INTESA SANPAOLO

Weekly Economic Monitor

Macro

Il punto

La principale novità della settimana appena trascorsa è l'intensificarsi dei rischi al ribasso sulla crescita nell'Eurozona (più marcati in Germania e Francia che in Italia e Spagna), in base a quanto emerso dalle indagini di fiducia di settembre. Se anche i dati di settimana prossima sui prezzi al consumo di settembre dovessero evidenziare un ulteriore calo dell'inflazione dopo quello già visto ad agosto, potrebbe aumentare la probabilità di un nuovo taglio dei tassi da parte della BCE già nella riunione di ottobre. Anche negli Stati Uniti si riscontrano segnali di moderazione ciclica, ma più lievi, in questa fase, che nell'Eurozona; in questo quadro, l'employment report di settembre atteso venerdì prossimo quantomeno non dovrebbe mostrare un ulteriore indebolimento del mercato del lavoro rispetto a quanto visto nei due mesi precedenti.

Nello Scenario Macroeconomico Trimestrale pubblicato questa settimana, abbiamo aggiornato le nostre previsioni sulle principali economie mondiali, nonché sui mercati valutari e delle materie prime. Riteniamo che il treno dell'allentamento monetario (in risposta al calo dell'inflazione e al rallentamento dell'occupazione) sia "partito in orario" e possa essere relativamente rapido. Tuttavia, **ci sono ragioni per pensare che la discesa possa essere meno repentina di quanto scontano i mercati, e per mantenere una certa cautela sull'orientamento delle politiche monetarie dopo il 2025**: tra queste, i rischi geopolitici derivanti dalle elezioni presidenziali negli Stati Uniti, e da una eventuale estensione del conflitto mediorientale. Di seguito l'usuale aggiornamento settimanale dell'evoluzione recente e attesa dello scenario congiunturale nell'Eurozona e negli Stati Uniti.

Eurozona:

- **Questa settimana**:
  - **Indagini di settembre: gli attesi rischi al ribasso si sono materializzati**. La settimana scorsa segnalavamo che le indagini di settembre avrebbero potuto indicare rischi al ribasso sull'attività economica: i dati sono stati anche peggiori delle nostre attese. L'**indice PMI composito per l'area euro** è tornato su livelli recessivi per la prima volta da inizio anno, con flessioni più marcate del previsto sia nel manifatturiero sia nei servizi, assieme a segnali di attenuazione delle pressioni inflattive. Le **indagini della Commissione** Europea hanno offerto un quadro leggermente meno pessimistico ma anch'esse hanno confermato la debolezza del ciclo senza segnali di ripartenza nel breve termine. L'**Ifo tedesco** è peggiorato ancora (per il quarto mese consecutivo, e più del previsto), con le valutazioni sulla situazione corrente ai minimi dall'estate del 2020: non solo l'industria resta in recessione (senza segnali di recupero dalle componenti più prospettiche), ma anche i servizi sembrano perdere slancio. Meno negative le **indagini Istat in Italia**, che hanno visto sì un nuovo calo del morale manifatturiero (ai minimi dal 2020) e nelle costruzioni (appesantite dal venir meno del sostegno fiscale), ma anche un recupero del sentiment delle aziende dei servizi e del commercio al dettaglio, nonché dei consumatori. Nel complesso, le indagini di settembre segnalano significativi rischi al ribasso sulla crescita sia di fine 2024 che di inizio 2025 (più in Germania e Francia che non in Italia e Spagna), che potrebbero mettere **a rischio l'ipotesi di riaccelerazione del PIL in Eurozona all'1,2% l'anno prossimo** dallo 0,7% stimato per quest'anno.
  - Le prime rilevazioni sull'**inflazione di settembre** hanno **sorpreso al ribasso con cali superiori alle attese**, sia nostre che di consenso, **in Francia** (1,5% a/a da 2,2% armonizzato) **e in Spagna** (1,7% a/a da 2,4% armonizzato). È stata soprattutto la flessione dei listini energetici, in particolare dei carburanti, a frenare l'inflazione, ma si notano anche segnali di rallentamento del ritmo di crescita dei servizi sia in Francia (in parte grazie al venir meno degli effetti straordinari delle Olimpiadi) che in Spagna.

27 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

- **Italia: rapporto debito/PIL di partenza più basso, con effetti limitati sulla manovra 2025.** Istat ha comunicato l'attesa revisione dei conti nazionali per gli anni 2021-23. Il livello del PIL (sia nominale che reale) è stato rivisto al rialzo significativamente per tutto il triennio (di 21 mld nel 2021, 34 mld nel 2022 e 43 mld nel 2023, a prezzi correnti), principalmente per effetto di una revisione al rialzo, dal lato della domanda, di investimenti e scorte e, dal lato dell'offerta, del valore aggiunto non solo nelle costruzioni ma anche nei servizi (soprattutto le "attività professionali, scientifiche e tecniche; amministrative e servizi di supporto"). **Il principale effetto è sui livelli del rapporto deficit/PIL e soprattutto debito/PIL (rivisti al ribasso, rispettivamente, per il 2023, da 7,4% a 7,2% e da 137,3% a 134,6%).** L'effetto di trascinamento (a parità di altri fattori) potrebbe migliorare (oltre che il livello di partenza del debito) anche il deficit per il 2024 e gli anni seguenti (di un paio di decimi), ma **non dovrebbe spostare l'entità prevista dalla manovra per il prossimo anno** (che comunque dovrebbe implementare una correzione strutturale di circa mezzo punto di PIL). **Per quanto riguarda l'impatto sulla crescita, di per sé l'effetto di trascinamento sull'anno in corso potrebbe essere negativo**, in quanto la variazione del PIL reale 2023 (in termini grezzi) è stata rivista al ribasso da 0,9% a 0,7% (il che sarebbe coerente con un PIL corretto per i giorni lavorativi a 0,8% dall'1% precedentemente stimato); per capire però effettivamente quale sia l'effetto di trascinamento sulla crescita 2024, occorrerà aspettare la **revisione della serie trimestrale in coerenza con i dati annui, che Istat comunicherà la settimana prossima** (venerdì 4 ottobre).

- **Nei prossimi giorni**:

  - **Inflazione di settembre.** Ci aspettiamo un'ulteriore flessione dell'inflazione Eurozona nel mese, a 1,9% dopo il 2,2% di agosto; l'indice "core BCE" è atteso ancora stabile al 2,8%. L'inflazione è vista in calo anche in Germania (a 1,9% da 2%, sull'armonizzato) e in Italia (a 1% dall'1,2% precedente, sempre sull'IPCA). I rischi su queste stime sono al ribasso.

  - **I primi dati di produzione industriale di agosto** in **Francia** e **Spagna** sono attesi registrare un moderato rimbalzo (0,5% e 0,3% m/m, rispettivamente) dopo la flessione di luglio; peraltro, tale recupero non dovrebbe essere sufficiente ad impedire un contributo negativo dell'industria al PIL nel trimestre corrente.

  - **Italia.** Dovrebbe finalmente essere presentato nelle prossime ore il **Piano Strutturale di Bilancio** contenente l'evoluzione dei principali aggregati di finanza pubblica per i prossimi anni. Secondo quanto riportato da "Il Sole 24 Ore" ieri, **il Piano potrebbe includere un miglioramento del rapporto deficit/PIL più rapido che nelle precedenti stime**, a 3,8% nel 2024 (contro 4,3% precedente), 3,2% nel 2025 (dal 3,7% atteso ad aprile) e 2,7% nel 2026 (dal 3% del DEF). **Inoltre, la salita del rapporto debito/PIL (ampiamente attesa, principalmente per via degli effetti ritardati del Superbonus) dovrebbe risultare moderata quest'anno** (al 134,8% dal 134,6% del 2023), prima di accentuarsi nel prossimo biennio (al 137,1% nel 2025 e al 138,3% nel 2026). Al momento in cui scriviamo non sono note le ipotesi alla base di questi numeri, né se essi si riferiscano allo scenario a legislazione vigente o a quello programmatico (ci pare più verosimile la prima ipotesi). In ogni caso, sembrano evidenziare un andamento tendenziale dei conti pubblici migliore del previsto e dunque uno scenario per la finanza pubblica nei prossimi anni meno "sfidante" di quanto atteso solo qualche settimana fa.

Stati Uniti:

- **Questa settimana**:

  - **Indagini di settembre: segnali di rallentamento (ma tengono i servizi).** Il **PMI composito** è rallentato lievemente (circa in linea con le attese) a 54,4 da 54,6 precedente; il PMI servizi, pur moderando, è rimasto in espansione (55,4 da 55,7), mentre l'indice manifatturiero è sceso a sorpresa in territorio ancor più recessivo, a 47 da 47,9 di agosto (ai minimi da 15 mesi). La **fiducia dei consumatori** secondo il Conference Board è calata assai più del previsto a 98,7 da 105,6, ai minimi dallo scorso giugno.

- **Tengono gli ordini di beni durevoli**, che registrano una stabilità ad agosto, anziché calare come atteso, dopo il balzo di luglio; in lieve crescita (più del previsto) gli ordini al netto dei trasporti (0,5% m/m) e al netto di difesa e aerei (0,2% m/m).
- **È ripreso il flusso di discorsi da parte di membri del FOMC**. **Waller** (Board), che insieme a Powell ha guidato il fronte più accomodante del FOMC alla riunione di settembre, ha ribadito di essere aperto a ulteriori tagli di 50pb se i dati lo giustificheranno, mentre, in condizioni stabili, prevede tagli più contenuti da 25pb (Waller ha descritto l'inflazione come in "rapido calo"). **Kugler** (Board) ha dichiarato di avere "fortemente sostenuto" il taglio dei tassi di 50 punti base, e che, visto il processo disinflattivo in corso, è appropriato tagliare i tassi anche solo per conservare lo stesso grado di restrizione monetaria. **Bostic** (Atlanta Fed) si mantiene su posizioni meno dovish: avrebbe preferito un approccio più cauto alla riunione di settembre, ma riconosce che il primo taglio da 50pb non esclude ulteriori interventi della stessa entità. **Bowman** (Board), unica dissidente all'ultimo FOMC, continua a mettere in guardia contro il rischio di dichiarare vittoria sull'inflazione troppo presto. Tra i non votanti, **Goolsbee** prevede "molti altri tagli" nel corso del prossimo anno e **Kashkari** (notoriamente hawkish) è aperto a nuovi interventi, mentre **Harker** avverte sul rischio di una pausa nel calo dell'inflazione.

In prospettiva:

- **Oggi pomeriggio sono attesi i dati su reddito e spesa personale, e soprattutto sul deflatore dei consumi.** Ad agosto, **il reddito delle famiglie dovrebbe essere cresciuto ancora in modo relativamente solido** (0,4% m/m, da 0,3% precedente); anche la spesa dovrebbe essere aumentata, ma a un ritmo più contenuto (0,3% m/m, da 0,5% di luglio); di conseguenza, si dovrebbe vedere una risalita 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%.**
- **Employment report di settembre: attesa una sostanziale stabilità rispetto ad agosto.** Si prevede un aumento di 140 mila nuovi posti di lavoro, circa in linea con il dato di agosto, e anche il tasso di disoccupazione è previsto stabile, al 4.2%. La crescita dei salari potrebbe invece rallentare a 0,3% m/m, dopo lo 0,4% del mese precedente.
- **Indici ISM di settembre: attesa un'ulteriore contrazione nell'industria ma una tenuta nel terziario.** L'ISM manifatturiero è visto in ulteriore flessione, a 47 da 47,2 ad agosto, mentre l'indice dei servizi è atteso stabile a 51,5.
- **Politica**. Entro la mezzanotte del 30 settembre, gli Stati Uniti si troveranno ad affrontare due scadenze cruciali: evitare lo 'shutdown' (ci aspettiamo un accordo dell'ultim'ora) e lo sciopero di oltre 40.000 lavoratori portuali in attesa del rinnovo contrattuale. Finora, l'amministrazione Biden ha evitato di invocare il Taft-Hartley Act (che imporrebbe il ritorno forzato al lavoro), preferendo cercare una soluzione più conciliativa. Tuttavia, uno sciopero prolungato potrebbe avere pesanti ripercussioni economiche e diventare un tema caldo nella campagna elettorale, offrendo a Trump un'opportunità per criticare la gestione economica dell'amministrazione Biden-Harris.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (30 settembre – 4 ottobre)

Data		Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente			Consenso
Lun	30/9	01:50	GIA	Vendite al dettaglio a/a		ago	2.7	(~~2.6~~)	%	2.3
		01:50	GIA	Produzione industriale m/m prelim		ago	3.1		%	-0.9
		03:30	CN	PMI composito - Caixin		set	50.1			
		03:30	CN	PMI manifatturiero - NBS	*	set	49.1			49.5
		03:30	CN	PMI non manifatturiero - NBS		set	50.3			
		03:45	CN	PMI manifatturiero - Caixin	*	set	50.4			50.5
		03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	set	51.6			
		08:00	GER	Vendite al dettaglio m/m	*	mag	-1.2		%	0.1
		08:00	GER	Prezzi import a/a		ago	0.9		%	0.3
		08:00	GB	PIL t/t finale		T2	prel 0.6		%	0.6
		08:00	GER	Vendite al dettaglio a/a		lug	-1.7	(~~-1.1~~)	%	
		10:00	ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)		lug	6.0		Mld €	
		10:30	GB	Credito al consumo		ago	1.215		Mld £	1.400
		11:00	ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	**	set	0.2		%	
		11:00	ITA	IPCA a/a prelim	*	set	1.3		%	0.9
		11:00	ITA	IPCA m/m prelim	**	set	-0.2		%	
		11:00	ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	*	set	1.1		%	
		14:00	GER	IPCA a/a prelim	*	set	2.0		%	1.9
		14:00	GER	CPI (Lander) m/m prelim	**	set	-0.1		%	0.1
		14:00	GER	IPCA m/m prelim	**	set	-0.2		%	
		14:00	GER	CPI (Lander) a/a prelim	*	set	1.9		%	1.7
		15:45	USA	PMI (Chicago)	*	set	46.1			
Mar	1/10	01:30	GIA	Tasso di disoccupazione		ago	2.7		%	2.6
		01:30	GIA	Job to applicant ratio		ago	1.2			1.2
		01:50	GIA	Tankan, grandi imprese non manifat.	**	T3	33			32
		01:50	GIA	Tankan, grandi imprese manifatturiere	**	T3	13			13
		02:30	GIA	PMI manifatturiero finale		set	prel 49.6			
		09:45	ITA	PMI manifatturiero	*	set	49.4			49.0
		09:50	FRA	PMI manifatturiero finale		set	prel 44.0			44.0
		09:55	GER	PMI manifatturiero finale	*	set	prel 40.3			40.3
		10:00	EUR	PMI manifatturiero finale	*	set	prel 44.8			44.8
		10:30	GB	PMI manifatturiero finale	*	set	51.5			51.5
		11:00	EUR	CPI a/a stima flash	**	set	2.2		%	2.0
		11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	*	set	2.8		%	2.7
		15:45	USA	Markit PMI Manif. finale		set	47.0			
		16:00	USA	Spesa in costruzioni		ago	-0.3		%	
		16:00	USA	Indice ISM manifatturiero	**	set	47.2			47.3
Mer	2/10	07:00	GIA	Fiducia delle famiglie		set	36.7			
		10:00	ITA	Tasso di disoccupazione mensile	*	ago	6.5		%	
		11:00	EUR	Tasso di disoccupazione	*	ago	6.4		%	6.4
		14:15	USA	Nuovi occupati: stima ADP		set	99		x1000	
Gio	3/10	09:45	ITA	PMI servizi	*	set	51.4			50.8
		09:50	FRA	PMI servizi finale		set	prel 48.3			48.3
		09:55	GER	PMI servizi finale	*	set	prel 50.6			50.6
		10:00	EUR	PMI composito finale	*	set	prel 48.9			48.9
		10:00	EUR	PMI servizi finale	*	set	prel 50.5			50.5
		10:30	GB	PMI servizi finale	*	set	52.8			52.8
		11:00	EUR	PPI a/a		ago	-2.1		%	
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.834		Mln	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	218		x1000	
		15:45	USA	Markit PMI Composito finale		set	54.4			
		15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		set	55.4			
		16:00	USA	Ordinativi industriali m/m		ago	5.0		%	
		16:00	USA	Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	*	ago	prel 0.5		%	
		16:00	USA	Ordinativi, beni durevoli m/m finale	*	ago	prel 0.0		%	
		16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	set	51.5			51.7
Ven	4/10	09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ago	-0.4		%	
		09:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ago	-0.5		%	0.2
		10:00	ITA	Deficit/PIL (ISTAT)		T2	8.8		%	
		12:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ago	1.0		%	
		14:30	USA	Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	**	set	142		x1000	145
		14:30	USA	Salari orari m/m		set	0.4		%	0.3
		14:30	USA	Tasso di disoccupazione	**	set	4.2		%	4.2

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 (30 settembre – 4 ottobre)

Data		Ora	Paese	*	Evento
Lun	30/9	15:00	EUR	**	Audizione di Lagarde (BCE) al Parlamento Europeo
		19:00	USA	*	Discorso di Powell (Fed)
		22:10	GB		Discorso di Greene (BoE)
Mar	1/10	01:50	GIA	*	BoJ: Summary of Opinions della riunione di settembre
		09:00	EUR		Discorso di Guindos (BCE)
		09:15	EUR		Discorso di Nagel (BCE)
		10:00	EUR		Discorso di Rehn (BCE)
		16:00	GB		Discorso di Huw Pill (BoE)
		17:00	USA		Discorsi di Bostic e Cook (Fed)
		17:30	EUR		Discorso di Schnabel (BCE)
Mer	2/10	00:15	USA		Discorsi di Bostic, Barkin e Collins (Fed)
		09:15	EUR		Discorso di Guindos (BCE)
		11:30	GB	*	Pubblicazione dei verbali della riunione BoE
		11:30	EUR		Discorso di Lane (BCE)
		11:45	EUR		Discorsi di Kazaks e Simkus (BCE)
		13:00	EUR		Discorso di Elderson (BCE)
		15:00	USA		Discorso di Hammack (Fed)
		16:00	EUR		Discorso di Holzmann (BCE)
		16:05	USA		Discorso di Musalem (Fed)
		17:00	USA		Discorso di Bowman (Fed)
		18:15	USA		Discorso di Barkin (Fed)
		18:45	EUR		Discorso di Schnabel (BCE)
Gio	3/10	03:30	GIA		Discorso di Noguchi (BoJ)
		16:40	USA		Discorso di Kashkari e Bostic (Fed)
Ven	4/10	08:30	EUR		Discorso di Villeroy (BCE)
		08:35	EUR		Discorsi di Simkus, Kazaks, Muller (BCE)
		09:00	EUR		Discorsi di Centeno e Escrivá (BCE)
		09:55	GB		Discorso di Huw Pill (BoE)

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
Markit PMI Manif. prelim.	set	47.9			48.5	47.0
Markit PMI Servizi prelim.	set	55.7			55.2	55.4
Markit PMI Composito prelim.	set	54.6				54.4
Indice dei prezzi delle case m/m	lug	0.0	~~(-0.1)~~	%		+0.1
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	lug	+6.5	~~(6.5)~~	%	5.9	+5.92
Fiducia consumatori (CB)	set	105.6	~~(103.3)~~		104.0	98.7
Vendite di nuove case (mln ann.)	ago	0.751	~~(0.739)~~	Mln	0.700	0.716
Richieste di sussidio	settim	222	~~(219)~~	x1000	225	218
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.821	~~(1.829)~~	Mln	1.838	1.834
PIL t/t ann. finale	T2	3.0		%	3.0	3.0
Deflatore consumi core t/t finale	T2	2.8		%	2.8	2.8
PIL, deflatore t/t ann. finale	T2	2.5		%	2.5	2.5
Ordinativi, beni durevoli m/m prelim	ago	9.9	~~(9.8)~~	%	-2.6	0.0
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m prelim	ago	-0.1	~~(-0.2)~~	%	0.1	0.5
Bilancia commerciale dei beni prelim	ago	-102.84		Mld $		
Deflatore consumi (core) a/a	ago	2.6		%	2.7	
Deflatore consumi a/a	ago	2.5		%	2.3	
Spesa per consumi (nominale) m/m	ago	0.5		%	0.3	
Redditi delle famiglie m/m	ago	0.3		%	0.4	
Deflatore consumi (core) m/m	ago	0.2		%	0.2	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	set	69.0			69.3	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente			Consenso	Effettivo
BEL	Indice ciclico BNB	set	-12.6				-13.3
EUR	PMI servizi prelim	set	52.9			52.1	50.5
EUR	PMI composito prelim	set	51.0			50.5	48.9
EUR	PMI manifatturiero prelim	set	45.8			45.6	44.8
EUR	M3 dest. a/a	ago	2.3		%	2.6	2.9
EUR	Fiducia consumatori finale	set	-12.9			-12.9	-12.9
EUR	Fiducia servizi	set	6.4	~~(6.3)~~		5.9	6.7
EUR	Fiducia industria	set	-9.9	~~(-9.7)~~		-9.9	-10.9
EUR	Indice di fiducia economica	set	96.5	~~(96.6)~~		96.5	96.2
FRA	PMI servizi prelim	set	55.0			52.5	48.3
FRA	PMI manifatturiero prelim	set	43.9			44.3	44.0
FRA	Fiducia consumatori	set	93	~~(92)~~		92	95
FRA	Spese per consumi m/m	ago	+0.2	~~(0.3)~~	%	-0.1	+0.2
FRA	IPCA a/a prelim	set	2.2		%	2.0	1.5
GER	PMI servizi prelim	set	51.2			51.0	50.6
GER	PMI manifatturiero prelim	set	42.4			42.3	40.3
GER	IFO	set	86.6			86.0	85.4
GER	IFO (sit. corrente)	set	86.4	~~(86.5)~~		86.0	84.4
GER	IFO (attese)	set	86.8			86.4	86.3
GER	Fiducia consumatori	ott	-21.9	~~(-22.0)~~		-22.5	-21.2
GER	Tasso di disoccupazione	set	6.0		%	6.0	6.0
GER	Variazione n° disoccupati	set	4	~~(2)~~	x1000	12	17
ITA	Fiducia delle imprese manif.	set	87.0	~~(87.1)~~		87.1	86.7
ITA	Fiducia consumatori	set	96.1			97.0	98.3
ITA	Fatturato industriale a/a	lug	-4.4	~~(-3.7)~~	%		-4.7
ITA	Fatturato industriale m/m	lug	-0.4	~~(0.1)~~	%		-0.4
SPA	PIL t/t finale	T2	0.8		%	0.8	0.8
SPA	IPCA a/a prelim	set	2.4		%	1.9	1.7

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

PMI area euro: 1-0 per le colombe. L'indice PMI composito è tornato su livelli recessivi per la prima volta da inizio anno con flessioni superiori alle attese diffuse a manifattura e servizi. Anche tenendo in considerazione l'inversione degli effetti dei giochi olimpici che hanno sostenuto l'attività il mese precedente le indagini mostrano indicazioni di indebolimento del ciclo e rischi al ribasso sul trimestre finale dell'anno, anche per quanto riguarda la tenuta del mercato del lavoro. I dati sui prezzi offrono però incoraggianti segnali di attenuamento delle pressioni inflattive. Il flusso di dati in uscita nelle prossime settimane potrebbe non essere sufficiente per spingere la BCE a rivalutare materialmente il proprio scenario e a portare alla formazione di una maggioranza a favore di un taglio già ad ottobre ma l'esito della prossima riunione di politica monetaria potrebbe non essere così scontato come ci si attendeva.

IFO Germania: aumentano i segnali negativi. L'IFO è peggiorato ancora (per il quarto mese di fila, e più del previsto) a settembre, con le valutazioni sulla situazione corrente ai minimi dall'estate del 2020. L'industria resta in recessione, senza segnali di recupero dalle componenti più prospettiche, e anche i servizi sembrano perdere slancio. In questo quadro, i rischi al ribasso sulla ripartenza dell'attività economica attesa l'anno prossimo (dopo una sostanziale stagnazione quest'anno) stanno crescendo in misura significativa.

Italia: sale la fiducia di famiglie e imprese dei servizi. Le indagini di settembre in Italia sono state nel complesso moderatamente migliori del previsto, e di quanto visto negli altri maggiori Paesi dell'Eurozona. L'industria resta in recessione (come altrove), e le costruzioni confermano l'atteso rallentamento dovuto all'esaurirsi del sostengo fiscale. Tuttavia, i servizi sembrano continuare a sostenere l'attività economica complessiva. In sintesi, in questa fase i rischi al ribasso sulla crescita, che si stanno materializzando in Germania e Francia, sembrano meno marcati in Italia, e la tenuta dell'attività economica dovrebbe consentire al Governo di ridurre più velocemente del previsto il deficit pubblico.

Eurozona indagine ESI: il ciclo è debole ma anche l'inflazione sta rallentando. Le indagini della Commissione Europea di settembre sono risultate meno negative rispetto ai PMI ma di certo non prospettano una riaccelerazione del ciclo. Gli indici rimangono compatibili con una crescita ancora inferiore al potenziale frenata da una recessione manifatturiera che non mostra segnali di attenuazione e da consumatori molto cauti. Le aspettative sui prezzi, anche in questo caso in calo meno accentuato rispetto a quanto segnalato dai PMI, sono coerenti con un rallentamento dell'inflazione dei servizi nei prossimi mesi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI manifatturiero prelim	set	49.8		49.6

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

Cina

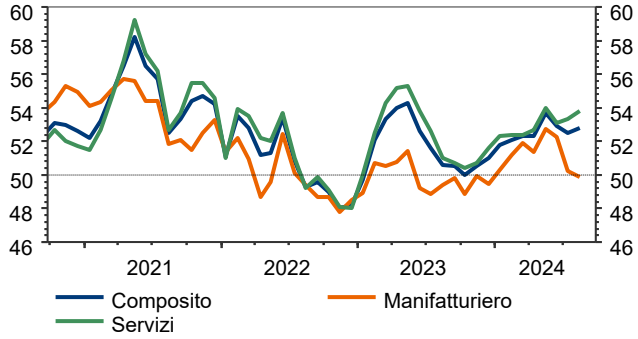
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Nessun evento				

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

Cina: la PBoC si affretta a tagliare i tassi. Le Autorità hanno annunciato oggi un pacchetto coordinato di misure di stimolo all'economia che includono un taglio di 50pb del coefficiente di riserva obbligatoria e di 20pb del tasso di rifinanziamento a 7g, oltre ad altre misure a supporto dei consumi e del mercato immobiliare. L'entità delle misure dimostra che le Autorità avvertono una maggiore urgenza di agire rispetto a quanto mostrato finora e sono disposte a proseguire in maniera spedita con un ulteriore allentamento monetario. Riteniamo tuttavia che le misure varate, pur importanti, difficilmente potranno rianimare in maniera durevole la domanda di credito e la spesa per consumi in mancanza di altre misure di stimolo fiscale che agiscano sulla fiducia di imprese e famiglie. Manteniamo pertanto invariate le previsioni di crescita rispetto allo scenario di giugno (4,9% nel 2024 con un rallentamento a 4,7% nel 2025) con rischi al ribasso.

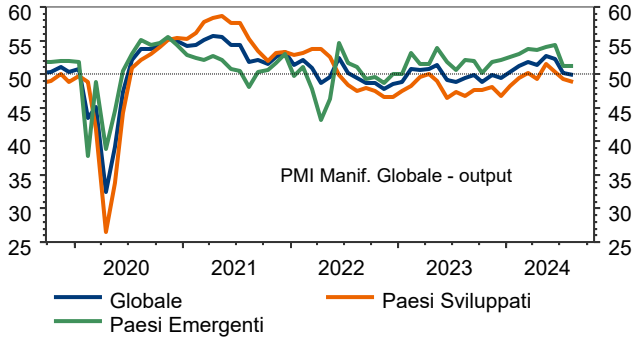
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



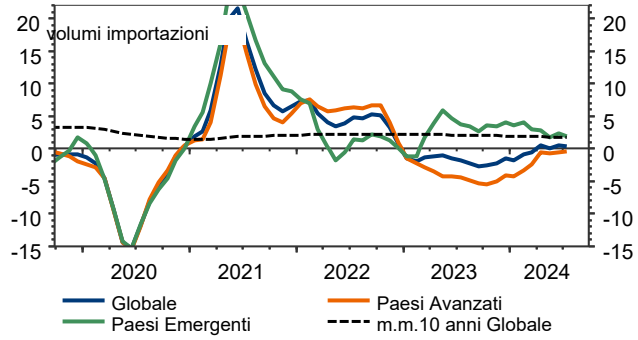
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



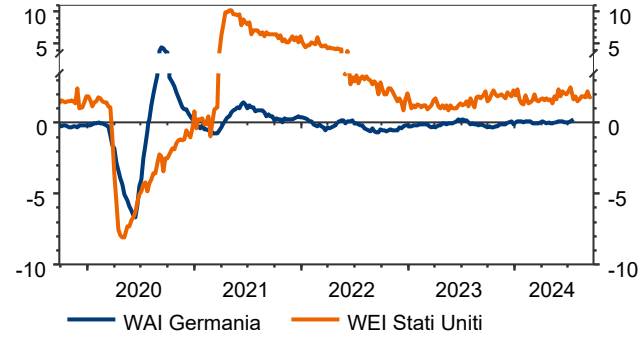
Fonte: S&P Global

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



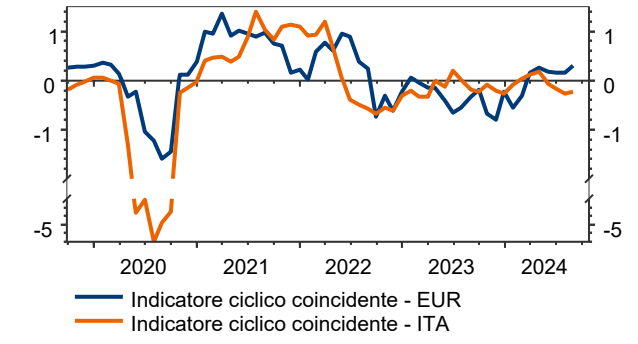
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



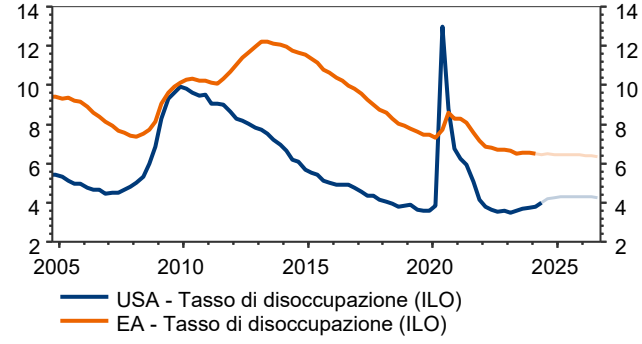
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

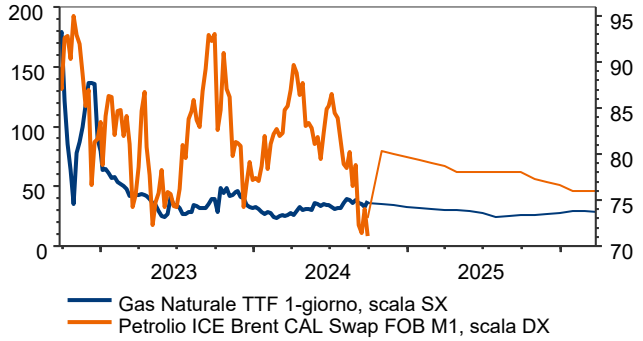
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

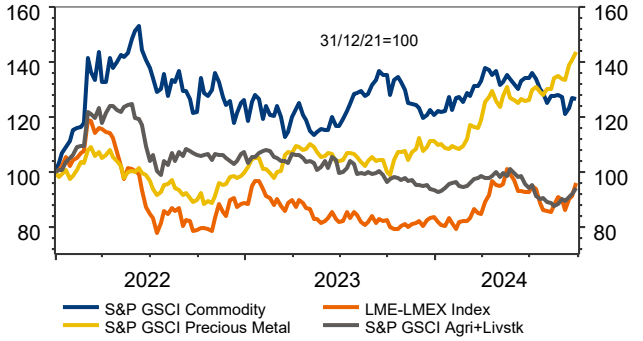
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



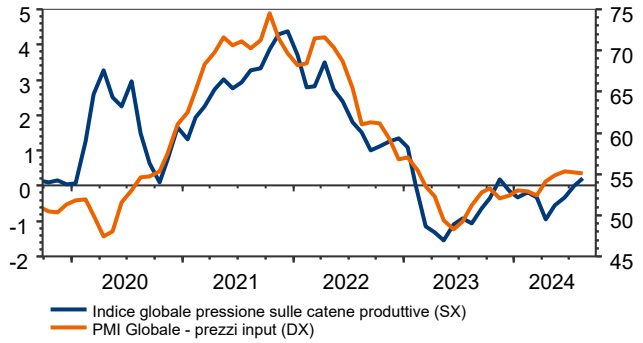
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



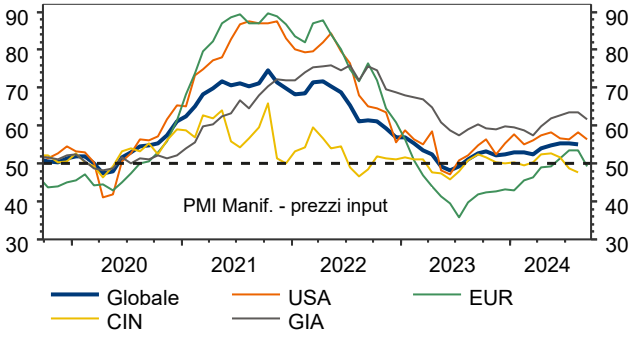
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



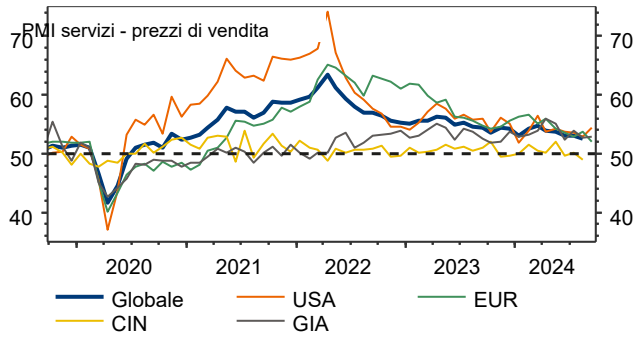
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



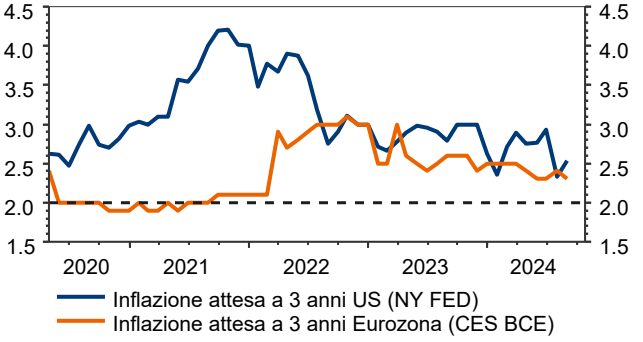
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

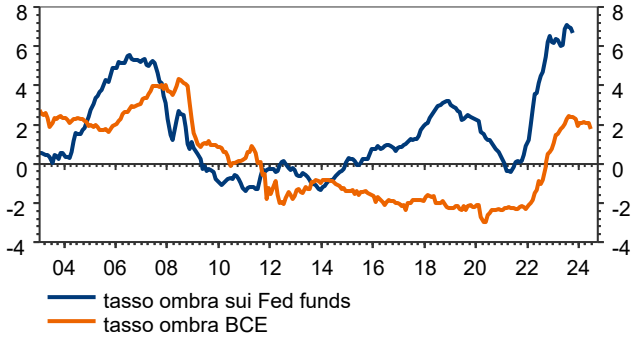
Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

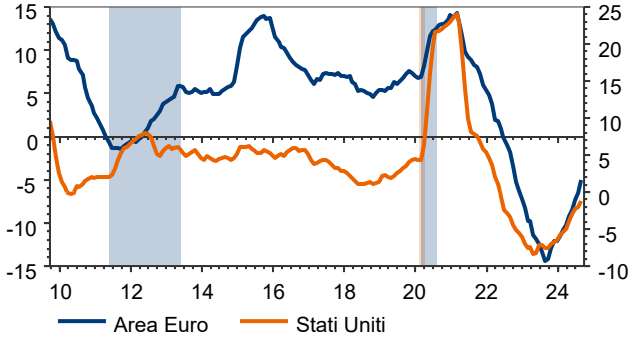
Condizioni Finanziarie

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



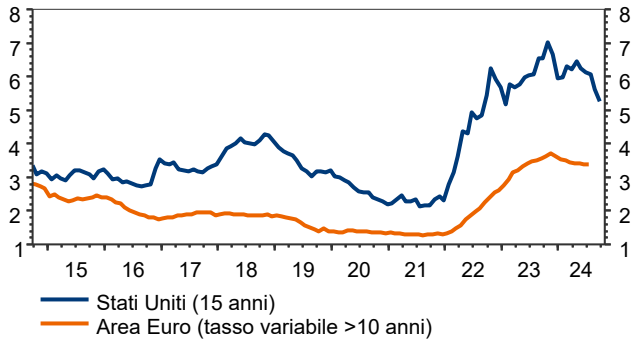
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



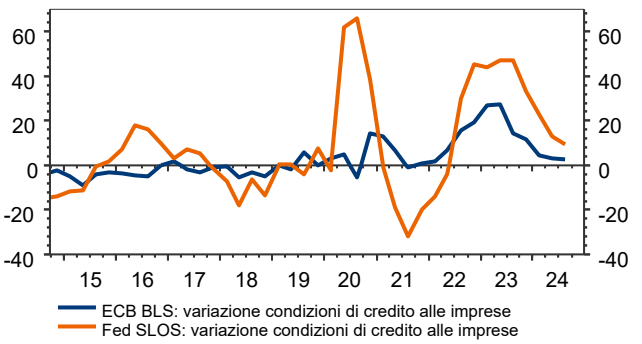
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



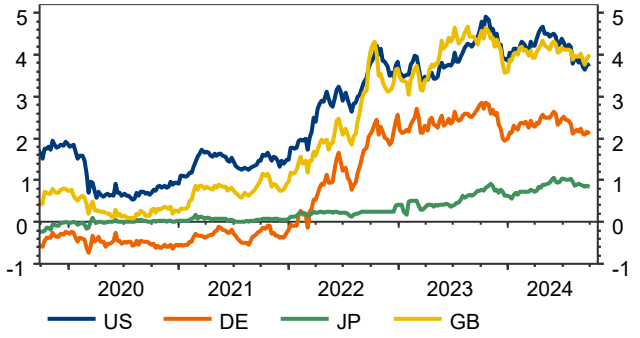
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



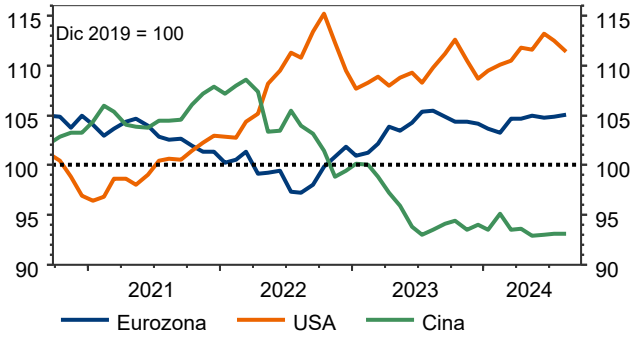
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

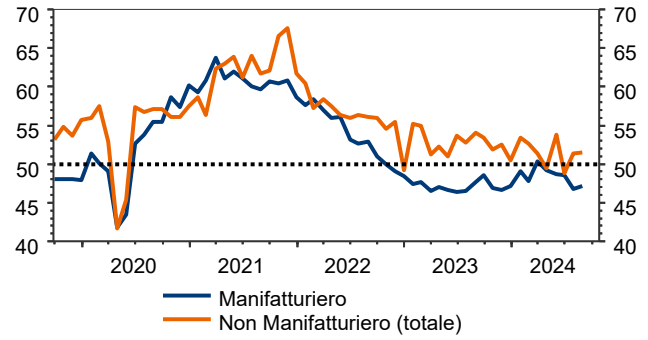
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

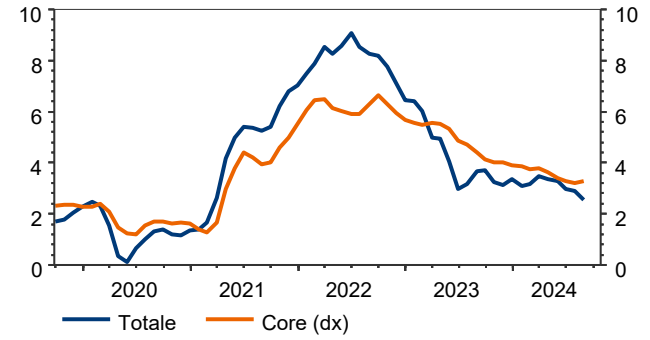
Stati Uniti

Indagini ISM



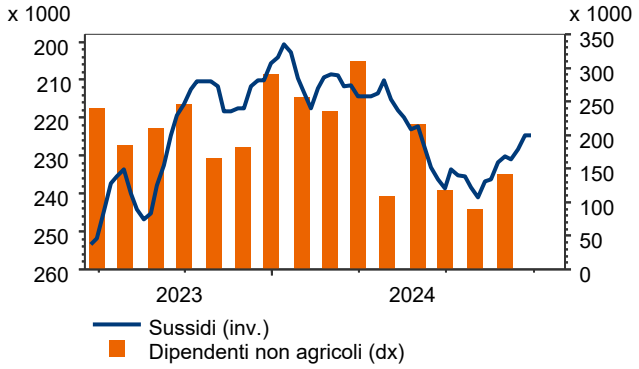
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



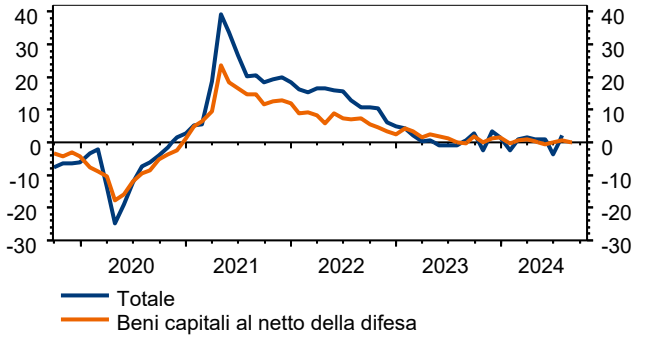
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

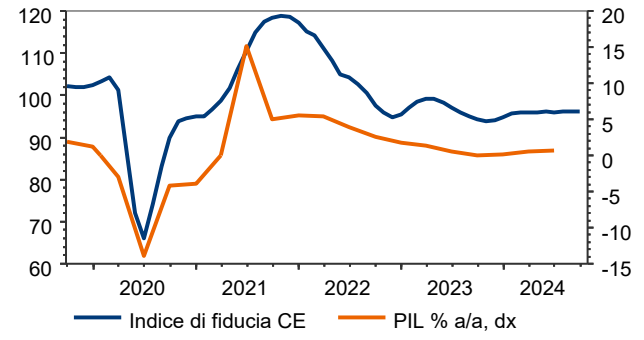
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024			2025			
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	**2.9**	2.6	1.7	**3.2**	**2.9**	**3.0**	**2.4**	2.0	1.9	1.6	1.6
- trim./trim. annualizzato				**3.2**	**1.6**	**3.0**	**1.9**	1.5	1.4	1.8	1.8
Consumi privati	**2.5**	2.5	1.6	**3.5**	**1.9**	**2.8**	**2.8**	1.6	1.3	1.2	1.1
IFL - privati non residenziali	**6.0**	4.2	5.8	**3.8**	**4.5**	**3.9**	**3.9**	6.2	6.0	6.7	5.8
IFL - privati residenziali	**-8.3**	4.6	1.4	**2.5**	**13.7**	**-2.8**	**0.9**	1.0	2.4	1.9	1.9
Consumi e inv. pubblici	**3.9**	3.0	1.4	**3.6**	**1.8**	**3.1**	**2.7**	1.0	1.0	1.3	1.3
Esportazioni	**2.8**	2.6	3.6	**6.2**	**1.9**	**1.0**	**2.7**	3.1	3.5	4.2	5.0
Importazioni	**-1.2**	5.2	6.8	**4.2**	**6.1**	**7.6**	**5.5**	7.0	7.9	6.9	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	**-0.4**	0.0	0.1	**-0.4**	**-0.5**	**0.9**	**-0.5**	0.0	0.2	0.3	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	**3.2**	**3.2**	**3.2**	**2.6**	2.4	2.0	1.9	2.2
Produzione industriale	**0.2**	-0.1	1.2	**-0.4**	**-0.4**	**0.7**	**-0.3**	0.4	0.4	0.4	0.4
Disoccupazione (%)	**3.6**	4.1	4.5	**3.7**	**3.8**	**4.0**	**4.3**	4.4	4.4	4.4	4.5

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

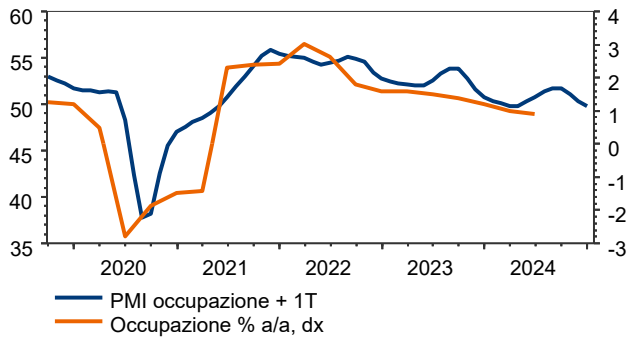
Area euro

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	Core BCE	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	126.8	123.5	119.6	126.2	1.9	2.8	2.2	1.7
ott-24	127.2	123.8	119.7	126.6	2.1	2.9	2.0	2.0
nov-24	126.9	123.4	119.1	126.4	2.5	3.0	2.1	2.4
dic-24	127.2	123.7	119.4	126.6	2.6	2.9	1.9	2.4
Media	**126.1**	**122.4**	**118.9**	**125.6**	**2.4**	**3.0**	**2.6**	**2.3**

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

Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.3	122.6	118.8	125.7	2.2	2.6	2.3	2.0
feb-25	126.6	122.9	119.6	126.1	1.8	2.2	2.4	1.7
mar-25	127.6	124.0	120.3	127.1	1.9	2.2	1.8	1.8
apr-25	128.7	125.3	121.5	128.1	2.1	2.6	2.1	2.1
mag-25	128.9	125.6	122.3	128.4	2.1	2.5	2.4	2.0
giu-25	129.1	125.7	122.2	128.5	2.0	2.2	1.9	1.9
lug-25	128.8	125.5	122.0	128.2	1.8	2.1	1.9	1.7
ago-25	128.8	125.5	121.9	128.2	1.6	1.8	1.5	1.6
set-25	129.1	125.8	122.2	128.5	1.8	1.8	2.1	1.8
ott-25	129.5	126.1	122.2	129.0	1.8	1.8	2.1	1.9
nov-25	129.3	125.8	121.7	128.7	1.8	2.0	2.2	1.9
dic-25	129.5	126.1	121.9	128.7	1.8	1.9	2.1	1.7
Media	**128.5**	**125.1**	**121.4**	**127.9**	**1.9**	**2.1**	**2.1**	**1.8**

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

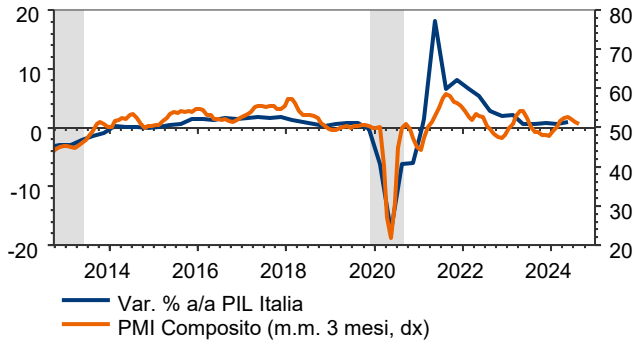
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024			2025			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	**0.5**	0.7	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**	2.4	1.9	**5.0**	**2.7**	**2.6**	**2.5**	2.2	2.4	2.0	2.0
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

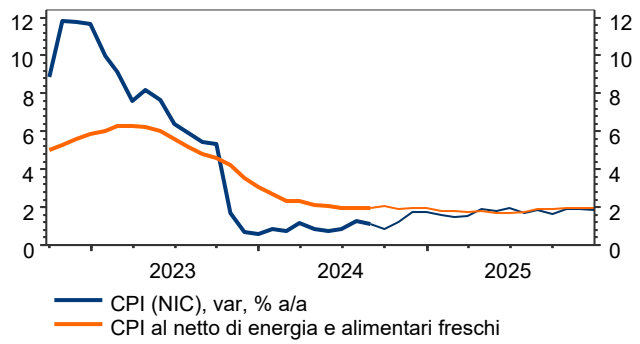
Italia

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 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	**121.6**	**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	0.8	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
Media	**122.4**	**120.9**	**119.8**	**119.8**	**1.2**	**1.1**	**1.0**	**0.9**

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	122.5	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	121.5	2.0	1.8	1.5	1.7
giu-25	125.5	123.1	121.5	121.7	2.1	2.0	1.7	1.8
lug-25	124.0	123.2	121.7	121.4	1.8	1.7	1.4	1.2
ago-25	124.1	123.7	122.1	121.8	2.0	1.9	1.7	1.4
set-25	125.6	123.3	121.8	121.5	1.8	1.7	1.4	1.2
ott-25	126.5	123.9	122.2	121.9	2.1	1.9	1.7	1.4
nov-25	126.4	123.9	122.2	121.9	2.1	1.9	1.7	1.4
dic-25	126.5	124.0	122.4	122.1	2.0	1.9	1.6	1.3
Media	**124.8**	**123.0**	**121.6**	**121.5**	**1.9**	**1.8**	**1.5**	**1.5**

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)	**-7.2**	-4.3	-3.9								
Debito pubblico (% PIL)	**134.6**	137.0	139.5								
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

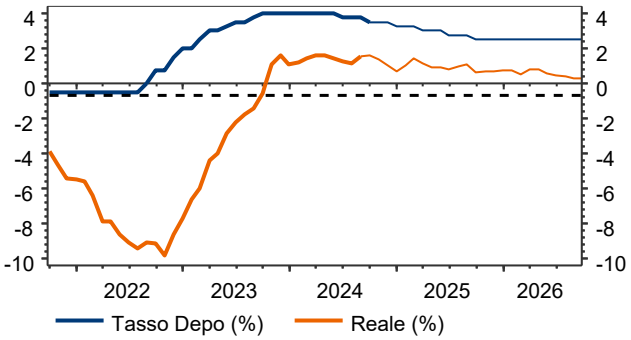
	dic	mar	giu	26/9	set	dic	mar	giu
Deposit rate	4.00	4.00	3.75	**3.50**	3.50	3.25	3.00	2.75
Euribor 1m	3.85	3.86	3.63	**3.37**	3.48	3.22	2.95	2.70
Euribor 3m	3.91	3.89	3.71	**3.33**	3.45	3.19	2.94	2.68

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

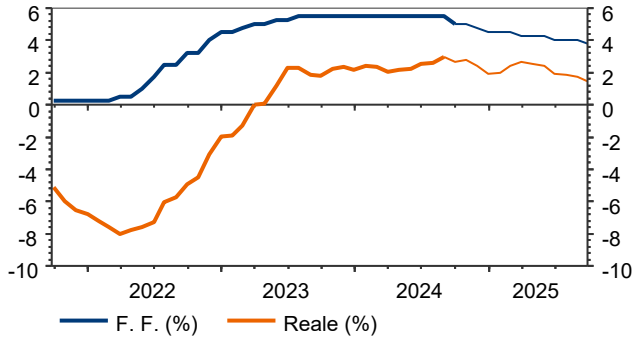
Stati Uniti

	dic	mar	giu	26/9	set	dic	mar	giu
Fed Funds	5.50	5.50	5.50	**5.00**	5.00	4.50	4.25	4.00
OIS 3m	5.31	5.32	5.32	**4.58**	4.88	4.38	4.15	3.89

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

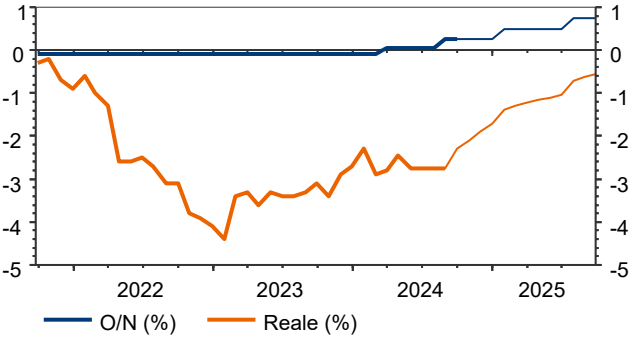
	dic	mar	giu	26/9	set	dic	mar	giu
O/N target	-0.10	0.05	0.05	**0.25**	0.25	0.25	0.50	0.50
OIS 3m	-0.01	0.08	0.12	**0.23**	0.24	0.40	0.55	0.65

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

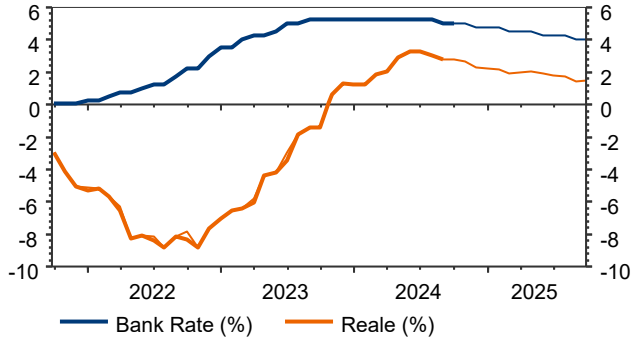
Regno Unito

	dic	mar	giu	26/9	set	dic	mar	giu
Bank rate	5.25	5.25	5.25	**5.00**	5.00	4.75	4.50	4.25
OIS 3m	5.21	5.18	5.13	**4.82**	4.75	4.55	4.35	4.15

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	27/9	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	0.96	1.05	1.08	1.07	1.12	**1.1164**	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14
USD/JPY	145	149	151	161	144	**143.22**	140	138	134	132	130
GBP/USD	1.08	1.21	1.26	1.26	1.32	**1.3391**	1.32	1.33	1.34	1.35	1.35
EUR/CHF	0.95	0.97	0.98	0.96	0.94	**0.9419**	0.94	0.95	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	139	157	164	172	161	**159.91**	154	153	150	149	148
EUR/GBP	0.89	0.87	0.86	0.85	0.84	**0.8337**	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 separatezza 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)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com