione ISP: refi al 3,65%)
Ven	13/9 10:30	EUR	Discorso di Rehn (ECB)
		EUR	* Riunione Eurogruppo
		EUR	* Riunione Ecofin
Sab	14/9 --	EUR	* Riunione Ecofin
		EUR	Discorso di Nagel (Bundesbank)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. finale	ago	48.0			47.9
Spesa in costruzioni	lug	0.0 (-0.3)	%	-0.1	-0.3
Indice ISM manifatturiero	ago	46.8		47.5	47.2
Bilancia commerciale	lug	-73.0 (-73.1)	Mld \$	-79.0	-78.8
Ordinativi industriali m/m	lug	-3.3	%	4.7	5.0
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	lug	9.9	%		9.8
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	lug	-0.2	%		-0.2
Nuovi occupati: stima ADP	ago	111 (+22)	x1000	145	99
Richieste di sussidio	settim	232 (-231)	x1000	230	227
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.860 (-1.868)	Mln	1.865	1.838
Costo unitario del lavoro t/t ann. finale	T2	0.9	%	0.8	0.4
Produttività (ex agricol.) t/t ann. finale	T2	2.3	%	2.5	2.5
Markit PMI Composito finale	ago	54.1			54.6
Markit PMI Servizi finale	ago	55.2			55.7
Indice ISM non manifatturiero composito	ago	51.4		51.1	51.5
Tasso di disoccupazione	ago	4.3	%	4.2	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	ago	114	x1000	160	
Salari orari m/m	ago	0.2	%	0.3	

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

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	ago	45.6		45.6	45.8
EUR	PMI servizi finale	ago	53.3		53.3	52.9
EUR	PMI composito finale	ago	51.2		51.2	51.0
EUR	PPI a/a	lug	-3.3 (-3.2)	%	-2.5	-2.1
EUR	Vendite al dettaglio m/m	lug	-0.4 (-0.3)	%	0.1	0.1
EUR	Occupazione t/t finale	T2	0.2	%	0.2	0.2
EUR	PIL t/t finale	T2	0.3	%	0.3	0.2
EUR	PIL a/a finale	T2	0.6	%	0.6	0.6
FRA	PMI manifatturiero finale	ago	42.1		42.1	43.9
FRA	PMI servizi finale	ago	55.0		55.0	55.0
FRA	Produzione industriale m/m	lug	0.8	%	-0.2	-0.5
GER	PMI manifatturiero finale	ago	42.1		42.1	42.4
GER	PMI servizi finale	ago	51.4		51.4	51.2
GER	Ordini all'industria m/m	lug	4.6 (-3.9)	%	-1.5	2.9
GER	Produzione industriale m/m	lug	1.7 (-1.4)	%	-0.3	-2.4
GER	Bilancia commerciale destag.	lug	20.4	Mld €	21.0	16.8
ITA	PMI manifatturiero	ago	47.4		48.5	49.4
ITA	PIL a/a finale	T2	0.9	%	0.9	0.9
ITA	PIL t/t finale	T2	0.2	%	0.2	0.2
ITA	PMI servizi	ago	51.7		52.6	51.4
ITA	Vendite al dettaglio a/a	lug	-1.0	%		1.0

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

**Area Euro - Probabile un nuovo taglio dei tassi BCE a settembre.** I dati estivi dovrebbero essere sufficienti a convincere il consiglio direttivo BCE che è possibile ridurre ancora i tassi ufficiali di 25pb già alla prossima riunione. Riteniamo che l'approccio all'allentamento dei tassi resterà graduale, con mosse di 25pb a trimestre, e che la comunicazione di settembre sottolineerà la necessità di procedere con cautela, per smorzare le attese dei mercati sulla riunione di ottobre.

**Produzione industriale in calo in Germania e Francia.** A luglio la produzione industriale è calata di -2,4% m/m in Germania e di -0,5% m/m in Francia. L'industria è in rotta per una contrazione nel

3° trimestre e, con il recente deterioramento della fiducia, è improbabile una riaccelerazione nei prossimi mesi.

**Francia - Prosegue l'impasse politica, peggiorano i conti pubblici.** A quasi due mesi dal secondo turno delle elezioni legislative, non è ancora stato nominato un nuovo primo ministro, mentre si avvicina la scadenza per la presentazione del disegno di legge di bilancio. Secondo le più recenti stime del Ministero delle Finanze, è possibile che il disavanzo pubblico possa risultare decisamente peggiore delle attese nel 2024 e nel 2025. Il prossimo Governo dovrà quindi fare delle scelte difficili, anche solo per rispettare le regole fiscali europee. Per via dell'elevata frammentazione politica, sarà difficile trovare una maggioranza in grado di formare un nuovo esecutivo. Esistono delle possibilità di approvazione del budget (almeno in forma "provvisoria e "limitata") anche in assenza di un nuovo Governo, ma il percorso è irto di ostacoli: non è da escludersi che tra negoziazioni e veti incrociati il voto venga posticipato il più possibile, generando un elevato grado di incertezza sulla politica economica nei prossimi mesi.

**Italia - PNRR: lo stato dell'arte.** Permangono ritardi nell'implementazione del PNRR italiano: un cambio di passo è ancora possibile, perché l'evoluzione della spesa effettiva non è lineare ma, per rispettare i tempi previsti, è necessario che tale accelerazione sia imminente. Segnali incoraggianti vengono dai dati sull'assegnazione delle risorse, ma il rispetto anche solo "formale" delle condizioni da raggiungere per ottenere le prossime rate semestrali si farà via via più sfidante.

#### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero finale	ago	49.5			49.8
Consumi delle famiglie a/a	lug	-1.4	%	1.2	0.1

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

#### Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero - Caixin	ago	49.8		50.0	50.4
PMI servizi - Caixin	ago	52.1			51.6
Riserve in valuta estera	ago	3.256	1000Mld \$	3.289	

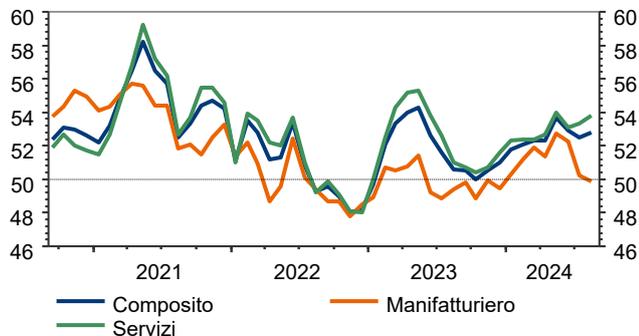
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv-Datastream

**Cina: PMI agosto NBS e PMI manifatturiero Caixin.** L'indice PMI del settore manifatturiero si è mosso in maniera divergente nelle due rilevazioni, in netto aumento in quella di Caixin e in diminuzione in quella del NBS. La media dei due indici è lievemente salita ma è rimasta al di sotto di 50 segnalando che l'attività del settore rimane ancora in modesta contrazione in agosto, in parte condizionata da condizioni metereologiche avverse. Il PMI del settore non manifatturiero rilevato dal NBS ha invece registrato un miglioramento trainato dal settore dei servizi.

**Cina: PMI servizi agosto.** L'indice PMI dei servizi rilevato da Caixin è diminuito da 52,1 in luglio a 51,6 in agosto, diversamente da quello del NBS (salito da 50,0 in luglio a 50,2 in agosto). La media dei due indici scende lievemente da 51,1 in luglio a 50,9 in agosto, segnalando che l'attività del settore ha continuato ad espandersi, seppur ad un ritmo marginalmente inferiore a luglio, trainata da un miglioramento della domanda interna e del turismo, e sta contrastando un moderato rallentamento del settore manifatturiero. Il PMI composito segnala che il ritmo di espansione dell'attività complessiva nei primi due mesi del 3° trimestre rimane comunque inferiore a quello del 2° trimestre.

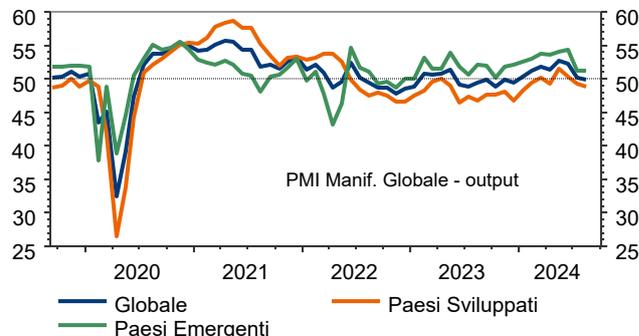
## Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



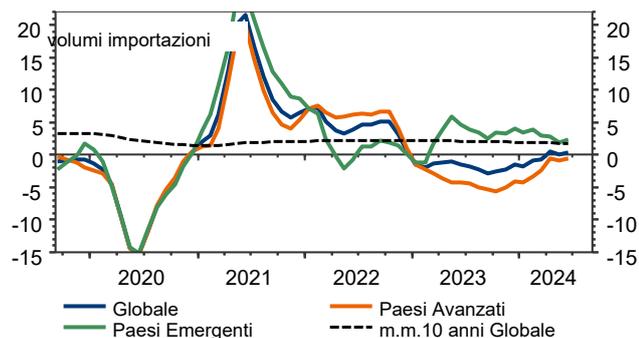
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



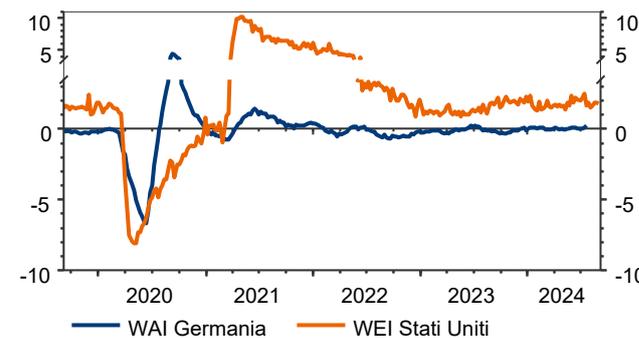
Fonte: S&P Global

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



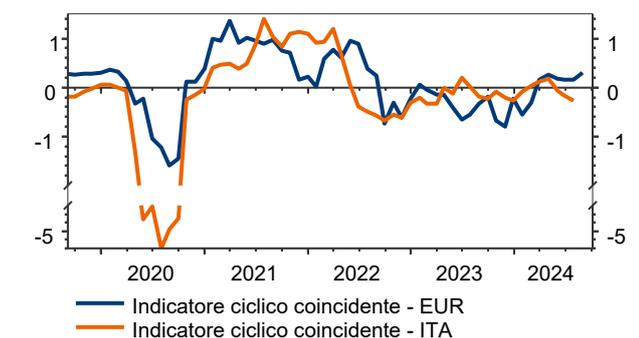
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



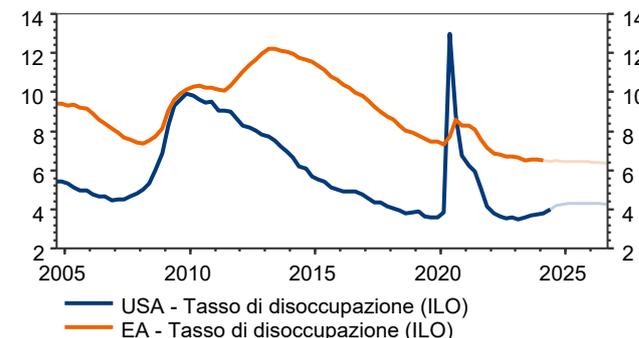
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

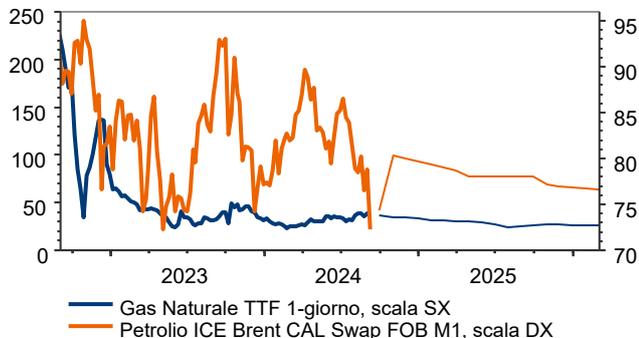
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

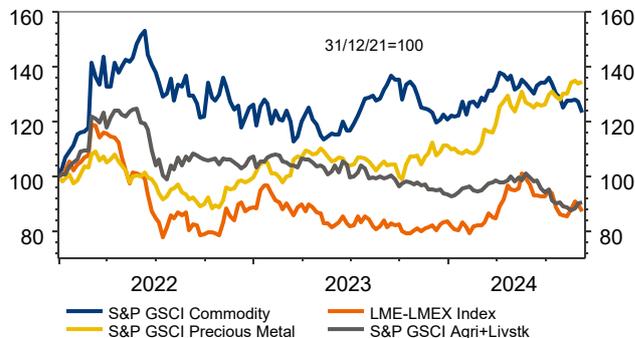
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



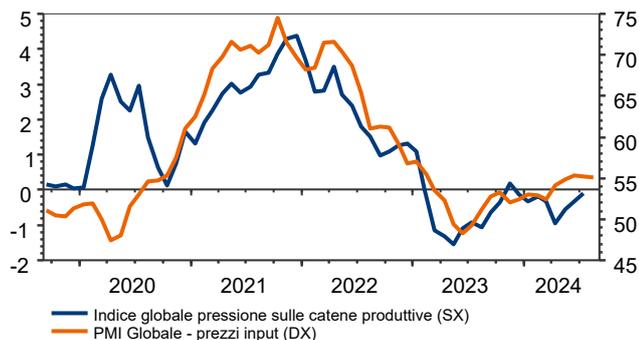
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



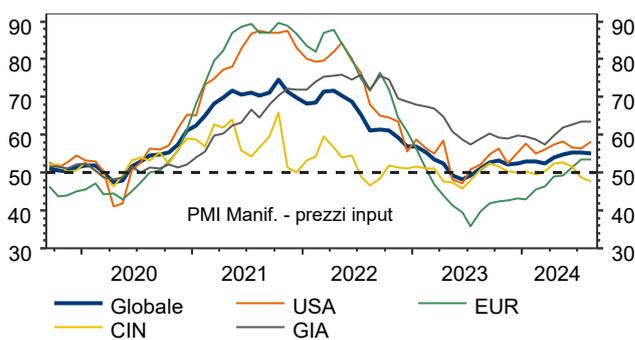
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



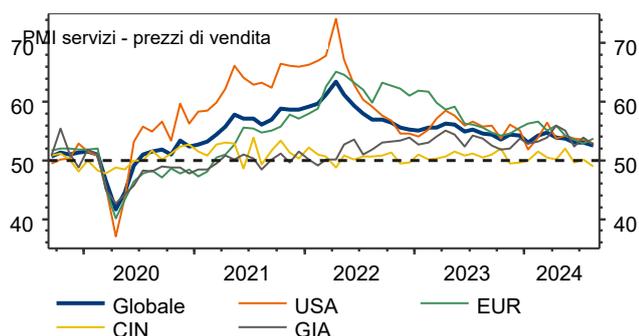
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



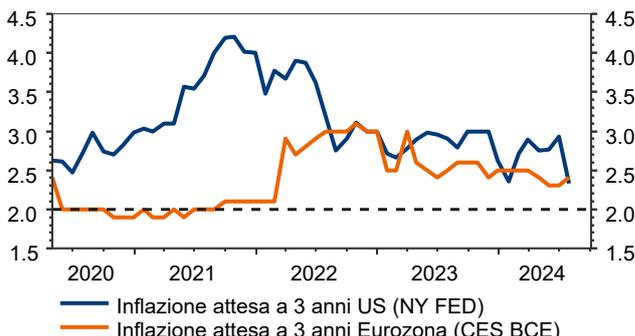
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

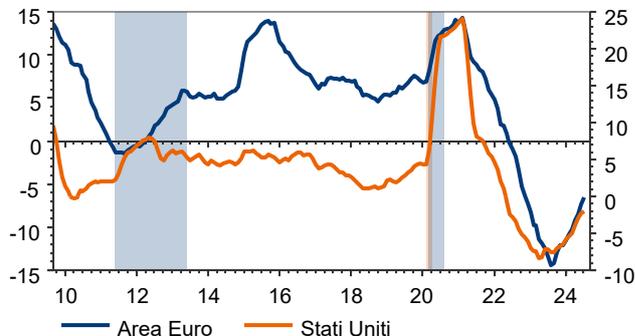
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



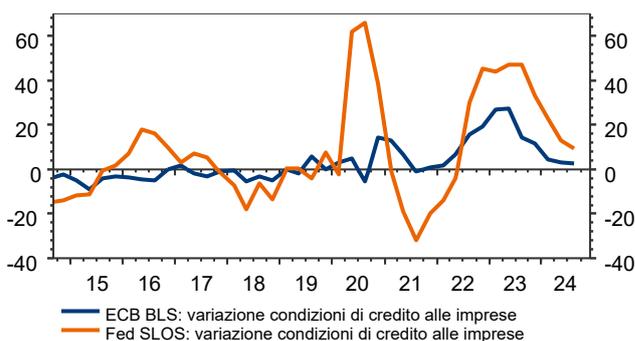
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



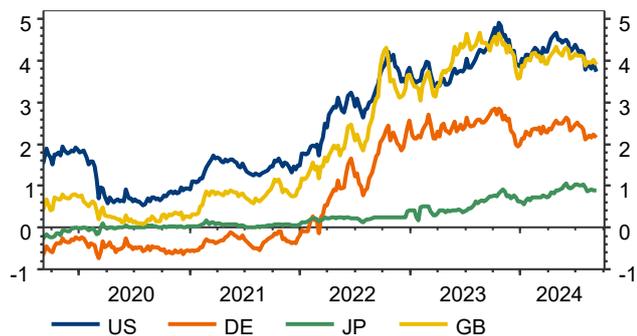
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



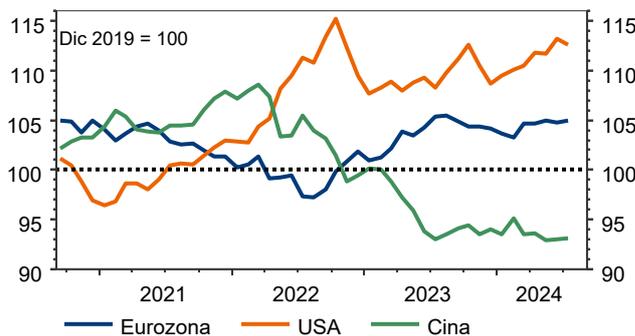
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

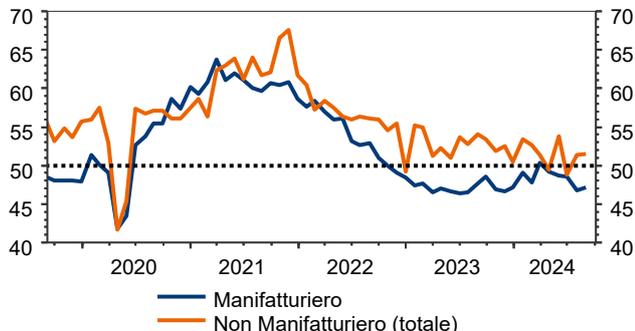
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

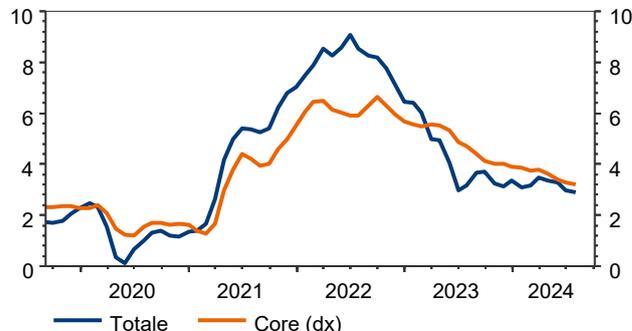
## Stati Uniti

### Indagini ISM



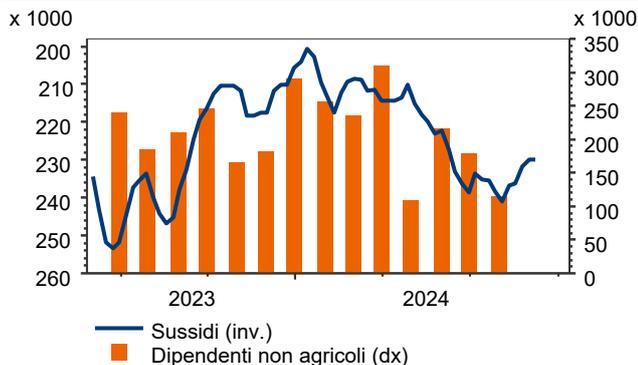
Fonte: ISM

### CPI – Var. % a/a



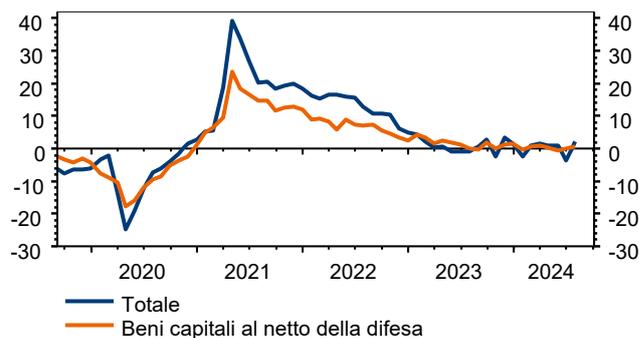
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

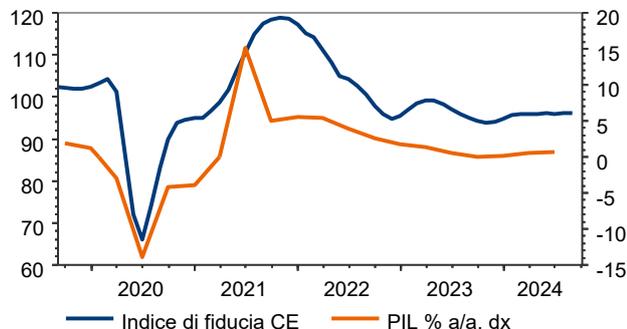
### Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2025	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.5	2.4	1.7	2.9	3.1	2.9	3.1	2.2	1.6	1.6	1.4
- trim./trim. annualizzato				4.9	3.4	1.4	2.8	1.0	1.1	1.5	2.1
Consumi privati	2.2	2.2	1.6	3.1	3.3	1.5	2.3	1.8	1.4	1.4	1.6
IFL - privati non residenziali	4.5	4.3	5.9	1.4	3.7	4.4	5.2	3.9	6.2	6.0	6.7
IFL - privati residenziali	-10.6	4.9	1.5	6.7	2.8	16.0	-1.4	0.9	1.0	2.4	1.7
Consumi e inv. pubblici	4.1	3.2	1.5	5.8	4.6	1.8	3.1	2.7	1.0	1.0	1.5
Esportazioni	2.6	2.3	3.7	5.4	5.1	1.6	2.0	2.7	3.1	3.5	4.2
Importazioni	-1.7	4.4	6.8	4.2	2.2	6.1	6.9	5.5	7.0	7.9	6.9
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.0	0.1	1.1	-0.4	-0.5	0.8	-0.5	0.0	0.2	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.3	-3.4	-3.4								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.9	-7.3	-7.9								
Debito pubblico (% PIL)	138.6	139.1	141.4								
CPI (a/a)	4.1	2.9	2.2	3.5	3.2	3.2	3.2	2.6	2.4	1.9	1.7
Produzione industriale	0.2	0.0	1.3	0.3	-0.4	-0.4	0.9	-0.2	0.4	0.4	0.4
Disoccupazione (%)	3.6	4.1	4.5	3.7	3.7	3.8	4.0	4.3	4.4	4.4	4.4

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

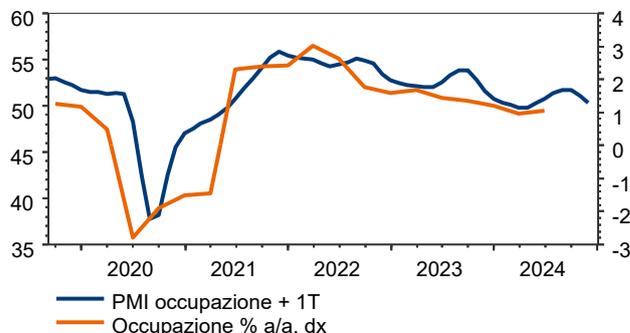
## Area euro

### PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

### Occupazione



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

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	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	123.0	119.9	126.1	2.5	2.8	2.9	2.4
lug-24	126.5	122.9	119.7	126.0	2.6	2.8	2.9	2.5
ago-24	126.7	123.3	120.1	126.1	2.2	2.8	2.8	2.0
set-24	127.1	123.6	119.5	126.4	2.1	2.9	2.1	1.9
ott-24	127.5	123.9	119.6	126.9	2.4	2.9	1.9	2.2
nov-24	127.1	123.4	118.9	126.4	2.6	3.0	2.0	2.4
dic-24	127.5	123.7	119.2	126.8	2.8	2.9	1.8	2.6
<b>Media</b>	<b>126.2</b>	<b>122.4</b>	<b>118.9</b>	<b>125.7</b>	<b>2.5</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</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	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-25	126.6	122.6	118.6	126.0	2.4	2.6	2.2	2.3
feb-25	126.9	122.9	119.4	126.3	2.0	2.2	2.2	1.9
mar-25	127.9	124.1	120.1	127.3	2.1	2.2	1.7	2.0
apr-25	129.0	125.3	121.3	128.4	2.3	2.6	2.0	2.2
mag-25	129.2	125.6	122.2	128.6	2.3	2.5	2.2	2.2
giu-25	129.4	125.8	122.0	128.7	2.2	2.2	1.8	2.1
lug-25	129.1	125.5	121.8	128.4	2.0	2.1	1.8	1.9
ago-25	129.1	125.5	121.7	128.4	1.8	1.8	1.4	1.8
set-25	129.4	125.8	122.0	128.8	1.8	1.8	2.1	1.8
ott-25	129.8	126.1	122.0	129.1	1.8	1.8	2.1	1.8
nov-25	129.4	125.8	121.5	128.7	1.8	2.0	2.1	1.8
dic-25	129.8	126.1	121.8	129.1	1.8	1.9	2.1	1.8
<b>Media</b>	<b>128.8</b>	<b>125.1</b>	<b>121.2</b>	<b>128.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</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

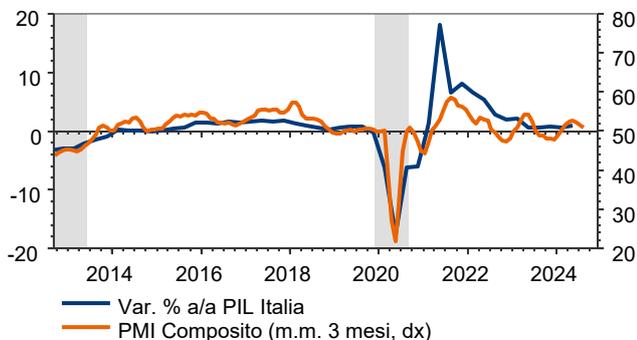
### Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024		2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.7	1.2	0.0	0.2	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9	1.1
- t/t				0.0	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4
Consumi privati	0.8	0.8	1.5	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.4	0.2	0.4	0.5
Investimenti fissi	1.1	-2.2	1.2	0.0	1.0	-1.8	-2.2	0.8	0.3	0.4	0.4
Consumi pubblici	1.2	1.6	0.8	0.7	0.7	0.1	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
Esportazioni	-0.4	1.9	2.5	-1.2	0.3	1.1	1.4	0.5	0.4	0.5	0.6
Importazioni	-0.7	-0.4	2.1	-1.5	0.5	-0.6	0.5	0.3	0.5	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.7	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	1.5	2.5	2.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.4	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	88.4	88.9	89.1								
Prezzi al consumo (a/a)	5.4	2.5	2.0	5.0	2.7	2.6	2.5	2.3	2.6	2.2	2.3
Produzione industriale (a/a)	-2.3	-3.1	1.0	-4.9	-4.0	-4.7	-3.5	-2.3	-1.8	-0.5	0.6
Disoccupazione (%)	6.6	6.5	6.7	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.7	6.8	6.8
Euribor 3 mesi	3.43	3.63	2.70	3.78	3.96	3.92	3.81	3.56	3.24	3.02	2.78

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

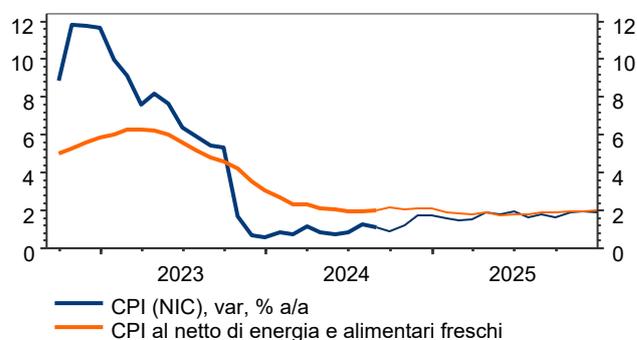
## Italia

### PIL



Nota: in grigio i periodi recessivi. Fonte: Istat, S&P Global, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Inflazione



Nota: var. % a/a indici NIC. Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-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	122.9	120.7	119.5	119.5	0.9	0.8	0.8	0.8
lug-24	121.8	121.2	120.0	120.0	1.6	1.3	1.2	1.1
ago-24	121.7	121.4	120.2	120.2	1.3	1.1	1.0	0.9
set-24	123.5	121.4	120.2	120.2	1.1	0.9	0.8	0.8
ott-24	124.0	121.6	120.3	120.3	1.5	1.2	1.0	0.9
nov-24	123.9	121.6	120.3	120.3	2.0	1.7	1.4	1.3
dic-24	124.1	121.8	120.6	120.6	2.0	1.7	1.5	1.4
<b>Media</b>	<b>122.5</b>	<b>120.9</b>	<b>119.8</b>	<b>119.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-25	122.6	122.0	120.7	120.7	1.8	1.6	1.3	1.2
feb-25	122.5	122.0	120.7	120.6	1.7	1.5	1.2	1.1
mar-25	123.9	122.0	120.8	120.6	1.8	1.5	1.3	1.0
apr-25	125.0	122.6	121.3	121.0	2.1	1.9	1.7	1.4
mag-25	125.2	122.8	121.4	121.1	2.0	1.8	1.6	1.3
giu-25	125.6	123.0	121.6	121.3	2.2	1.9	1.8	1.5
lug-25	124.1	123.2	121.8	121.5	1.9	1.7	1.5	1.3
ago-25	124.2	123.6	122.1	121.8	2.0	1.8	1.6	1.3
set-25	125.8	123.3	121.9	121.6	1.9	1.6	1.4	1.2
ott-25	126.7	123.9	122.3	122.0	2.1	1.9	1.7	1.4
nov-25	126.6	123.9	122.4	122.1	2.2	1.9	1.7	1.5
dic-25	126.8	124.1	122.7	122.4	2.2	1.9	1.7	1.5
<b>Media</b>	<b>124.9</b>	<b>123.0</b>	<b>121.6</b>	<b>121.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

### Previsioni

	2023	2024	2025	2023		2024		2025	
				T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a) - t/t	1.0	0.7	1.2	0.6	0.7	0.6	0.9	0.7	0.8
Consumi privati	1.2	0.2	1.4	0.8	-1.4	0.3	0.2	0.5	0.4
Investimenti fissi	4.9	2.7	1.0	1.3	2.0	0.4	0.3	-0.1	-0.1
Consumi pubblici	1.2	0.1	0.2	0.1	0.7	0.0	-0.5	0.2	0.0
Esportazioni	0.5	-0.4	1.6	0.9	1.1	0.0	-1.5	-1.0	0.8
Importazioni	-0.2	-4.2	1.6	-2.0	-0.1	-2.7	-0.6	-0.5	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-1.2	-1.2	0.1	-1.4	0.0	-0.8	0.4	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	0.5	1.4	1.1						
Deficit pubblico (% PIL)	-7.4	-4.4	-4.0						
Debito pubblico (% PIL)	137.3	139.8	142.3						
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.3	2.0	5.8	1.0	1.0	0.9	1.3	1.8
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-2.6	1.1	-2.8	-1.6	-3.4	-2.9	-2.3	-1.7
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	6.8	7.0	7.7	7.4	7.1	6.8	6.6	6.7
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.70	3.83	4.18	4.19	3.74	3.86	3.66	3.53

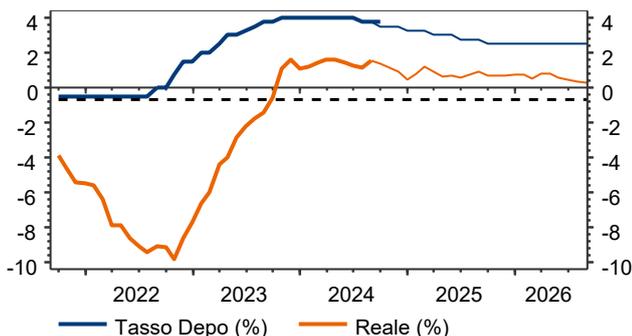
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

	dic	mar	giu	5/9	set	dic	mar	giu
Deposit rate	4.00	4.00	3.75	<b>3.75</b>	3.50	3.25	3.00	2.75
Euribor 1m	3.85	3.86	3.63	<b>3.54</b>	3.48	3.22	2.95	2.70
Euribor 3m	3.91	3.89	3.71	<b>3.47</b>	3.45	3.19	2.94	2.68

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

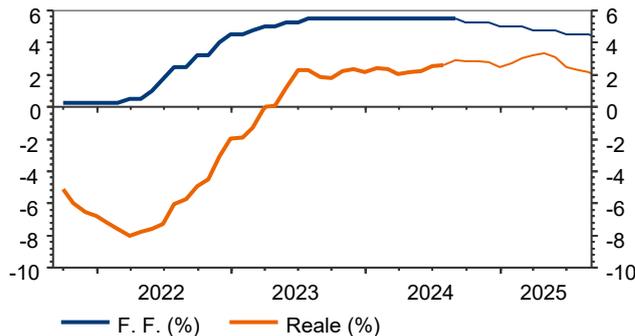


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

	dic	mar	giu	5/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	5.50	5.50	5.50	<b>5.50</b>	5.25	5.00	4.75	4.50
OIS 3m	5.31	5.32	5.32	<b>4.92</b>	4.96	4.74	4.49	4.23

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

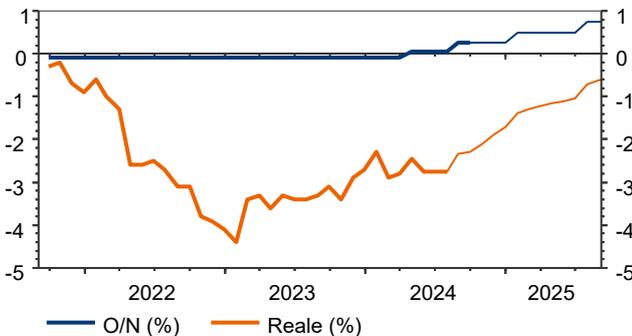


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

	dic	mar	giu	5/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	0.05	0.05	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.50	0.50
OIS 3m	-0.01	0.08	0.12	<b>0.23</b>	0.23	0.40	0.55	0.65

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

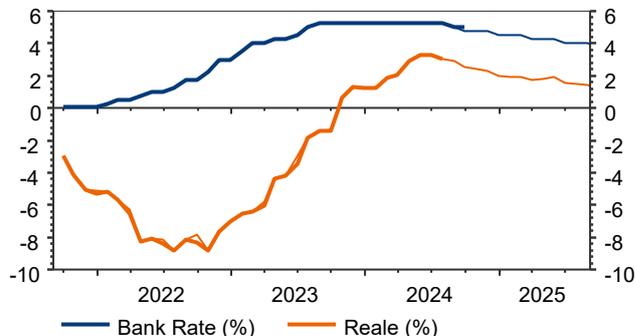


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	dic	mar	giu	5/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	5.25	5.25	5.25	<b>5.00</b>	4.75	4.50	4.25	4.00
OIS 3m	5.21	5.18	5.13	<b>4.85</b>	4.70	4.40	4.15	3.90

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	6/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	0.99	1.07	1.09	1.09	1.09	<b>1.1108</b>	1.10	1.09	1.11	1.12	1.14
USD/JPY	143	148	149	156	144	<b>142.73</b>	147	145	140	135	130
GBP/USD	1.15	1.25	1.27	1.28	1.27	<b>1.3161</b>	1.31	1.28	1.29	1.30	1.32
EUR/CHF	0.97	0.96	0.96	0.97	0.93	<b>0.9351</b>	0.94	0.95	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	141	158	163	170	158	<b>158.56</b>	161	158	155	151	148
EUR/GBP	0.86	0.86	0.85	0.85	0.86	<b>0.8440</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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate 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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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 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