

Weekly Economic Monitor

Il punto

La principale novità della settimana appena trascorsa è l'apertura fatta da Christine Lagarde, nella sua audizione al Parlamento Europeo, a un taglio dei tassi nella riunione del 17 ottobre, anche a seguito dei dati inferiori al previsto sui prezzi al consumo di settembre (dopo quelli di settimana scorsa sulle indagini di fiducia nello stesso mese). A nostro avviso, le evoluzioni recenti suggeriscono un aumento nella velocità del percorso di ritorno verso una politica monetaria neutrale, più che un atterraggio verso un punto terminale dei tassi più basso in territorio espansivo. Le novità sul fronte fiscale hanno mostrato una situazione dei conti pubblici migliore delle attese in Italia e viceversa più sfidante del previsto in Francia. Negli Stati Uniti, i dati recenti sul ciclo, a differenza che nell'Eurozona, non hanno sorpreso al ribasso, e Powell ha raffreddato le attese di tagli dei tassi di ampia entità; il CPI in calendario la settimana prossima fornirà ulteriori elementi alla banca centrale ai fini della scelta sull'entità della mossa attesa il prossimo 7 novembre (riteniamo che un taglio da 25pb sia più coerente con i fondamentali economici).

Eurozona:

■ Questa settimana:

- **Prezzi al consumo inferiori alle attese.** A settembre, l'inflazione nell'Eurozona è scesa più del previsto, a 1,8% dal 2,2% di agosto (ai minimi da aprile del 2021). La flessione è dovuta non solo all'energia ma anche ai servizi, dove pure la variazione annua è rallentata solo di un decimo, al 4% (come l'indice core, al 2,7%, un minimo da gennaio del 2022). La moderazione nei servizi **potrebbe essere dovuta al rientro dell'effetto-Olimpiadi in Francia, ma le indagini segnalano che la tendenza è attesa continuare** nei prossimi mesi. L'inflazione è calata anche in Italia (a 0,8% da 1,2% precedente, sull'armonizzato) e in Germania (a 1,8% da 2%, sempre sull'IPCA). Ci aspettiamo una **risalita dell'inflazione area euro nel 4° trimestre dell'anno (al 2,4% in media), ma tale rialzo è dovuto a effetti base sull'energia, e, nelle stesse attese della BCE, sarà temporaneo** (a nostro avviso, l'inflazione tornerà a calare già a inizio 2025, per attestarsi in media l'anno prossimo all'1,8%).
- **Primi dati sulla produzione industriale di agosto: sorpresa al rialzo dalla Francia.** Ad agosto, si è registrata una crescita molto più marcata del previsto dell'output in **Francia** (1,4% m/m, e il dato di luglio è stato rivisto da -0,5% a 0,2% m/m) e viceversa una marginale flessione, per il secondo mese, in **Spagna** (-0,1% m/m, da -0,4% precedente). In attesa dei numeri su Germania e Italia che saranno diffusi la settimana prossima, i dati potrebbero essere coerenti con un recupero dell'output industriale nell'area euro di oltre mezzo punto (a meno di sorprese dal volatile dato irlandese), dopo il -0,3% precedente. Tuttavia, i dati di agosto sono tipicamente volatili, e la produzione non dovrebbe evitare un ulteriore calo nel 3° trimestre (sarebbe il sesto calo trimestrale consecutivo); inoltre, **le indagini non prefigurano una ripresa per il settore manifatturiero nemmeno nei prossimi due trimestri.**
- **Lagarde apre a un taglio dei tassi a ottobre.** La lunga serie di sorprese negative offerte dai dati economici europei e l'andamento leggermente migliore delle attese dell'inflazione nel 3° trimestre sembrano aver convinto il Consiglio Direttivo della BCE ad optare per un **nuovo taglio dei tassi alla riunione del 17 ottobre**. Una non troppo velata indicazione in tal senso è arrivata lunedì 30 settembre dall'audizione della presidente Lagarde al Parlamento Europeo: nel commentare l'andamento dei dati, Lagarde ha concluso affermando che "gli ultimi sviluppi rafforzano la nostra fiducia che l'inflazione tornerà tempestivamente all'obiettivo" e che "di ciò terremo conto nella nostra prossima riunione di politica monetaria a ottobre". Anche se la debolezza dell'attività economica riguarda soprattutto la Germania (elemento che suggerirebbe l'opportunità di affrontarla

4 ottobre 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

con una politica fiscale domestica più accomodante) ed è in parte dovuta a fattori strutturali (che non possono essere risolti dalla politica monetaria), tuttavia la domanda più debole ha implicazioni per l'andamento futuro dell'inflazione e, quindi, per il posizionamento della politica monetaria. **A questo punto ci attendiamo tagli dei tassi di 25 punti base sia a ottobre sia a dicembre.** Poi, prevediamo altre due mosse di pari dimensione, la prima a marzo e la seconda nel corso della primavera, che porteranno il **tasso sui depositi al 2,5% entro metà 2025.** I tassi potrebbero calare maggiormente se non si concretizzasse la prevista ripresa dei consumi.

- **Italia.** Il **Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine** presentato dal Governo mostra un quadro di finanza pubblica più virtuoso di quanto stimato in precedenza: il disavanzo tendenziale è migliorato per l'anno in corso da 4,3% a 3,8%, per il 2025 da 3,7% a 2,9%. La manovra netta che il Governo intende approvare vale lo 0,4% del PIL sull'anno prossimo, e porta il deficit programmatico 2025 al 3,3%. I miglioramenti del deficit tendenziale per l'anno corrente paiono dovuti a un **andamento migliore del previsto delle entrate** (+9,4 miliardi rispetto alle previsioni di aprile, di cui 2,2 mld sono maggiori entrate "permanenti" in quanto dovute a un aumento della *compliance* fiscale), soprattutto delle imposte dirette (per via di una crescita superiore alle attese dell'occupazione). **I progressi prospettici dei conti pubblici non dipendono da ipotesi particolarmente ottimistiche di crescita** del PIL, il cui profilo è sostanzialmente confermato rispetto alle precedenti stime (1,2% sul 2025). Sulla base del Piano, se il Governo confermasse l'entità della manovra lorda 2025 a 25 miliardi (come da notizie di stampa), **dovrà reperire coperture per 16 miliardi.** La Legge di Bilancio è attesa entro la metà di questo mese.
- **Francia.** Nel primo discorso all'Assemblea Nazionale, il primo ministro Barnier ha dichiarato l'**obiettivo di ridurre il disavanzo pubblico intorno al 5% del PIL nel 2025** e posticipare il ritorno alla soglia del 3% al 2029 dal 2027 previsto dal più recente Programma di Stabilità. Secondo le ultime stime del Ministero delle Finanze, il disavanzo potrebbe superare il 6% del PIL già quest'anno e, in uno scenario a politiche invariate, salire fino al 7% nel 2025: per rispettare i target **è necessario reperire risorse per circa 60 miliardi di euro sul solo 2025** (si tratta di un obiettivo assai sfidante). Il disegno di legge di bilancio, atteso approdare in Parlamento la prossima settimana, dovrebbe declinarsi in 40 miliardi di tagli alla spesa e 20 miliardi di aumento delle tasse. La maggiore tassazione dovrebbe riguardare soprattutto gli extra-profitti delle grandi imprese e i cittadini più abbienti (si tratta di misure con un moltiplicatore fiscale contenuto), ma gli ingenti tagli alla spesa (per quanto sussistano dubbi sulla loro effettiva realizzabilità), diffusi ad amministrazioni centrali, locali e welfare, potrebbero avere un impatto negativo di entità significativa sulla crescita del PIL nel 2025.

■ La settimana prossima:

- **Produzione industriale in Germania e Italia: atteso un recupero solo parziale.** L'output tedesco è visto risalire ad agosto, stimiamo dell'1,1% m/m, dopo il crollo di -2,4% m/m registrato il mese precedente. I dati sugli ordinativi dovrebbero però al contrario evidenziare un'ampia contrazione, stimiamo di -3,5% m/m dopo il balzo di +2,9% di luglio (che era spiegato da commesse di elevato valore unitario). Le indagini di fiducia non suggeriscono una ripresa del settore, almeno su un orizzonte di 3-6 mesi. Anche in Italia la produzione industriale è attesa rimbalzare ad agosto dopo l'ampia flessione di luglio, ma il recupero anche in questo caso dovrebbe risultare solo parziale (stimiamo di 0,2% m/m da -0,9% precedente).
- **Vendite al dettaglio nell'Eurozona viste in accelerazione** ad agosto (stimiamo a 0,3% m/m da un precedente 0,1% m/m). Le vendite sono tornate timidamente a crescere da inizio anno ma la tendenza rimane debole. Tuttavia, a nostro avviso, restano in piedi le condizioni per vedere una moderata accelerazione della spesa delle famiglie, sulla scia del recupero del potere d'acquisto perduto durante lo shock inflattivo.

Stati Uniti:**■ Nell'ultima settimana:**

- **Reddito e spesa personale: crescita inferiore al previsto ad agosto, ma revisione al rialzo dei dati precedenti.** I dati di venerdì scorso hanno mostrato una salita lievemente meno ampia del previsto ad agosto (0,2% m/m sia per i redditi che per i consumi): nel caso dei primi, per trovare un valore più basso occorre risalire a gennaio del 2022. Tuttavia, i dati dei mesi precedenti sono stati rivisti al rialzo (+0,9% e +1,2% la variazione cumulata di reddito e spesa per i mesi da gennaio a luglio 2024); di conseguenza il tasso di risparmio medio registrato sinora nel 2024 è stato rivisto al rialzo da 3,5% a 4,9% (dato di agosto: 4,8%).
- **Deflatore in calo, ma risale il core.** Sia il deflatore headline che il core sono cresciuti di appena 0,1% m/m ad agosto (in rallentamento rispetto al mese precedente), per una variazione annua rispettivamente a 2,2% da 2,5% (grazie al crollo dei prezzi energetici) e al 2,7% dal 2,6%. Il deflatore dei servizi ha registrato un aumento di 0,2% m/m (invariato a 3,7% a/a).
- **Indagini di settembre: segnali in media migliori del previsto.** L'**ISM Manifatturiero** è risultato stabile in territorio recessivo a settembre, a 47,2, con il dettaglio dell'indagine che ha evidenziato un calo di occupazione e prezzi ma una risalita dei nuovi ordini (a 46,1 da 44,6). Viceversa, l'**ISM Servizi** è riaccelerato assai più del previsto, a 54,9 da 51,5, ai massimi da febbraio dello scorso anno, trainato dai nuovi ordinativi, saliti a sorpresa a 59,4 da 53 (ai massimi da ottobre 2021); l'indagine mostra anche una ricaduta in territorio di contrazione per l'occupazione, e una salita a sorpresa dei prezzi (a 59,4). Anche la **fiducia dei consumatori** secondo l'Università del Michigan è salita a settembre, a 70,1 da 67,9 di agosto, mostrando anche un calo di un decimo delle aspettative di inflazione (al 2,7%).
- **Infine, oggi pomeriggio è in calendario l'employment report di settembre: è attesa una sostanziale stabilità rispetto ad agosto.** Si prevede un aumento di 140 mila nuovi posti di lavoro (con rischi al rialzo), circa in linea con il dato del mese precedente; anche il tasso di disoccupazione è atteso stabile, al 4,2%. La crescita dei salari potrebbe invece rallentare a 0,3% m/m, dopo lo 0,4% del mese precedente. I **dati JOLTS** diffusi in settimana hanno mostrato un ampio aumento delle posizioni vacanti, sopra 8 milioni, dai 7,71 milioni di luglio, con un rapporto tra posti vacanti e disoccupati a 1,14 da 1,07 precedente: si tratta di un indizio di un ritorno di (moderate) tensioni sul mercato del lavoro.
- **Powell raffredda le attese di ampi tagli dei tassi.** In un intervento a una conferenza organizzata dalla National Association for Business Economics, il Governatore della Fed ha raffreddato le attese di mercato sull'ampiezza dei prossimi interventi sui tassi: Powell ha affermato che il FOMC non ha "fretta di tagliare i tassi rapidamente" e che il processo di allentamento monetario "si svolgerà nel tempo", pur precisando che il ritmo di ribassi dipenderà in ultima analisi dai dati. Ha inoltre ribadito che la Fed "non crede che sia necessario un ulteriore raffreddamento delle condizioni del mercato del lavoro per raggiungere un'inflazione del 2%". Secondo Powell, sulla base del grafico a punti del FOMC di settembre, se l'economia prosegue nel sentiero attuale c'è da attendersi due tagli dei tassi da 25 punti base quest'anno, ovvero meno di quanto sta attualmente scontando il mercato. Una certa cautela in merito alla possibilità di nuovi interventi ampi sui tassi è giunta anche da **Barkin** (secondo cui la Fed non può ancora dichiarare vinta la guerra contro l'inflazione) e **Musalem** (che si è espresso a favore di tagli dei tassi più gradualisti). **Bostic** resta aperto a tagli più consistenti, ma solo in caso di ulteriore deterioramento del mercato del lavoro, e ha dichiarato di non sentirsi tranquillo con il deflatore core al 2,7%. Toni più accomodanti sono stati usati da **Cook**, che ha messo l'accento sull'aumento dei rischi sul mercato del lavoro.
- **Politica: primo e unico dibattito tra i candidati vicepresidenti** (il governatore del Minnesota Tim Walz e il senatore dell'Ohio J.D. Vance). La discussione si è conclusa con

un sostanziale equilibrio, anche se un sondaggio della CNN ha evidenziato una maggioranza a favore di Waltz.

- **Evitato lo shutdown, il focus si sposta sugli scioperi dei portuali.** Il Congresso ha, come atteso, trovato un accordo sulla spesa, evitando uno **shutdown** federale per i prossimi tre mesi e rimandando le decisioni a dopo le elezioni di novembre. Più preoccupante la situazione dello **sciopero** dei portuali della costa orientale e del Golfo, con rischi di interruzioni nelle catene di approvvigionamento. Le aziende hanno già pianificato contromisure, e si ipotizza un intervento di Biden in caso di mancato accordo. Se lo sciopero durasse più di 10 giorni, la crescita del PIL nel 4° trimestre potrebbe ridursi di 0,1%-0,2% t/t ann., con una perdita potenziale pari a quasi un decimo di PIL per ogni settimana aggiuntiva di sciopero. Le implicazioni inflazionistiche potrebbero arrivare più dagli aumenti nei costi di trasporto che non dagli incrementi salariali - che, per quanto generosi (la richiesta è di un aumento del 62,5%), si applicherebbero a una quota molto limitata di lavoratori. Gli effetti politici potrebbero essere significativi in vista delle elezioni, se lo sciopero non venisse gestito in maniera efficace dall'amministrazione Biden-Harris.

■ La settimana prossima:

- **CPI e PPI di settembre.** Per il **CPI** è attesa una crescita di 0,1% m/m (in rallentamento di un decimo rispetto ad agosto), che porterebbe l'inflazione annua da 2,5% a 2,3% a/a, un minimo da febbraio 2021 (con possibili sorprese al ribasso per via della discesa dei prezzi dei carburanti). I prezzi core sono visti crescere di 0,2% m/m (anche in questo caso, un decimo in meno rispetto ad agosto), con una variazione annua stabile a 3,2%; il focus sarà soprattutto sui servizi abitativi. Anche il **PPI** dovrebbe mostrare una crescita di appena un decimo su base mensile, mentre il PPI core è atteso in aumento di due decimi; su base annua, l'indice headline dovrebbe risultare stabile all'1,7%, mentre il core potrebbe viceversa salire di tre decimi al 2,7%.
- **Rilevazione preliminare di ottobre della fiducia dei consumatori secondo l'Università del Michigan:** è attesa in progresso per il terzo mese a 70,5 da 70,1.
- **Verbali del FOMC di settembre:** potrebbero contenere informazioni importanti circa le motivazioni che hanno spinto la Fed a un taglio dei tassi di entità superiore a quanto previsto dalla maggior parte degli osservatori (50pb).

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (7 – 13 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Lun	7/10	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ago	2.9	% -2.8
		10:00	CN	Riserve in valuta estera		set	3.288	1000Mld \$ 3.304
		11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ago	0.1	% 0.2
Mar	8/10	01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ago	0.1	% -2.6
		08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ago	-2.4	% 0.6
		14:30	USA	Bilancia commerciale		ago	-78.8	Mld \$
Mer	9/10	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ago	16.8	Mld €
Gio	10/10	10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	ago	-0.9	% 0.2
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.826	Mln
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	225	x1000
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	set	0.3	% 0.2
		14:30	USA	CPI m/m	*	set	0.2	% 0.1
		14:30	USA	CPI a/a		set	2.5	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		set	3.2	%
Ven	11/10	00:00	CN	M2 a/a	*	set	6.3	% 6.4
		00:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	set	3030	Mld ¥ CN
		00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	set	900	Mld ¥ CN
		08:00	GER	CPI a/a finale		set	prel 1.6	% 1.6
		08:00	GER	IPCA a/a finale		set	prel 1.8	% 1.8
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	set	prel -0.1	% -0.1
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	set	prel 0.0	% 0.0
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	ago	-0.8	% 0.3
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ago	-20.0	Mld £
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ago	-7.5	Mld £
		14:30	USA	PPI m/m		set	0.2	% 0.1
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	set	0.3	% 0.2
		16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		ott	70.1	70.0
		Dom	13/10	03:30	CN	CPI m/m		set
03:30	CN			CPI a/a	*	set	0.6	%
03:30	CN			PPI a/a	*	set	-1.8	%

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (7 – 11 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	7/10	09:05	EUR	Discorso di Cipollone (BCE)
		09:45	EUR	Discorso di Lane (BCE)
		13:45	SPA	Discorso di Escriva (BCE)
		19:50	USA	Discorso di Kashkari (Fed)
		EUR	* Riunione Eurogruppo	
Mar	8/10	00:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		00:30	USA	Discorso di Musalem (Fed)
		09:00	USA	Discorso di Kugler (Fed)
		18:45	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		22:00	USA	Discorso di Collins (Fed)
			EUR	* Riunione Ecofin
Mer	9/10	14:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		15:15	USA	Discorso di Logan (Fed)
		16:30	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		18:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
	23:00	USA	Discorso di Collins (Fed)	
Gio	10/10	00:00	USA	Discorso di Daly (Fed)
		17:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
Ven	11/10	15:45	USA	Discorso di Goolsbee (Fed)
		16:45	USA	Discorso di Logan (Fed)

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

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI (Chicago)	set	46.1		46.1	46.6
Markit PMI Manif. finale	set	47.0			47.3
Spesa in costruzioni	ago	-0.5	(-0.3) %	0.1	-0.1
Indice ISM manifatturiero	set	47.2		47.5	47.2
Nuovi occupati: stima ADP	set	103	(99) x1000	120	143
Richieste di sussidio	settim	219	(218) x1000	220	225
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.827	(1.834) Mln	1.832	1.826
Markit PMI Composito finale	set	54.4			54.0
Markit PMI Servizi finale	set	55.4			55.2
Ordinativi industriali m/m	ago	4.9	(5.0) %	0.0	-0.2
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ago	0.0	%		0.0
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ago	0.5	%		0.5
Indice ISM non manifatturiero composito	set	51.5		51.7	54.9
Tasso di disoccupazione	set	4.2	%	4.2	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	set	142	x1000	140	
Salari orari m/m	set	0.4	%	0.3	

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

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
EUR	PMI manifatturiero finale	set	44.8		44.8	45.0
EUR	CPI a/a stima flash	set	2.2	%	1.8	1.8
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	set	2.8	%	2.7	2.7
EUR	Tasso di disoccupazione	ago	6.4	%	6.4	6.4
EUR	PMI servizi finale	set	50.5		50.5	51.4
EUR	PMI composito finale	set	48.9		48.9	49.6
EUR	PPI a/a	ago	-2.2	(-2.1) %	-2.4	-2.3
FRA	PMI manifatturiero finale	set	44.0		44.0	44.6
FRA	PMI servizi finale	set	48.3		48.3	49.6
FRA	Produzione industriale m/m	ago	0.2	(-0.5) %	0.2	1.4
GER	IPCA m/m prelim	set	-0.2	%	0.0	-0.1
GER	IPCA a/a prelim	set	2.0	%	1.9	1.8
GER	CPI (Lander) a/a prelim	set	1.9	%	1.7	1.6
GER	CPI (Lander) m/m prelim	set	-0.1	%	0.0	0.0
GER	PMI manifatturiero finale	set	40.3		40.3	40.6
GER	PMI servizi finale	set	50.6		50.6	50.6
ITA	Bilancia commerciale (extra-UE)	ago	6.04	Mld €		2.69
ITA	IPCA m/m prelim	set	-0.2	%	1.2	1.2
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	set	1.1	%	0.8	0.7
ITA	IPCA a/a prelim	set	1.2	%	1.0	0.8
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	set	0.2	%	-0.1	-0.2
ITA	PMI manifatturiero	set	49.4		49.0	48.3
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ago	6.4	(6.5) %	6.6	6.2
ITA	PMI servizi	set	51.4		51.0	50.5
ITA	Deficit/PIL (ISTAT)	T2	8.4	(8.8) %		3.4
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ago	0.9	(1.0) %		0.8
SPA	Produzione industriale a/a	ago	-0.4	%	0.1	-0.1

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

Eurozona: inflazione ai minimi da 3 anni e mezzo. A settembre, l'inflazione nell'area euro è calata a 1,8% a/a, ai minimi da aprile del 2021. La flessione è dovuta non solo all'energia ma anche ai servizi, dove pure la variazione annua è rallentata solo di un decimo (come l'indice core). La moderazione dei prezzi nei servizi potrebbe essere dovuta al rientro dell'effetto-Olimpiadi in Francia, ma le indagini segnalano che la tendenza potrebbe continuare nei prossimi mesi. Il sensibile calo dell'inflazione a settembre (che potrebbe essere seguito da una moderata risalita

nel 4° trimestre) fornisce argomenti a favore di un taglio dei tassi da parte della BCE nella riunione del 17 ottobre. Visto anche l'intensificarsi dei segnali di debolezza della congiuntura, è in aumento la probabilità di una accelerazione nel ritmo del ciclo di ribassi dei tassi ufficiali.

Italia: inflazione headline e core in calo a settembre. In calo più delle attese l'inflazione italiana a settembre. Oltre alla frenata dell'energia si registrano segnali incoraggianti di rallentamento per il ritmo di crescita dei servizi che si traduce in una discesa dell'inflazione core. Nel 4° trimestre ci aspettiamo una risalita dell'inflazione headline per via del ridimensionarsi dell'effetto base negativo sulla componente energetica ma la riaccelerazione dovrebbe risultare temporanea. Nel 2025 stimiamo un'inflazione in assestamento poco sotto al 2%.

Italia: l'andamento dei conti pubblici è più "virtuoso" del previsto. Il Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine diffuso dal Governo italiano conferma che lo scenario tendenziale di finanza pubblica è più "virtuoso" rispetto a quanto stimato in precedenza (anche per via della revisione al rialzo del livello del PIL nominale). I miglioramenti paiono dovuti a maggiori imposte dirette (in parte grazie a un aumento della compliance fiscale) e a minori trasferimenti in conto capitale per via dell'adesione minore del previsto al Superbonus. I progressi prospettici non dipendono da ipotesi particolarmente ottimistiche di crescita del PIL, il cui profilo è sostanzialmente confermato. Sulla base del Piano, se il Governo confermasse l'entità della manovra lorda 2025 a 25 miliardi (come da notizie di stampa), dovrà reperire risorse per oltre 15 miliardi.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Vendite al dettaglio a/a	ago	2.7 (2.4)	%	2.3	2.8
Produzione industriale m/m prelim	ago	3.1	%	-0.9	-3.3
Job to applicant ratio	ago	1.24		1.24	1.23
Tasso di disoccupazione	ago	2.7	%	2.6	2.5
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T3	13		13	13
Tankan, grandi imprese non manifat.	T3	33		32	34
PMI manifatturiero finale	set	49.6			49.7
Fiducia delle famiglie	set	36.7			36.9

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

Cina

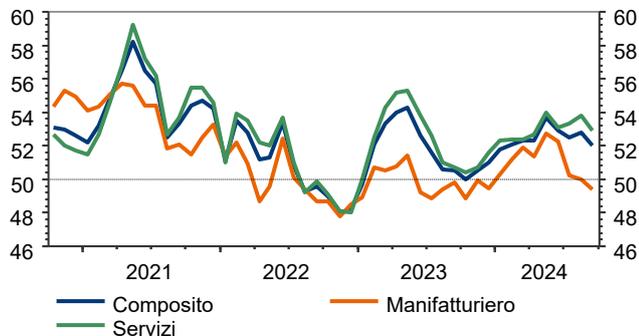
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	set	50.1		50.4
PMI manifatturiero - NBS	set	49.1	49.5	49.8
PMI non manifatturiero - NBS	set	50.3		50.0
PMI manifatturiero - Caixin	set	50.4	50.5	49.3
PMI servizi - Caixin	set	51.6		50.3

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

Cina: PMI NBS e Caixin settembre 2024. Gli indici PMI relativi al mese di settembre segnalano che, nel complesso, l'attività economica ha perso ulteriore slancio nel settore dei servizi e si è marginalmente contratta nel settore manifatturiero. Il pacchetto di stimolo monetario coordinato annunciato la scorsa settimana dovrebbe contribuire a sostenere l'economia nel breve periodo, ma la durata della ripresa dipenderà da un ulteriore stimolo fiscale a cui le Autorità stanno lavorando in linea con le indicazioni della recente riunione del Politburo.

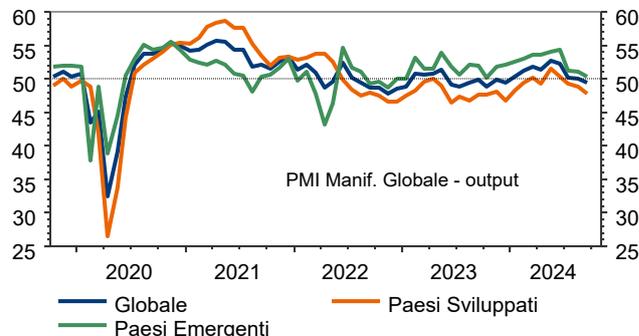
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



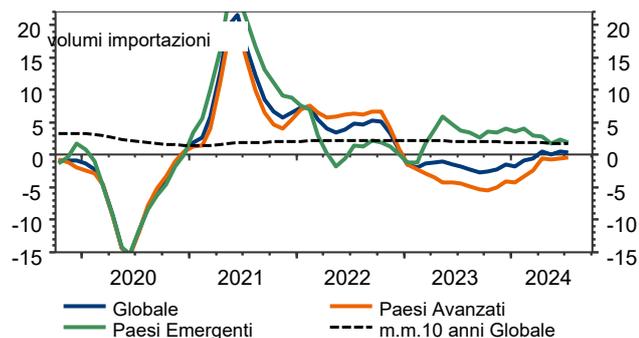
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



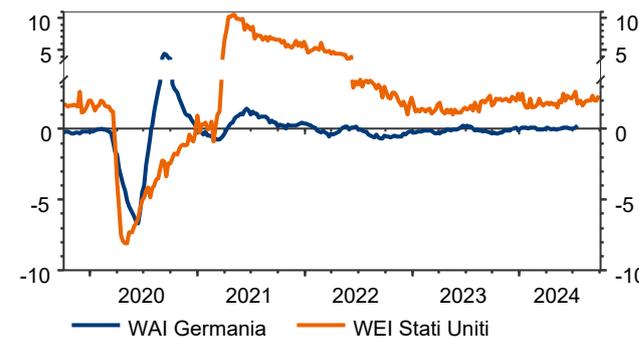
Fonte: S&P Global

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



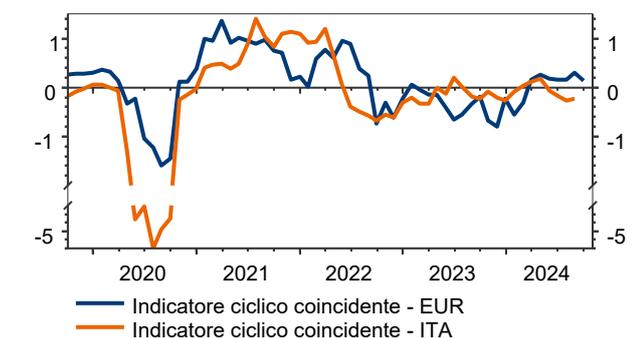
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



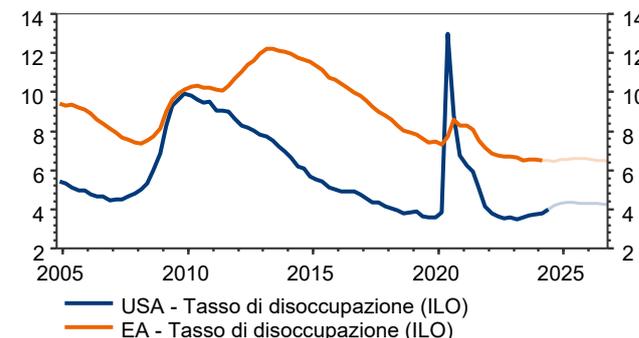
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

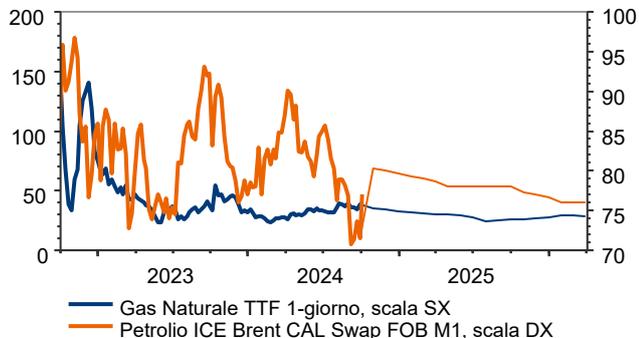
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

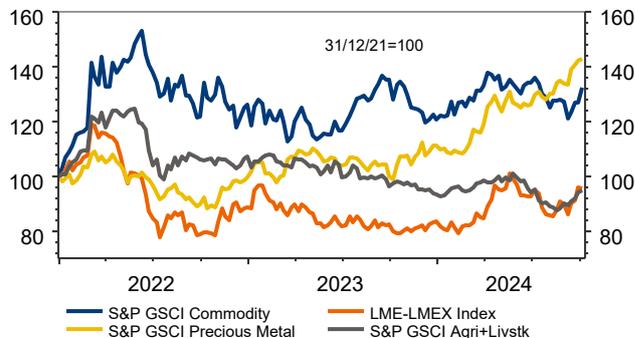
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



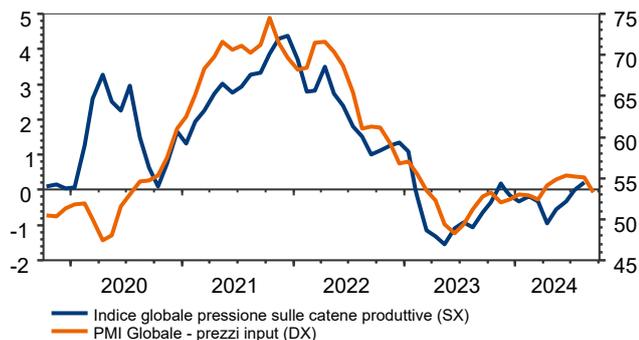
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



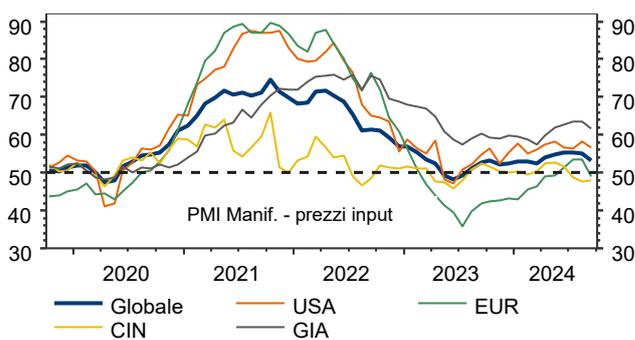
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



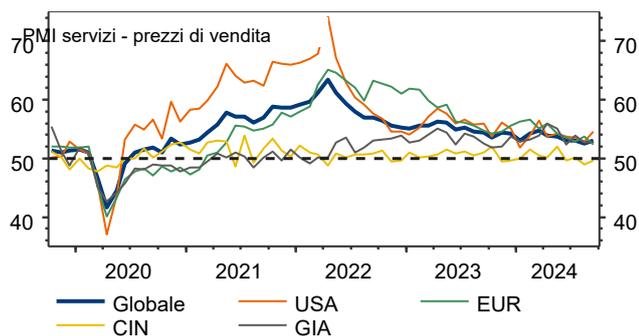
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



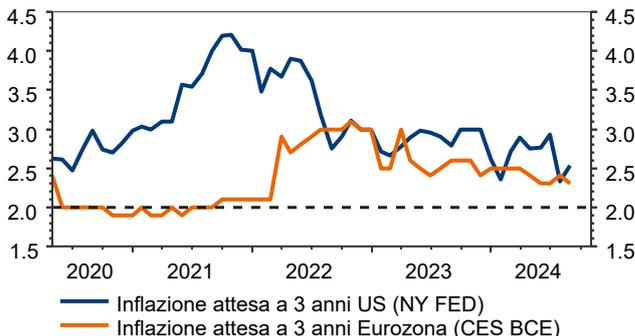
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

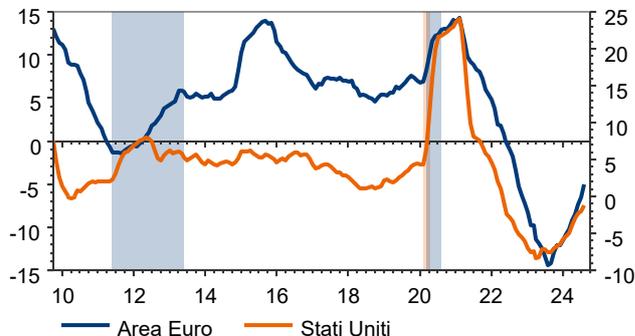
Condizioni Finanziarie

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



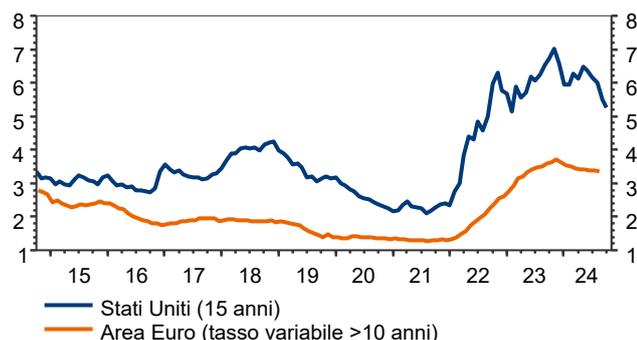
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



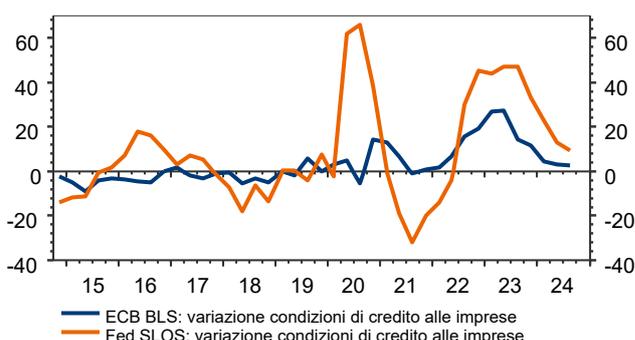
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



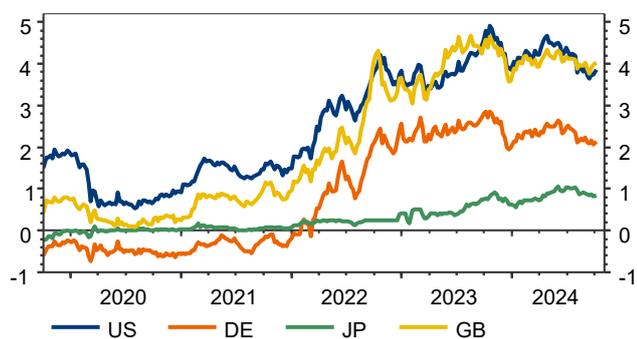
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



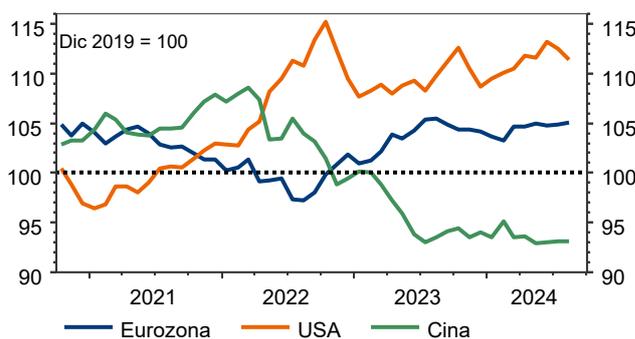
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

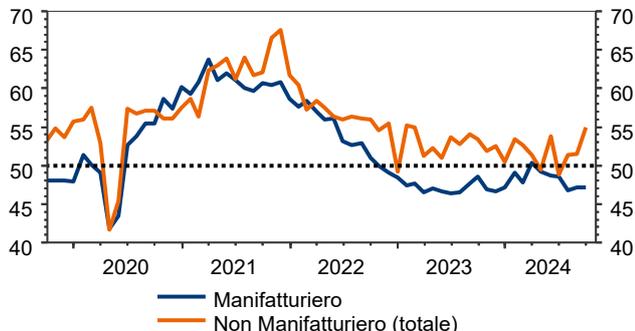
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

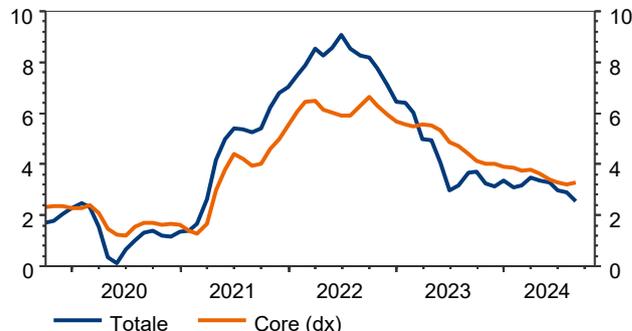
Stati Uniti

Indagini ISM



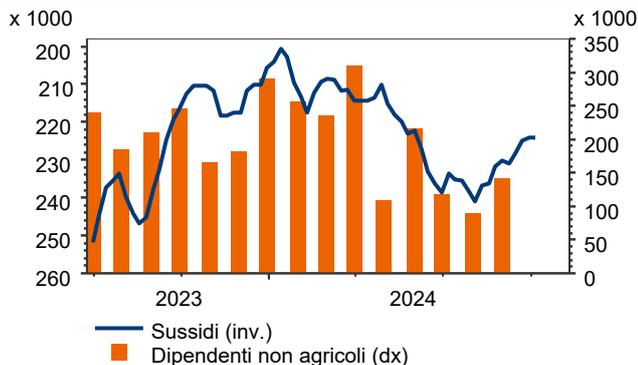
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



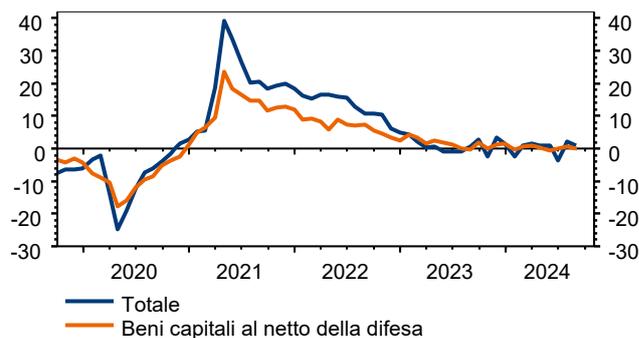
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

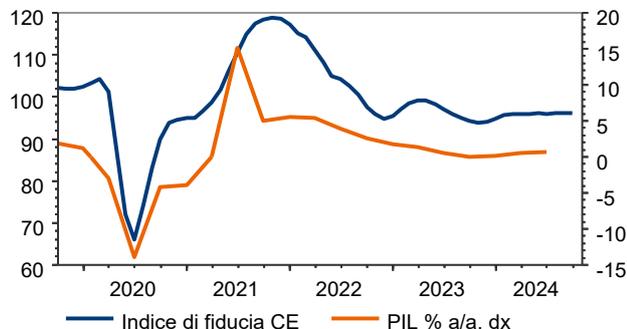
Previsioni

	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	-7.2	-7.4								
Debito pubblico (% PIL)	138.6	138.8	140.6								
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

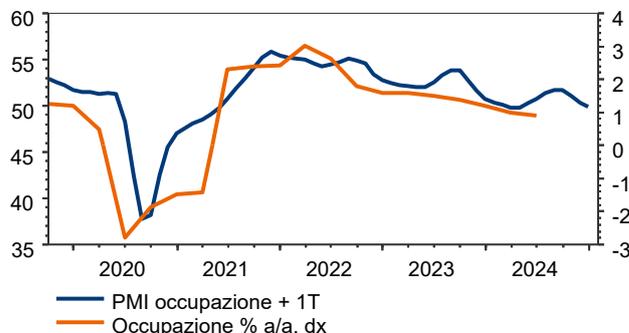
Area euro

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	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-24	123.6	119.5	116.1	123.2	2.8	3.6	3.3	2.7
feb-24	124.4	120.2	116.8	123.9	2.6	3.3	3.1	2.4
mar-24	125.3	121.3	118.1	124.9	2.4	3.1	2.9	2.3
apr-24	126.0	122.1	119.0	125.6	2.4	2.8	2.7	2.3
mag-24	126.3	122.6	119.5	125.8	2.6	2.9	2.9	2.5
giu-24	126.6	123.0	119.9	126.1	2.5	2.8	2.9	2.4
lug-24	126.5	122.9	119.7	126.0	2.6	2.8	2.9	2.5
ago-24	126.7	123.3	120.1	126.2	2.2	2.8	2.8	2.0
set-24	126.6	123.4	120.2	125.9	1.8	2.7	2.7	1.5
ott-24	127.0	123.6	119.7	126.4	2.0	2.7	2.0	1.8
nov-24	126.8	123.2	119.1	126.2	2.4	2.9	2.1	2.2
dic-24	127.4	123.8	119.4	126.8	2.7	3.0	1.9	2.6
Media	126.1	122.4	119.0	125.6	2.4	2.9	2.7	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	Core ex	IPCA	IPCA	Core	Core ex	IPCA
	BCE	AEAT	ex tob		BCE	AEAT	ex tob	
gen-25	126.1	122.4	118.8	125.6	2.1	2.4	2.3	2.0
feb-25	126.4	122.6	119.6	125.9	1.7	2.0	2.4	1.6
mar-25	127.5	123.8	120.3	126.9	1.7	2.0	1.9	1.6
apr-25	128.5	125.1	121.5	127.9	2.0	2.4	2.2	1.9
mag-25	128.7	125.4	122.3	128.2	1.9	2.3	2.4	1.9
giu-25	128.9	125.5	122.2	128.3	1.8	2.0	1.9	1.7
lug-25	128.6	125.2	122.0	128.0	1.6	1.9	1.9	1.6
ago-25	128.6	125.2	121.9	128.0	1.5	1.6	1.5	1.4
set-25	129.0	125.6	122.2	128.4	1.8	1.8	1.7	1.9
ott-25	129.3	125.9	122.2	128.8	1.8	1.9	2.1	1.9
nov-25	129.1	125.7	121.7	128.6	1.8	2.0	2.2	1.8
dic-25	129.7	126.3	121.9	128.9	1.8	2.0	2.1	1.7
Media	128.4	124.9	121.4	127.8	1.8	2.0	2.0	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.

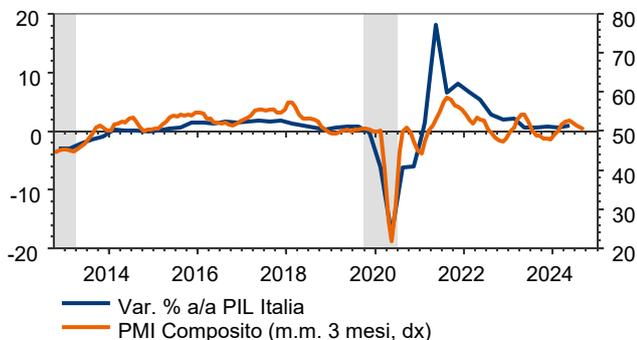
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024	2025					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.7	1.2	0.2	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9	1.1	1.2
- t/t				0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
Consumi privati	0.8	0.7	1.2	0.0	0.3	-0.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.4
Investimenti fissi	1.1	-2.7	-0.2	1.0	-1.8	-2.2	0.0	0.1	-0.1	0.1	0.4
Consumi pubblici	1.2	1.6	0.7	0.7	0.1	0.6	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-0.4	1.8	2.3	0.3	1.1	1.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
Importazioni	-0.7	-0.5	2.1	0.5	-0.6	0.5	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.6	0.2	-0.3	-0.3	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Partite correnti (% PIL)	1.5	2.5	2.1								
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.4	-2.7								
Debito pubblico (% PIL)	88.4	88.9	89.1								
Prezzi al consumo (a/a)	5.4	2.4	1.8	2.7	2.6	2.5	2.2	2.4	1.8	1.9	1.6
Produzione industriale (a/a)	-2.2	-3.0	1.0	-3.9	-4.7	-3.6	-1.7	-1.6	-0.4	0.8	1.8
Disoccupazione (%)	6.6	6.5	6.7	6.5	6.5	6.5	6.4	6.6	6.7	6.7	6.6
Euribor 3 mesi	3.43	3.59	2.54	3.96	3.92	3.81	3.56	3.05	2.77	2.52	2.42

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

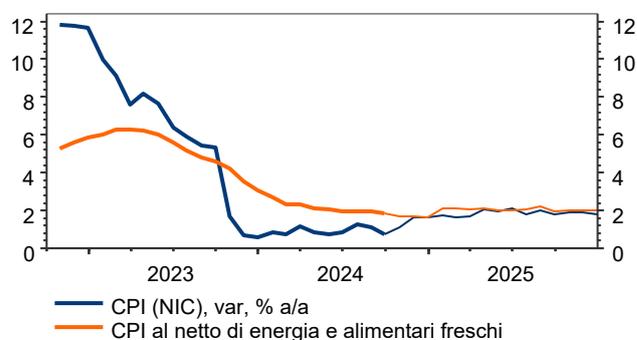
Italia

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	123.1	121.2	119.9	119.9	0.8	0.7	0.6	0.5
ott-24	123.6	121.4	120.0	120.0	1.2	1.1	0.8	0.7
nov-24	123.5	121.4	120.0	120.0	1.7	1.6	1.2	1.1
dic-24	123.8	121.7	120.3	120.3	1.7	1.6	1.3	1.2
Media	122.3	120.9	119.7	119.7	1.2	1.1	0.9	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	122.6	122.2	121.2	121.2	1.8	1.7	1.7	1.6
feb-25	122.4	122.2	121.2	121.1	1.7	1.6	1.6	1.5
mar-25	123.9	122.2	120.7	121.1	1.7	1.7	1.2	1.4
apr-25	125.0	122.8	121.1	121.5	2.1	2.0	1.5	1.8
mag-25	125.2	122.9	121.2	121.6	2.0	1.9	1.4	1.8
giu-25	125.6	123.2	121.5	121.9	2.2	2.1	1.7	2.0
lug-25	124.1	123.4	121.7	121.6	1.9	1.8	1.4	1.3
ago-25	124.1	123.8	122.1	122.0	2.1	2.0	1.7	1.6
set-25	125.4	123.4	121.7	121.6	1.9	1.8	1.5	1.4
ott-25	126.1	123.7	122.0	121.9	2.0	1.9	1.7	1.6
nov-25	125.9	123.7	122.0	121.9	1.9	1.9	1.7	1.6
dic-25	126.1	123.8	122.2	122.1	1.9	1.8	1.6	1.5
Media	124.7	123.1	121.6	121.6	1.9	1.9	1.5	1.6

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni

	2023	2024	2025	2023				2024				2025			
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.8	0.7	1.2	0.3	0.2	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2
- t/t				0.0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	1.0	0.1	1.4	-1.7	0.1	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Investimenti fissi	8.7	1.0	0.9	1.4	-0.5	-0.1	-0.1	-0.2	0.4	0.4	0.5	-0.2	0.4	0.4	0.5
Consumi pubblici	1.9	0.6	0.5	0.1	-0.7	1.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Esportazioni	1.1	-0.6	1.6	1.4	-0.6	-1.2	-1.0	0.8	0.8	0.8	0.6	0.8	0.8	0.8	0.6
Importazioni	0.0	-4.4	1.8	-1.3	-2.3	0.2	-0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-2.3	-0.8	0.0	-0.2	0.0	0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0
Partite correnti (% PIL)	0.5	1.4	1.1												
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-3.8	-3.3												
Debito pubblico (% PIL)	134.8	136.0	137.2												
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.2	1.9	1.0	1.0	0.9	1.2	1.5	1.7	2.1	1.9	1.5	1.7	2.1	1.9
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-3.0	0.7	-1.6	-3.5	-3.0	-3.1	-2.4	-0.6	0.7	1.4	-2.4	-0.6	0.7	1.4
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	6.6	6.7	7.4	7.1	6.8	6.3	6.3	6.5	6.6	6.7	6.3	6.5	6.6	6.7
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.70	3.83	4.19	3.74	3.86	3.66	3.53	3.50	3.70	3.93	3.53	3.50	3.70	3.93

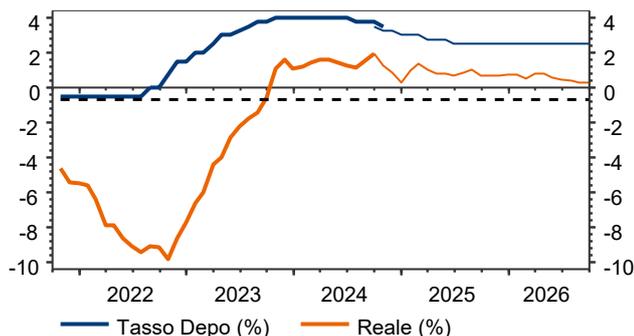
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	3/10	dic	mar	giu	set
Deposit rate	4.00	3.75	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.50
Euribor 1m	3.86	3.63	3.35	3.27	2.94	2.67	2.44	2.40
Euribor 3m	3.89	3.71	3.28	3.25	2.94	2.68	2.43	2.45

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

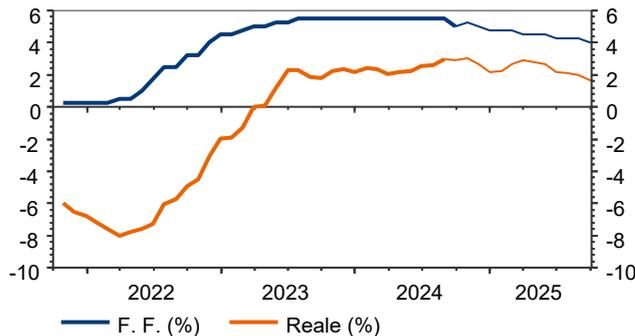


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	3/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	5.50	5.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00
OIS 3m	5.32	5.32	4.59	4.57	4.04	3.66	3.39	3.13

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

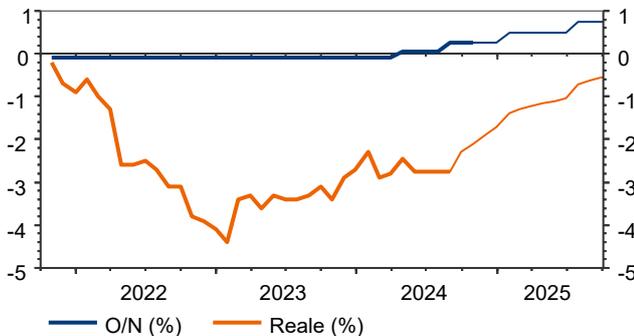


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	mar	giu	set	3/10	dic	mar	giu	set
O/N target	0.05	0.05	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75
OIS 3m	0.08	0.12	0.25	0.24	0.40	0.55	0.65	0.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

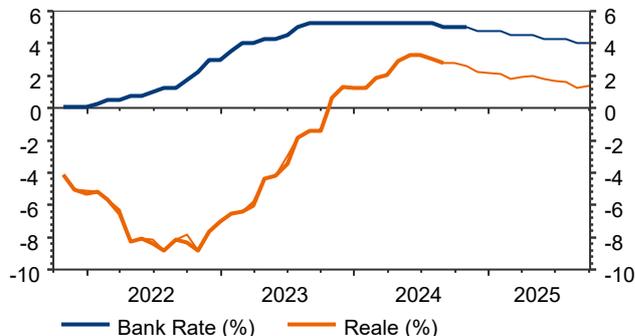


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	3/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	5.25	5.25	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00
OIS 3m	5.18	5.13	4.82	4.79	4.55	4.35	4.15	3.85

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	4/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	0.99	1.05	1.09	1.08	1.11	1.1025	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14
USD/JPY	144	149	152	161	144	146.43	140	138	134	132	130
GBP/USD	1.14	1.21	1.27	1.28	1.32	1.3167	1.32	1.33	1.34	1.35	1.35
EUR/CHF	0.98	0.96	0.98	0.97	0.94	0.9398	0.94	0.95	0.98	1.00	1.02
EUR/JPY	143	156	165	174	160	161.46	154	153	150	149	148
EUR/GBP	0.87	0.87	0.86	0.85	0.84	0.8374	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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com