

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

La Fed ha optato per un primo taglio dei tassi da 50pb, sorprendendo parzialmente i mercati; ci aspettiamo però nelle due riunioni rimanenti dell'anno mosse limitate a 25pb, a nostro avviso più coerenti con lo scenario congiunturale: anche la prossima settimana, l'economia USA potrebbe continuare a mostrare segnali di resilienza, e i dati sul deflatore dei consumi core non dovrebbero evidenziare una accelerazione del processo disinflattivo. Nell'Eurozona, dallo ZEW diffuso in settimana sono arrivate indicazioni di rischi al ribasso sul ciclo, che potrebbero essere confermate dalla tornata di indagini di fiducia di settembre che prende avvio la settimana prossima.

#### Stati Uniti:

##### ■ Nell'ultima settimana:

- **Prende il via l'allentamento monetario.** L'evento dominante della settimana è stato il meeting del FOMC: la Fed ha optato per un primo taglio dei tassi da 50pb, che è risultato in un certo senso sorprendente, ma che sembra dovuto a una **maggiore fiducia nel completamento del processo disinflazionistico**, nonostante un'economia (e un mercato del lavoro) relativamente resilienti. Tuttavia, **riteniamo che nelle prossime riunioni ci si possa aspettare tagli di entità più contenuta**: dato che le nostre proiezioni macroeconomiche non sono molto diverse dalle nuove SEP della Fed, vediamo ora (in linea con il grafico a punti del FOMC di settembre) **due tagli dei tassi da 25pb nelle prossime riunioni di novembre e dicembre, e manteniamo la nostra previsione di ribassi cumulati dei tassi per 100pb l'anno prossimo**. Nutriamo maggiori dubbi sulla prosecuzione del ciclo di allentamento nel 2026 (implicita nel grafico a punti), in quanto vediamo un livello di tassi di lungo periodo più elevato rispetto a quello previsto dal FOMC (a 3-3,25%).
- **Tengono i consumi.** I dati sulle **vendite al dettaglio** di agosto sono risultati migliori del previsto (0,1% m/m contro il -0,2% atteso, sia pur in deciso rallentamento dall'1,1% di luglio), anche grazie alla discesa dei prezzi energetici; l'aggregato "control group" (il più correlato ai consumi di contabilità nazionale) ha mantenuto un ritmo solido (0,3% m/m, da 0,4% a luglio). La rilevazione preliminare di settembre della **fiducia dei consumatori** secondo l'Università del Michigan ha mostrato un miglioramento a 69 (ai massimi da maggio), da 67,9 ad agosto.
- **Segnali di recupero nell'industria.** La **produzione industriale** è rimbalzata più del previsto ad agosto (0,8% m/m dopo il -0,9%, rivisto al ribasso a causa dell'uragano Beryl, di luglio), e il grado di utilizzo della capacità produttiva è salito al 78% da 77,4% precedente. Anche dalle indagini di settembre sono giunti segnali di recupero: sia l'**Empire Manufacturing** della NY Fed che il **Philly Fed** sono tornati in territorio espansivo, rispettivamente da -4,7 a 11,5 (massimo da aprile 2022) e da -7 a 1,7.
- **Indicazioni miste sul settore immobiliare.** La **fiducia dei costruttori**, misurata dall'indice NAHB, è salita lievemente a settembre, pur rimanendo in territorio recessivo, a 41 da 39 precedente. Ad agosto si è registrato un recupero sia per i **permessi edilizi** (4,9% m/m, dopo il -3,3% di luglio) che per le **aperture di nuovi cantieri** (9,6% m/m da -6,9%); i dati di luglio erano però distorti dagli effetti dell'uragano Beryl. Infine, le **vendite di case esistenti** sono calte più del previsto, sempre ad agosto (-2,5% m/m da 1,5% di luglio).

##### ■ La settimana prossima:

- **Focus sul deflatore dei consumi.** Ad agosto, **il reddito delle famiglie dovrebbe continuare a crescere in modo relativamente solido**, con un aumento del reddito personale previsto dello 0,4% m/m, superiore di un decimo rispetto al mese precedente. Anche la spesa delle famiglie dovrebbe aumentare, ma a un ritmo più contenuto (0,3% m/m, in rallentamento rispetto allo 0,5% di luglio); di conseguenza, si dovrebbe vedere una risalita

20 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

del tasso di risparmio. Sul fronte dell'inflazione, il deflatore PCE potrebbe registrare un aumento di un decimo nell'indice headline, al 2,3% su base annua (da 2,5% a luglio), mentre **il core PCE dovrebbe mantenere il ritmo del mese scorso (0,2% m/m), per una variazione annua in crescita di un decimo al 2,7%**.

- **Indagini: segnali misti.** I **PMI** di settembre potrebbero vedere una minor contrazione nel settore manifatturiero (a 48,5 da 47,9) e, viceversa, un rallentamento dell'espansione nei servizi (a 55,2 da 55,7). L'indice di **fiducia dei consumatori** del Conference Board è visto in lieve calo a 102,8 a settembre, da 103,3 ad agosto.
- **Ordini di beni durevoli: attesi poco variati al netto delle componenti più volatili.** È prevista una correzione ad agosto dopo il balzo di luglio (-2,9% m/m da 9,8%), ma, al netto dei trasporti, gli ordinativi sono visti stabili dopo il -0,2% m/m di luglio.
- **Vendite di nuove case: volatilità estiva.** È attesa una flessione di -6,3% m/m ad agosto, ma anche in questo caso si tratta di una parziale correzione dopo il balzo del mese precedente (10,6%).
- **Riprende il flusso di discorsi da parte di membri del FOMC.** Powell e Williams intervengono giovedì 26 alla US Treasury Market Conference, e potrebbero offrire maggiori indicazioni sulla tempistica e l'entità dei prossimi ribassi dei tassi da parte della Fed.
- **Politica: torna la "spada di Damocle" dello shutdown.** Il Congresso si trova a fronteggiare nuovamente una scadenza imminente per finanziare le attività del Governo federale ed evitare uno *shutdown* parziale: l'intervento è necessario entro il 30 settembre, e difficilmente si troverà un accordo prima degli ultimi giorni del mese. Entrambi i partiti sembrano peraltro intenzionati a evitare una chiusura a cinque settimane dalle elezioni.

#### Area euro:

##### ■ Questa settimana:

- L'indice **ZEW** tedesco è calato (per il terzo mese) assai più del previsto a settembre, a 3,6 da un precedente 19,2: il calo riporta l'indice ai minimi da un anno; inoltre, la correzione ha riguardato anche le valutazioni sulla situazione corrente (-84,5 da -77,3). In Francia l'**INSEE** manifatturiero, dopo l'ampio rimbalzo di agosto, è risultato stabile a 99, ancora al di sotto della media di lungo periodo, anche se l'indice composito di morale delle aziende è salito di un punto a 98.
- Il **costo del lavoro** è rallentato meno delle nostre attese nel 2° trimestre, a 4,7% a/a da 5% (rivisto al ribasso di un decimo) nei tre mesi precedenti; la crescita è trainata dalla componente non salariale (5,2%), e dalle costruzioni (5,3%); tra i Paesi con la dinamica più contenuta si nota l'Italia (3,3%).

##### ■ La settimana prossima:

- **Indagini di settembre: rischi al ribasso.** L'osservato speciale rimane la Germania dopo il crollo dello ZEW di questa settimana e le recenti notizie che certificano le difficoltà del settore auto. Ci aspettiamo un calo dell'**IFO tedesco** di un punto a 85,6 (sarebbe un minimo da inizio anno), con flessioni diffuse sia alla valutazione della situazione corrente (85,8 da 86,5) che alle aspettative (85,5 da 86,8). È possibile che l'indagine non risenta ancora pienamente dell'impatto delle alluvioni che hanno colpito l'area orientale del Paese (assieme ad Austria e Paesi dell'Europa orientale). Per quanto riguarda i **PMI per l'Eurozona**, ci aspettiamo un proseguimento della tendenza recessiva per il settore manifatturiero (45,5 da 45,8), ma anche il PMI servizi dovrebbe correggere (a 51,7 da 52,9) dopo che il dato di agosto era stato sostenuto dall'impatto dei Giochi Olimpici in Francia; il PMI composito dovrebbe quindi attestarsi a 50, un livello di norma associato ad una stagnazione dell'attività economica. Anche le **indagini della Commissione Europea** dovrebbero risultare compatibili con ritmi di crescita del PIL solo modestamente positivi; in particolare, nelle ultime rilevazioni sulla fiducia delle imprese sono emersi crescenti segnali di ridimensionamento delle intenzioni di assunzione, ora compatibili con

una decisa frenata dell'occupazione a fine 2024 (che potrebbe costituire un ostacolo all'attesa ripartenza dei consumi nel 2025). In calendario anche le **indagini di fiducia Istat in Italia**, che potrebbero evidenziare un nuovo calo dell'indice manifatturiero, e la lettura sul **morale dei consumatori francesi** di settembre, attesa proseguire la tendenza rialzista degli ultimi due mesi.

- **Inflazione in possibile calo a settembre (ma non nei mesi successivi).** Gli indici sui prezzi al consumo armonizzati in Francia e Spagna dovrebbero vedere un calo rispettivamente a 1,7% a/a, da 1,8% precedente, e a 2,2% a/a, da 2,4% ad agosto. I dati sarebbero compatibili con un'ulteriore marginale flessione dell'inflazione Eurozona nel mese, a 2,1% dopo il 2,2% di agosto; tuttavia, a nostro avviso, il rallentamento non proseguirà negli ultimi mesi dell'anno, quando, viceversa, si potrebbe vedere (almeno sull'indice headline) una temporanea riaccelerazione.
- **Politica fiscale: più tempo per presentare i PSB.** Alla scadenza formale del 20 settembre, solo due Paesi (Malta e Danimarca) hanno, per quanto noto, inviato alla Commissione Europea i Piani Strutturali di Bilancio (PSB). Secondo quanto riportato da Reuters, sarebbero 20 i Governi (tra cui quelli italiano, spagnolo e tedesco) intenzionati a posticipare l'invio a ottobre (**nel caso italiano, il piano sarà finalizzato e inviato alle Camere solo dopo che martedì 23 l'Istat comunicherà l'annunciata revisione al rialzo della stima sul PIL degli anni scorsi**, che avrà un significativo impatto al ribasso sul livello del rapporto debito/PIL). Infine, per altri Paesi come Francia, Belgio e Austria, le incertezze sul fronte politico potrebbero ritardare ulteriormente le tempistiche.

## Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (23 – 27 settembre)

| Data  | Ora  | Paese                              | Dato | *  | Periodo   | Precedente                | Consenso |           |      |   |
|-------|------|------------------------------------|------|--|-----------|---------------------------|----------|-----------|------|---|
| Lun   | 23/9 | 06:30                              | OLA  | PIL t/t finale                             | *         | T2                        | prel 1.0 | %         |      |   |
|       |      | 09:15                              | FRA  | PMI servizi prelim                         | *         | set                       | 55.0     |           |      |   |
|       |      | 09:15                              | FRA  | PMI manifatturiero prelim                  | *         | set                       | 43.9     |           |      |   |
|       |      | 09:30                              | GER  | PMI servizi prelim                         | *         | set                       | 51.2     | 51.0      |      |   |
|       |      | 09:30                              | GER  | PMI manifatturiero prelim                  | *         | set                       | 42.4     | 42.4      |      |   |
|       |      | 10:00                              | EUR  | PMI servizi prelim                         | **        | set                       | 52.9     | 52.4      |      |   |
|       |      | 10:00                              | EUR  | PMI manifatturiero prelim                  | **        | set                       | 45.8     | 45.6      |      |   |
|       |      | 10:00                              | EUR  | PMI composito prelim                       | **        | set                       | 51.0     | 50.6      |      |   |
|       |      | 10:30                              | GB   | PMI manifatturiero prelim                  | *         | set                       | 52.5     | 52.5      |      |   |
|       |      | 10:30                              | GB   | PMI servizi prelim                         | *         | set                       | 53.7     | 53.5      |      |   |
|       |      | 15:45                              | USA  | Markit PMI Manif. prelim.                  | *         | set                       | 47.9     |           |      |   |
|       |      | 15:45                              | USA  | Markit PMI Servizi prelim.                 | *         | set                       | 55.7     |           |      |   |
|       |      | 15:45                              | USA  | Markit PMI Composito prelim.               |           | set                       | 54.6     |           |      |   |
|       |      | Mar                                | 24/9 | 02:30                                      | GIA       | PMI manifatturiero prelim |          | set       | 49.8 |   |
| 10:00 | GER  |                                    |      | IFO (attese)                               |           | set                       | 86.8     | 86.3      |      |   |
| 10:00 | GER  |                                    |      | IFO (sit. corrente)                        |           | set                       | 86.5     | 86.0      |      |   |
| 10:00 | GER  |                                    |      | IFO  | **        | set                       | 86.6     | 86.1      |      |   |
| 15:00 | BEL  |                                    |      | Indice ciclico BNB                         |           | set                       | -12.6    |           |      |   |
| 15:00 | USA  |                                    |      | C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a |           | lug                       | 6.5      | %         |      |   |
| 15:00 | USA  |                                    |      | Indice dei prezzi delle case m/m           |           | lug                       | -0.1     | %         |      |   |
| Mer   | 25/9 | 16:00                              | USA  | Fiducia consumatori (CB)                   | *         | set                       | 103.3    | 102.9     |      |   |
|       |      | 08:45                              | FRA  | Fiducia consumatori                        |           | set                       | 92       |           |      |   |
| Gio   | 26/9 | 16:00                              | USA  | Vendite di nuove case (mln ann.)           | *         | ago                       | 0.739    | Mln 0.700 |      |   |
|       |      | 08:00                              | GER  | Fiducia consumatori                        |           | ott                       | -22.0    | -21.0     |      |   |
|       |      | 10:00                              | EUR  | M3 dest. a/a                               | *         | ago                       | 2.3      | % 2.5     |      |   |
|       |      | 10:00                              | ITA  | Fiducia consumatori                        |           | set                       | 96.1     |           |      |   |
|       |      | 10:00                              | ITA  | Fiducia delle imprese manif.               | **        | set                       | 87.1     |           |      |   |
|       |      | 14:30                              | USA  | Sussidi di disoccupazione esistenti        | *         | settim                    | 1.829    | Mln       |      |   |
|       |      | 14:30                              | USA  | Richieste di sussidio                      | *         | settim                    | 219      | x1000     |      |   |
|       |      | 14:30                              | USA  | Deflatore consumi core t/t finale          |           | T2                        | prel 2.8 | %         |      |   |
|       |      | 14:30                              | USA  | PIL, deflatore t/t ann. finale             |           | T2                        | prel 2.5 | %         |      |   |
|       |      | 14:30                              | USA  | PIL t/t ann. finale                        |           | T2                        | prel 3.0 | % 2.9     |      |   |
|       |      | 14:30                              | USA  | Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim   | *         | ago                       | -0.2     | %         |      |   |
|       |      | 14:30                              | USA  | Ordinativi, beni durevoli m/m prelim       | *         | ago                       | 9.8      | % -2.8    |      |   |
|       |      | Ven                                | 27/9 | 08:45                                      | FRA       | Spese per consumi m/m     | **       | ago       | 0.3  | % |
|       |      |                                    |      | 08:45                                      | FRA       | IPCA a/a prelim           | *        | set       | 2.2  | % |
| 09:00 | SPA  |                                    |      | PIL t/t finale                             | *         | T2                        | prel 0.8 | %         |      |   |
| 09:00 | SPA  |                                    |      | IPCA a/a prelim                            |           | set                       | 2.4      | %         |      |   |
| 09:55 | GER  |                                    |      | Variazione n° disoccupati                  | *         | set                       | 2        | x1000 9   |      |   |
| 09:55 | GER  |                                    |      | Tasso di disoccupazione                    |           | set                       | 6.0      | % 6.0     |      |   |
| 10:00 | ITA  |                                    |      | Fatturato industriale a/a                  |           | lug                       | -3.7     | %         |      |   |
| 10:00 | ITA  |                                    |      | Fatturato industriale m/m                  |           | lug                       | 0.1      | %         |      |   |
| 11:00 | EUR  |                                    |      | Fiducia industria                          |           | set                       | -9.7     |           |      |   |
| 11:00 | EUR  |                                    |      | Fiducia consumatori finale                 |           | set                       | -13.5    |           |      |   |
| 11:00 | EUR  |                                    |      | Fiducia servizi                            |           | set                       | 6.3      |           |      |   |
| 11:00 | EUR  |                                    |      | Indice di fiducia economica                | **        | set                       | 96.6     |           |      |   |
| 11:00 | ITA  |                                    |      | PPI a/a                                    | 0         | ago                       | -1.1     | %         |      |   |
| 11:00 | ITA  |                                    |      | PPI m/m                                    | 0         | ago                       | 1.3      | %         |      |   |
| 14:30 | USA  |                                    |      | Bilancia commerciale dei beni prelim       |           | ago                       | -102.7   | Mld \$    |      |   |
| 14:30 | USA  |                                    |      | Deflatore consumi (core) a/a               | *         | ago                       | 2.6      | %         |      |   |
| 14:30 | USA  |                                    |      | Redditi delle famiglie m/m                 |           | ago                       | 0.3      | % 0.4     |      |   |
| 14:30 | USA  |                                    |      | Deflatore consumi a/a                      | *         | ago                       | 2.5      | %         |      |   |
| 14:30 | USA  |                                    |      | Deflatore consumi (core) m/m               | *         | ago                       | 0.2      | %         |      |   |
| 14:30 | USA  |                                    |      | Spesa per consumi (nominale) m/m           | *         | ago                       | 0.5      | % 0.3     |      |   |
| 16:00 | USA  | Fiducia famiglie (Michigan) finale |      | set  | prel 69.0 |                           |          |           |      |   |

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 (23 – 27 settembre)**

| <b>Data</b> | <b>Ora</b> | <b>Paese</b> | <b>* Evento</b>   |
|-------------|------------|--------------|---|
| Lun 23/9    | 14:00      | USA          | Discorso di Bostic (Fed)                                  |
|             | 15:00      | EUR          | Discorso di Cipollone (BCE)                               |
|             | 16:15      | USA          | Discorso di Goolsbee (Fed)                                |
|             | 19:00      | USA          | Discorso di Kashkari (Fed)                                |
| Mar 24/9    | 18:00      | EUR          | Discorso di Nagel (BCE)                                   |
| Gio 26/9    | 01:50      | GIA          | * BoJ: pubblicazione dei verbali della riunione di luglio |
|             | 15:10      | USA          | Discorso di Collins (Fed)                                 |
|             | 15:20      | USA          | * Discorso di Powell (Fed)                                |
|             | 15:25      | USA          | Discorso di Williams (Fed)                                |
|             | 15:30      | EUR          | * Discorso di Lagarde (BCE)                               |
|             | 16:30      | USA          | Discorso di Barr (Fed)                                    |
| Ven 27/9    | 09:15      | EUR          | Discorso di Rehn (BCE)                                    |
|             | 10:15      | EUR          | Discorso di Lane (BCE)                                    |
|             | 11:40      | EUR          | Discorso di Cipollone (BCE)                               |
|             | 13:15      | EUR          | Discorso di Nagel (BCE)                                   |
|             | 15:30      | USA          | Discorsi di Collins (Fed) e Kugler (Fed)                  |

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

| Dato                                      | Periodo | Precedente                 | Consenso | Effettivo     |
|---|---------|----------------------------|----------|---------------|
| Indice Empire Manufacturing               | set     | -4.7                       |          | -4.75 11.5    |
| Vendite al dettaglio ex-auto m/m          | ago     | 0.4                        | %        | 0.2 0.1       |
| Vendite al dettaglio m/m                  | ago     | 1.1 <del>(1.0)</del>       | %        | -0.2 0.1      |
| Produzione industriale m/m                | ago     | -0.9 <del>(-0.6)</del>     | %        | 0.2 0.8       |
| Impiego capacità produttiva               | ago     | 77.4 <del>(77.8)</del>     | %        | 77.9 78.0     |
| Scorte delle imprese m/m                  | lug     | 0.3                        | %        | 0.3 0.4       |
| Indice Mercato Immobiliare NAHB           | set     | 39                         |          | 40 41         |
| Licenze edilizie                          | ago     | 1.406                      | Mln      | 1.410 1.475   |
| Nuovi cantieri residenziali               | ago     | 1.237 <del>(1.238)</del>   | Mln      | 1.310 1.356   |
| Acquisti netti att. finanziarie (l/term.) | lug     | 80.5 <del>(96.1)</del>     | Mld \$   |               |
| Richieste di sussidio                     | settim  | 231 <del>(230)</del>       | x1000    | 230 219       |
| Sussidi di disoccupazione esistenti       | settim  | 1.843 <del>(1.850)</del>   | Mln      | 1.854 1.829   |
| Saldo partite correnti                    | T2      | -241.0 <del>(-237.6)</del> | Mld \$   | -260.0 -266.8 |
| Indice Philadelphia Fed                   | set     | -7.0                       |          | -1.0 1.7      |
| Indice anticipatore m/m                   | ago     | -0.6                       | %        | -0.3 -0.2     |
| Vendite di case esistenti (mln ann.)      | ago     | 3.96 <del>(3.95)</del>     | Mln      | 3.90 3.86     |

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

### Il FOMC taglia i tassi più del previsto, ma ci aspettiamo mosse di minore entità nei prossimi mesi.

Il FOMC di settembre si è concluso con una riduzione del tasso obiettivo sui fed funds di ben 50 punti base, a 4,75-5,00%. La decisione non è stata unanime, in quanto Bowman ha votato per un taglio di soli 25 punti base (è il primo dissenso di un governatore dal 2005). I cambiamenti nel comunicato e nelle nuove proiezioni economiche riflettono una revisione al ribasso delle valutazioni sia sul mercato del lavoro che sull'inflazione, mentre la crescita è ancora considerata resiliente. Riteniamo che la Fed possa passare a tagli più contenuti nelle prossime riunioni: vediamo ora due tagli dei tassi di 25 pb nei meeting di novembre e dicembre, e manteniamo la nostra previsione di tagli complessivi dei tassi di 100 pb il prossimo anno.

### Area euro

| Paese | Dato                                       | Periodo | Precedente                 | Consenso | Effettivo   |
|-------|--|---------|----------------------------|----------|-------------|
| EUR   | Costo del lavoro Eurozona                  | T2      | 5.0 <del>(5.1)</del>       | %        | 4.7         |
| EUR   | CPI a/a finale                             | ago     | 2.2                        | %        | 2.2 2.2     |
| EUR   | CPI m/m finale                             | ago     | 0.0                        | %        | 0.2 0.1     |
| EUR   | CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale | ago     | 2.8                        | %        | 2.8 2.8     |
| EUR   | Fiducia consumatori flash                  | set     | -13.5                      |          | -13.0       |
| FRA   | Fiducia imprese manifatturiere             | set     | 99                         |          | 99 99       |
| GER   | ZEW (Sit. corrente)                        | set     | -77.3                      |          | -80.0 -84.5 |
| GER   | ZEW (Sentiment econ.)                      | set     | 19.2                       |          | 17.0 3.6    |
| GER   | PPI a/a                                    | ago     | -0.8                       | %        | -1.0 -0.8   |
| GER   | PPI m/m                                    | ago     | 0.2                        | %        | 0.0 0.2     |
| ITA   | IPCA a/a finale                            | ago     | 1.3                        | %        | 1.3 1.2     |
| ITA   | IPCA m/m finale                            | ago     | -0.1                       | %        | -0.1 -0.2   |
| ITA   | Prezzi al consumo m/m finale               | ago     | 0.2                        | %        | 0.2 0.2     |
| ITA   | Prezzi al consumo a/a finale               | ago     | 1.1                        | %        | 1.1 1.1     |
| ITA   | Bilancia commerciale (totale)              | lug     | 5.150 <del>(5.065)</del>   | Mld €    | 6.743       |
| ITA   | Bilancia commerciale (UE)                  | lug     | -0.961 <del>(-1.045)</del> | Mld €    | 0.642       |

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

**Giappone**

| Dato                            | Periodo | Precedente |          | Consenso | Effettivo |        |
|---------------------------------|---------|------------|----------|----------|-----------|--------|
| Ordinativi di macchinari m/m    | lug     | 2.1        |          | %        | 0.5       | -0.1   |
| Bilancia commerciale            | ago     | -628.7     | (-621.8) | Mld ¥ JP | -1380.0   | -695.3 |
| CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a | ago     | 2.7        |          | %        | 2.8       | 2.8    |
| CPI (naz.) a/a                  | ago     | 2.8        |          | %        |           | 3.0    |

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

**Cina**

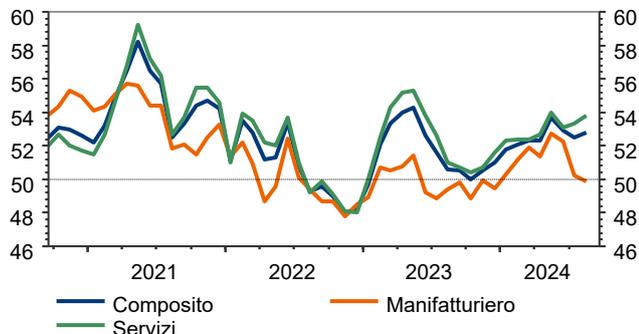
| Dato                      | Periodo | Precedente |  | Consenso | Effettivo |
|---------------------------|---------|------------|--|----------|-----------|
| Tasso prime rate a 1 anno | set     | 3.35       |  | %        | 3.35      |
| Tasso prime rate a 5 anni | set     | 3.85       |  | %        | 3.85      |

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

**Cina: dati macroeconomici agosto 2024.** I dati di agosto sono stati inferiori alle attese di consenso segnalando nel complesso un ulteriore indebolimento dell'economia. Alla moderazione della crescita della produzione industriale e delle vendite al dettaglio si è affiancata una lieve accelerazione degli investimenti fissi guidata dalle imprese statali ma accompagnata da un rallentamento degli investimenti del manifatturiero e da un ulteriore calo degli investimenti del settore privato. Le misure di sostegno al settore immobiliare non sono ancora riuscite ad incidere con forza e le condizioni del mercato restano difficili. Un probabile altro taglio dei tassi dei mutui esistenti, paventato dal Governo nell'ultima settimana, dovrebbe fornire supporto ai consumi mentre l'accelerazione delle emissioni dei governi locali, seppur limitata dai vincoli di bilancio, dovrebbe fornire un modesto sostegno alla spesa per infrastrutture. La decelerazione del settore dei servizi appare inferiore a quella del settore manifatturiero, sostenendo la crescita totale. Il rallentamento del credito, guidato dalla moderazione dei mutui ma anche dal calo del credito al consumo, insieme al basso livello della fiducia dei consumatori, non supporta tuttavia un sostenuto recupero dei consumi nel breve termine, minando ancora di più il raggiungimento del target di crescita del governo.

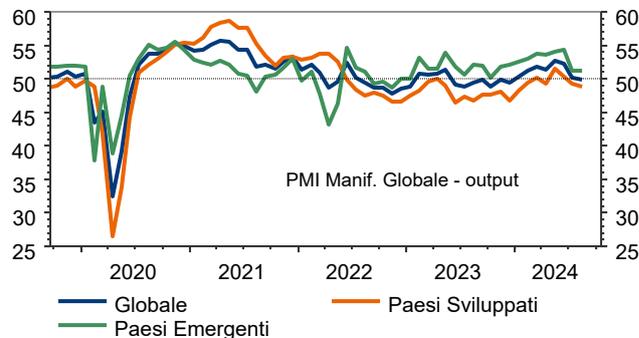
## Ciclo Reale

**PMI globale: manifatturiero e servizi**



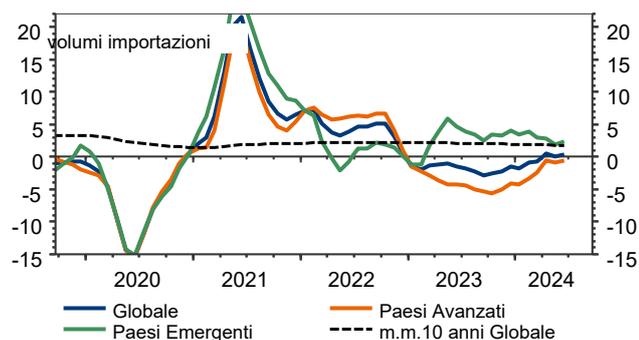
Fonte: S&P Global

**PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti**



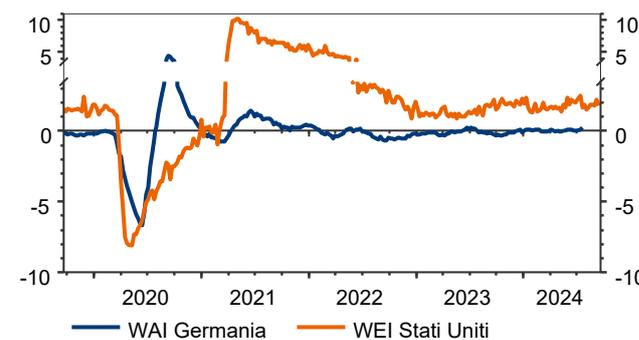
Fonte: S&P Global

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



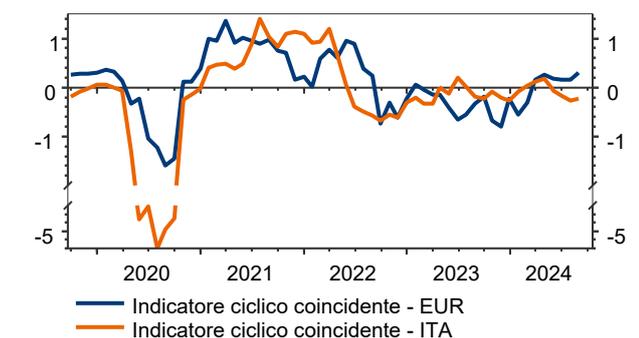
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

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



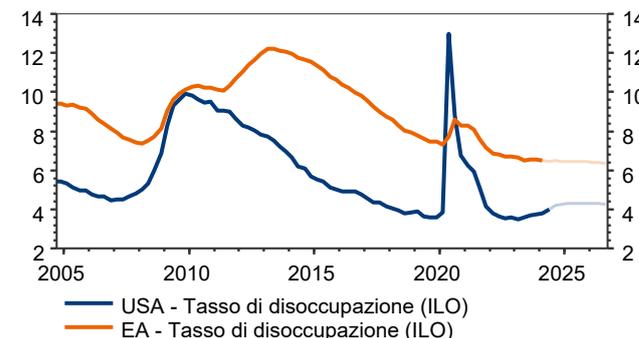
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

**Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia**



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

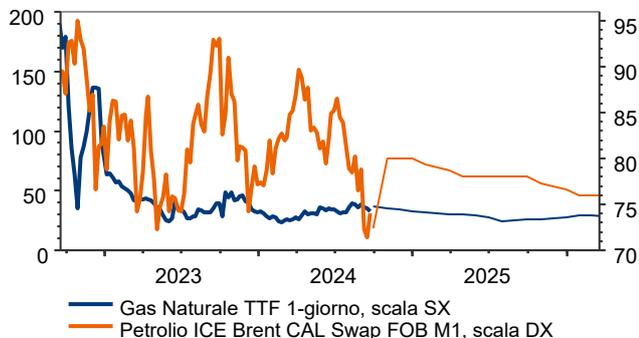
**Tasso di disoccupazione (ILO)**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

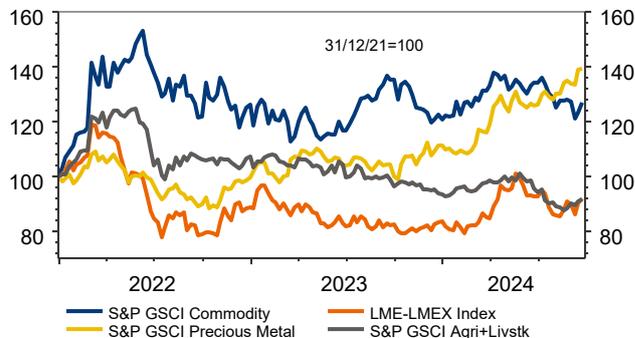
## Inflazione

### Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



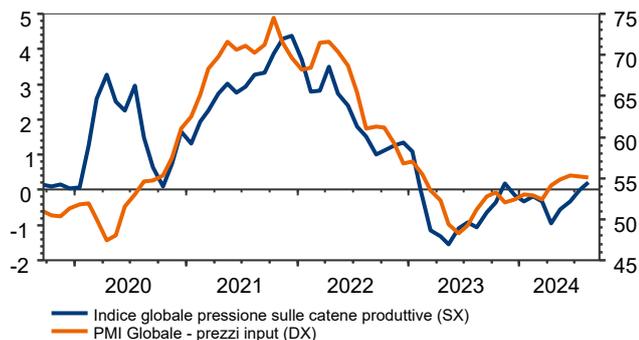
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Andamento dei prezzi delle materie prime



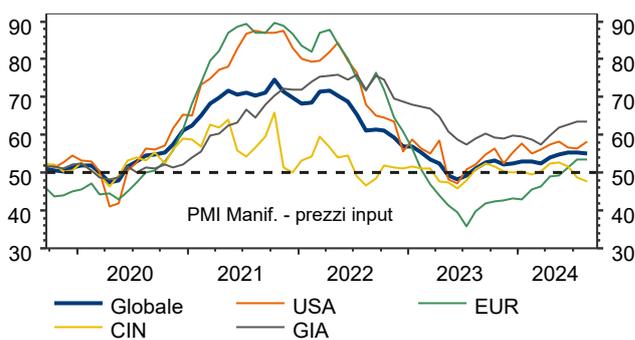
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

### Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



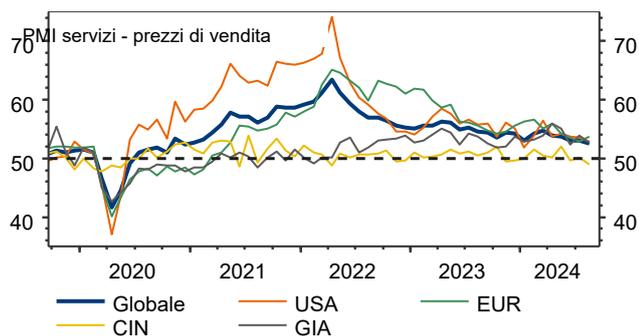
Fonte: NY Fed, S&P Global

### Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



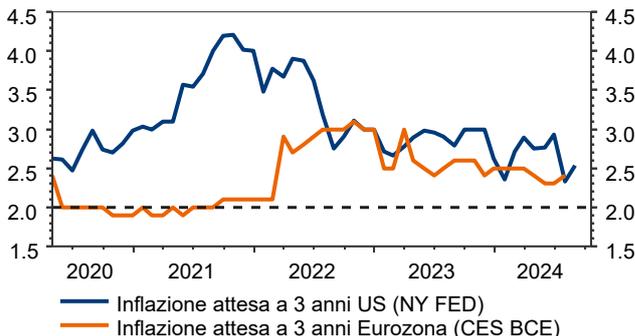
Fonte: S&P Global

### Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

### Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

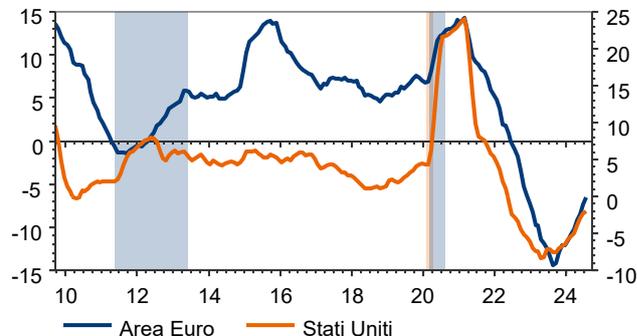
## Condizioni Finanziarie

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

### M1 reale, variazione % a/a



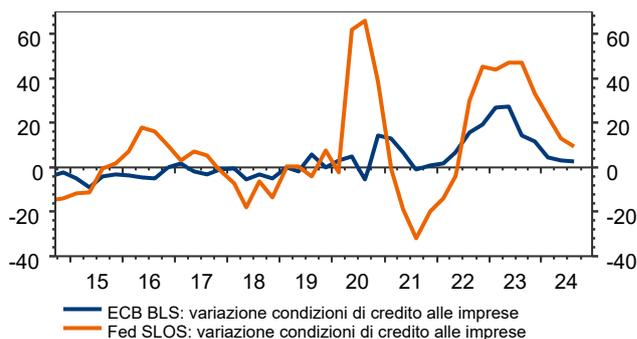
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

### Tassi sui mutui residenziali



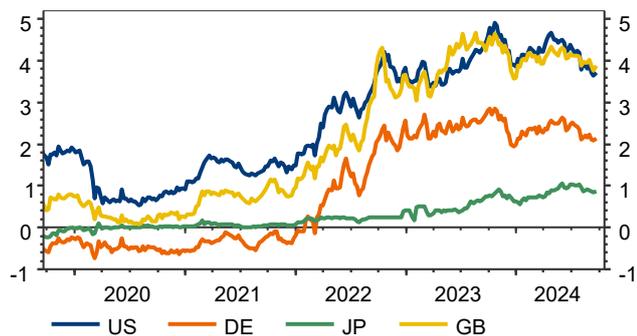
Fonte: Fed, BCE

### Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



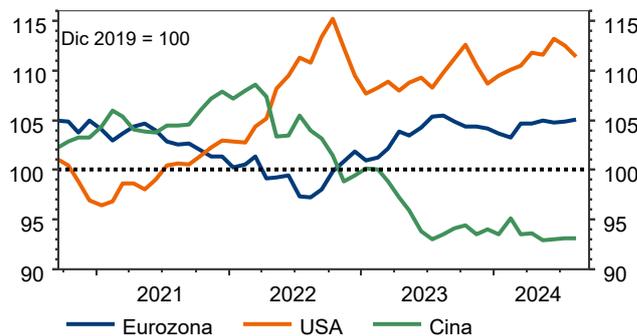
Fonte: Fed, BCE

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



Fonte: Refinitiv-Datastream

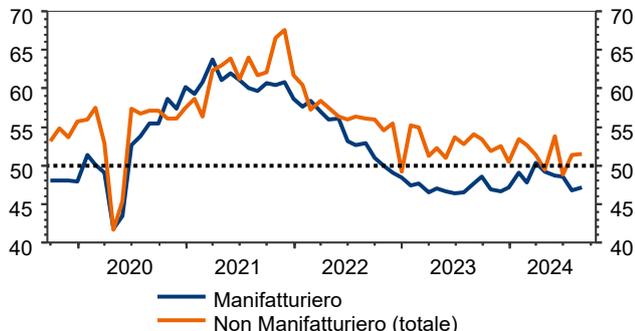
### Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

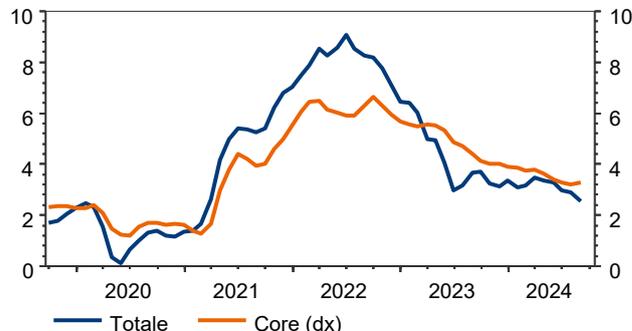
## Stati Uniti

### Indagini ISM



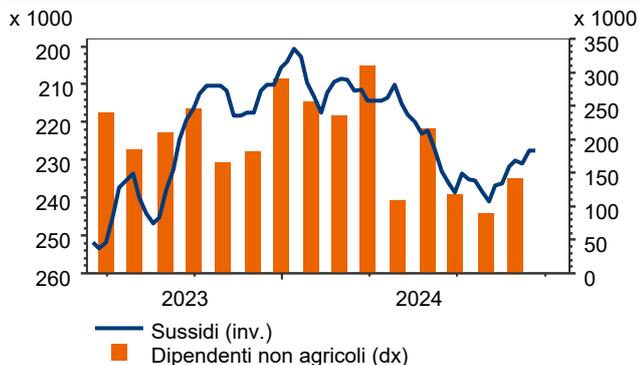
Fonte: ISM

### CPI - Var. % a/a



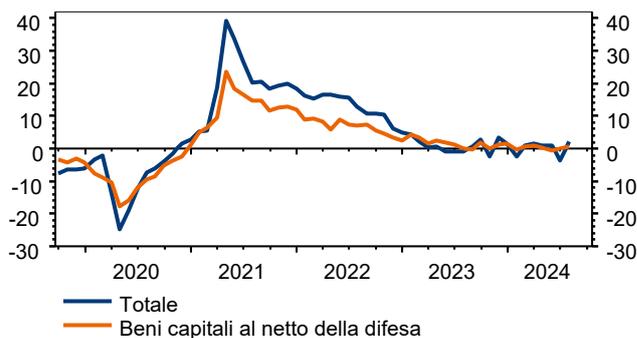
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

### 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

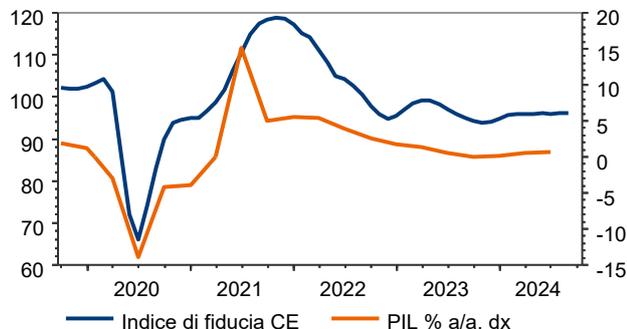
### Previsioni

|                                | 2023  | 2024  | 2025  | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |     |
|--------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
|                                |       |       |       | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T1   | T2  |
| PIL (prezzi costanti, a/a)     | 2.5   | 2.6   | 1.7   | 2.9  | 3.1  | 2.9  | 3.1  | 2.4  | 1.8  | 1.8  | 1.6  | 1.6  | 1.6 |
| - trim./trim. annualizzato     |       |       |       | 4.9  | 3.4  | 1.4  | 3.0  | 1.7  | 1.3  | 1.4  | 1.9  | 1.4  | 1.9 |
| Consumi privati                | 2.2   | 2.4   | 1.7   | 3.1  | 3.3  | 1.5  | 2.9  | 2.8  | 1.6  | 1.3  | 1.3  | 1.3  | 1.3 |
| IFL - privati non residenziali | 4.5   | 4.2   | 5.8   | 1.4  | 3.7  | 4.4  | 4.6  | 3.9  | 6.2  | 6.0  | 6.7  | 6.0  | 6.7 |
| IFL - privati residenziali     | -10.6 | 4.8   | 1.4   | 6.7  | 2.8  | 16.0 | -2.0 | 0.9  | 1.0  | 2.4  | 1.7  | 2.4  | 1.7 |
| Consumi e inv. pubblici        | 4.1   | 3.1   | 1.4   | 5.8  | 4.6  | 1.8  | 2.7  | 2.7  | 1.0  | 1.0  | 1.3  | 1.0  | 1.3 |
| Esportazioni                   | 2.6   | 2.2   | 3.7   | 5.4  | 5.1  | 1.6  | 1.6  | 2.7  | 3.1  | 3.5  | 4.2  | 3.5  | 4.2 |
| Importazioni                   | -1.7  | 4.4   | 6.8   | 4.2  | 2.2  | 6.1  | 7.0  | 5.5  | 7.0  | 7.9  | 6.9  | 7.9  | 6.9 |
| Var. scorte (contrib., % PIL)  | -0.4  | 0.0   | 0.1   | 1.1  | -0.4 | -0.5 | 0.7  | -0.5 | 0.0  | 0.2  | 0.3  | 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   | 2.8   | 2.2   | 3.5  | 3.2  | 3.2  | 3.2  | 2.6  | 2.4  | 2.0  | 1.9  | 2.0  | 1.9 |
| Produzione industriale         | 0.2   | -0.1  | 1.2   | 0.3  | -0.4 | -0.4 | 0.7  | -0.3 | 0.4  | 0.4  | 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  | 4.4  | 4.4 |

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

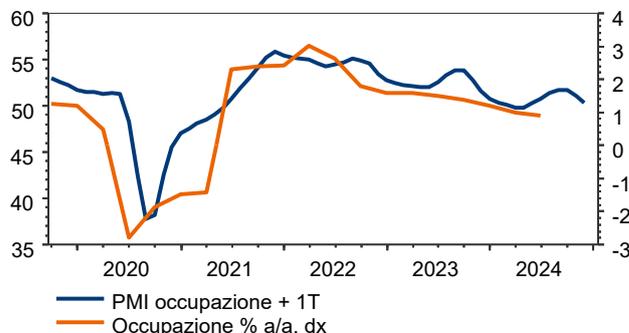
## Area euro

### 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 BCE     | Core ex AEAT | IPCA ex tob  | IPCA BCE   | Core ex AEAT | Core ex AEAT | 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        | 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        | 126.2        | 2.2        | 2.8          | 2.8          | 2.0         |
| set-24       | 127.0        | 123.5        | 119.6        | 126.4        | 2.1        | 2.8          | 2.2          | 1.9         |
| ott-24       | 127.4        | 123.8        | 119.7        | 126.8        | 2.3        | 2.9          | 2.0          | 2.1         |
| nov-24       | 127.2        | 123.4        | 119.1        | 126.6        | 2.7        | 3.0          | 2.1          | 2.5         |
| dic-24       | 127.4        | 123.7        | 119.4        | 126.8        | 2.7        | 2.9          | 1.9          | 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>2.4</b>  |

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

### Previsioni di inflazione, anno successivo

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |              |              |             |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|-------------|
|              | IPCA         | Core BCE     | Core ex AEAT | IPCA ex tob  | IPCA BCE   | Core ex AEAT | Core ex AEAT | IPCA ex tob |
| gen-25       | 126.5        | 122.6        | 118.8        | 125.9        | 2.4        | 2.6          | 2.3          | 2.2         |
| feb-25       | 126.8        | 122.9        | 119.6        | 126.3        | 2.0        | 2.2          | 2.4          | 1.9         |
| mar-25       | 127.9        | 124.0        | 120.3        | 127.3        | 2.0        | 2.2          | 1.8          | 2.0         |
| apr-25       | 128.9        | 125.3        | 121.5        | 128.4        | 2.3        | 2.6          | 2.1          | 2.2         |
| mag-25       | 129.2        | 125.6        | 122.3        | 128.6        | 2.3        | 2.5          | 2.4          | 2.2         |
| giu-25       | 129.3        | 125.7        | 122.2        | 128.7        | 2.1        | 2.2          | 1.9          | 2.1         |
| lug-25       | 129.0        | 125.5        | 122.0        | 128.4        | 1.9        | 2.1          | 1.9          | 1.9         |
| ago-25       | 129.0        | 125.5        | 121.9        | 128.4        | 1.8        | 1.8          | 1.5          | 1.8         |
| set-25       | 129.3        | 125.8        | 122.2        | 128.7        | 1.8        | 1.8          | 2.1          | 1.8         |
| ott-25       | 129.7        | 126.1        | 122.2        | 129.2        | 1.8        | 1.8          | 2.1          | 1.9         |
| nov-25       | 129.5        | 125.8        | 121.7        | 129.0        | 1.8        | 2.0          | 2.2          | 1.9         |
| dic-25       | 129.7        | 126.1        | 121.9        | 129.0        | 1.8        | 1.9          | 2.1          | 1.7         |
| <b>Media</b> | <b>128.7</b> | <b>125.1</b> | <b>121.4</b> | <b>128.2</b> | <b>2.0</b> | <b>2.1</b>   | <b>2.1</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  | 0.2  | 0.2  | 0.3  | 0.3  |
| Consumi privati               | 0.8  | 0.8  | 1.4  | 0.3  | 0.0  | 0.3  | -0.1 | 0.4  | 0.2  | 0.4  | 0.4  |
| Investimenti fissi            | 1.1  | -2.7 | -0.2 | 0.0  | 1.0  | -1.8 | -2.2 | 0.0  | 0.1  | -0.1 | 0.1  |
| Consumi pubblici              | 1.2  | 1.6  | 0.7  | 0.7  | 0.7  | 0.1  | 0.6  | 0.2  | 0.2  | 0.1  | 0.1  |
| Esportazioni                  | -0.4 | 1.8  | 2.3  | -1.2 | 0.3  | 1.1  | 1.4  | 0.3  | 0.4  | 0.5  | 0.6  |
| Importazioni                  | -0.7 | -0.5 | 2.1  | -1.5 | 0.5  | -0.6 | 0.5  | 0.2  | 0.4  | 0.6  | 0.6  |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -0.5 | -0.6 | 0.1  | -0.3 | -0.3 | -0.3 | 0.0  | -0.1 | 0.0  | 0.1  | 0.0  |
| 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  | 2.1  | 2.2  |
| Produzione industriale (a/a)  | -2.2 | -3.0 | 1.0  | -4.9 | -3.9 | -4.7 | -3.6 | -1.9 | -1.8 | -0.7 | 0.5  |
| 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

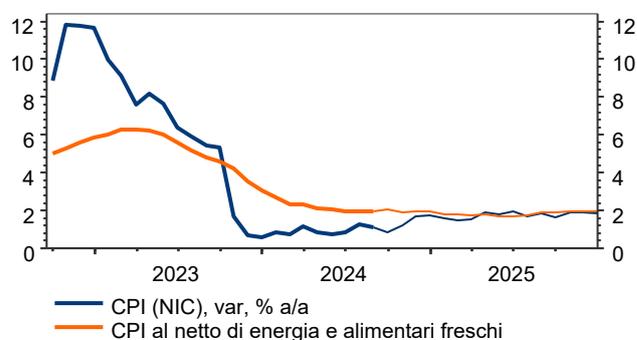
## Italia

## 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<br>ex tob | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI<br>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       | 121.6        | 121.4        | 120.1        | 120.1         | 1.2        | 1.1        | 0.9        | 0.8           |
| set-24       | 123.3        | 121.3        | 120.1        | 120.1         | 1.0        | 0.9        | 0.8        | 0.7           |
| ott-24       | 123.9        | 121.6        | 120.2        | 120.2         | 1.4        | 1.2        | 0.9        | 0.8           |
| nov-24       | 123.8        | 121.5        | 120.2        | 120.2         | 1.9        | 1.7        | 1.3        | 1.3           |
| dic-24       | 124.0        | 121.8        | 120.5        | 120.5         | 1.9        | 1.7        | 1.4        | 1.3           |
| <b>Media</b> | <b>122.4</b> | <b>120.9</b> | <b>119.8</b> | <b>119.8</b>  | <b>1.2</b> | <b>1.1</b> | <b>1.0</b> | <b>0.9</b>    |

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni di inflazione, anno successivo

|              | INDICI       |              |              |               | Var. % a/a |            |            |               |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------|------------|------------|---------------|
|              | IPCA         | NIC          | FOI          | FOI<br>ex tob | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI<br>ex tob |
| gen-25       | 122.5        | 122.0        | 121.1        | 121.1         | 1.8        | 1.6        | 1.6        | 1.5           |
| feb-25       | 122.4        | 122.0        | 121.1        | 121.0         | 1.6        | 1.5        | 1.5        | 1.4           |
| mar-25       | 123.9        | 122.0        | 120.7        | 121.0         | 1.7        | 1.5        | 1.2        | 1.3           |
| apr-25       | 124.9        | 122.6        | 121.2        | 121.4         | 2.1        | 1.9        | 1.6        | 1.8           |
| mag-25       | 125.1        | 122.8        | 121.3        | 121.4         | 2.0        | 1.8        | 1.5        | 1.6           |
| giu-25       | 125.5        | 123.1        | 121.5        | 121.6         | 2.1        | 2.0        | 1.7        | 1.8           |
| lug-25       | 124.0        | 123.2        | 121.7        | 121.3         | 1.8        | 1.7        | 1.4        | 1.1           |
| ago-25       | 124.1        | 123.6        | 122.1        | 121.7         | 2.0        | 1.9        | 1.7        | 1.3           |
| set-25       | 125.6        | 123.3        | 121.8        | 121.4         | 1.8        | 1.6        | 1.4        | 1.1           |
| ott-25       | 126.5        | 123.9        | 122.2        | 121.8         | 2.1        | 1.9        | 1.7        | 1.3           |
| nov-25       | 126.4        | 123.9        | 122.2        | 121.8         | 2.1        | 1.9        | 1.7        | 1.3           |
| dic-25       | 126.5        | 124.0        | 122.4        | 122.0         | 2.0        | 1.9        | 1.6        | 1.2           |
| <b>Media</b> | <b>124.8</b> | <b>123.0</b> | <b>121.6</b> | <b>121.5</b>  | <b>1.9</b> | <b>1.8</b> | <b>1.5</b> | <b>1.4</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  | 0.9  | 0.7  | 0.8  | 0.8  | 1.1  |
| - t/t                         |       |       |       | 0.3  | 0.1  | 0.3  | 0.2  | 0.1  | 0.2  | 0.3  | 0.4  |
| Consumi privati               | 1.2   | 0.2   | 1.4   | 0.8  | -1.4 | 0.3  | 0.2  | 0.5  | 0.4  | 0.4  | 0.3  |
| Investimenti fissi            | 4.9   | 2.7   | 1.0   | 1.3  | 2.0  | 0.4  | 0.3  | -0.1 | -0.1 | 0.4  | 0.4  |
| Consumi pubblici              | 1.2   | 0.1   | 0.2   | 0.1  | 0.7  | 0.0  | -0.5 | 0.2  | 0.0  | 0.1  | 0.1  |
| Esportazioni                  | 0.5   | -0.4  | 1.6   | 0.9  | 1.1  | 0.0  | -1.5 | -1.0 | 0.8  | 0.8  | 0.8  |
| Importazioni                  | -0.2  | -4.2  | 1.6   | -2.0 | -0.1 | -2.7 | -0.6 | -0.5 | 0.6  | 0.6  | 0.6  |
| Var. scorte (contrib., % PIL) | -1.2  | -1.2  | 0.0   | -1.4 | 0.0  | -0.8 | 0.4  | 0.0  | -0.1 | -0.1 | 0.0  |
| 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   | 1.2   | 1.9   | 5.8  | 1.0  | 1.0  | 0.9  | 1.3  | 1.7  | 1.7  | 2.1  |
| Produzione industriale (a/a)  | -2.1  | -3.0  | 0.7   | -2.7 | -1.6 | -3.5 | -3.0 | -3.1 | -2.4 | -0.6 | 0.7  |
| Disoccupazione (ILO, %)       | 7.7   | 6.8   | 7.0   | 7.7  | 7.4  | 7.1  | 6.8  | 6.6  | 6.7  | 6.9  | 7.0  |
| Tasso a 10 anni (%)           | 4.15  | 3.70  | 3.83  | 4.18 | 4.19 | 3.74 | 3.86 | 3.66 | 3.53 | 3.50 | 3.70 |

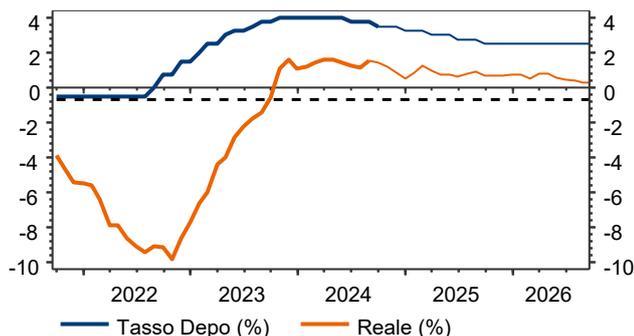
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

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

### Eurozona

|              | dic  | mar  | giu  | 19/9        | set  | dic  | mar  | giu  |
|--------------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Deposit rate | 4.00 | 4.00 | 3.75 | <b>3.50</b> | 3.50 | 3.25 | 3.00 | 2.75 |
| Euribor 1m   | 3.85 | 3.86 | 3.63 | <b>3.37</b> | 3.48 | 3.22 | 2.95 | 2.70 |
| Euribor 3m   | 3.91 | 3.89 | 3.71 | <b>3.44</b> | 3.45 | 3.19 | 2.94 | 2.68 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

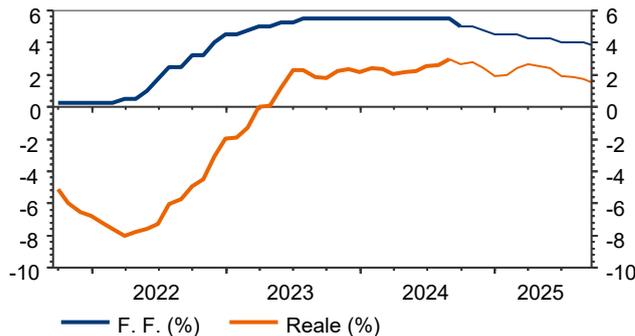


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Stati Uniti

|           | dic  | mar  | giu  | 19/9        | set  | dic  | mar  | giu  |
|-----------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Fed Funds | 5.50 | 5.50 | 5.50 | <b>5.00</b> | 5.00 | 4.50 | 4.25 | 4.00 |
| OIS 3m    | 5.31 | 5.32 | 5.32 | <b>4.66</b> | 4.88 | 4.38 | 4.15 | 3.89 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

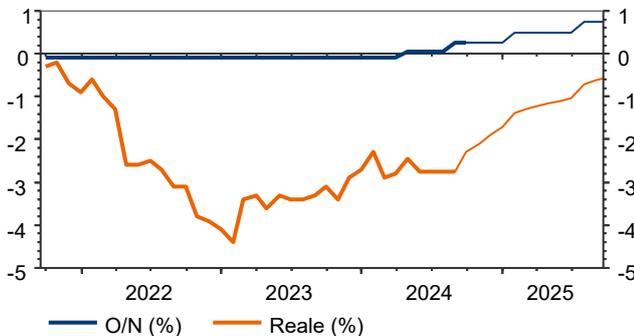


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Giappone

|            | dic   | mar  | giu  | 19/9        | 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>0.24</b> | 0.24 | 0.40 | 0.55 | 0.65 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

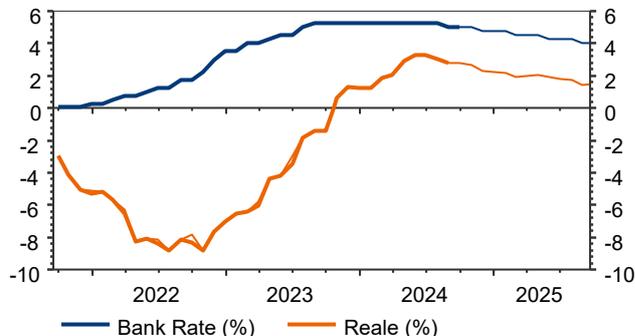


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

|           | dic  | mar  | giu  | 19/9        | set  | dic  | mar  | giu  |
|-----------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Bank rate | 5.25 | 5.25 | 5.25 | <b>5.00</b> | 5.00 | 4.75 | 4.50 | 4.25 |
| OIS 3m    | 5.21 | 5.18 | 5.13 | <b>4.85</b> | 4.75 | 4.55 | 4.35 | 4.15 |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

|         | -24m | -12m | -6m  | -3m  | -1m  | 20/9          | 1m   | 3m   | 6m   | 12m  | 24m  |
|---------|------|------|------|------|------|---------------|------|------|------|------|------|
| EUR/USD | 1.00 | 1.07 | 1.08 | 1.07 | 1.11 | <b>1.1162</b> | 1.10 | 1.11 | 1.12 | 1.13 | 1.14 |
| USD/JPY | 144  | 148  | 152  | 159  | 146  | <b>143.71</b> | 140  | 138  | 134  | 132  | 130  |
| GBP/USD | 1.14 | 1.24 | 1.27 | 1.27 | 1.30 | <b>1.3299</b> | 1.32 | 1.33 | 1.34 | 1.35 | 1.35 |
| EUR/CHF | 0.96 | 0.96 | 0.97 | 0.95 | 0.95 | <b>0.9463</b> | 0.94 | 0.95 | 0.98 | 1.00 | 1.02 |
| EUR/JPY | 143  | 158  | 165  | 170  | 162  | <b>160.43</b> | 154  | 153  | 150  | 149  | 148  |
| EUR/GBP | 0.87 | 0.87 | 0.85 | 0.85 | 0.85 | <b>0.8391</b> | 0.83 | 0.83 | 0.84 | 0.84 | 0.84 |

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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com