

Weekly Economic Monitor

Il punto

L'impatto delle elezioni americane sull'economia globale non sarà trascurabile: si prospettano anni di maggiore deficit pubblico, tensioni commerciali, deregolamentazione in campo energetico, livelli più elevati dei tassi di interesse e della volatilità sui mercati finanziari; però nel 2025 le conseguenze potrebbero essere meno rilevanti di quanto si immagini. Il FOMC si è concluso con un taglio da 25 punti base, come atteso. Nell'Eurozona, i dati di produzione industriale di settembre hanno confermato che non è in vista una ripresa per il settore manifatturiero, e sono coerenti con il percorso più rapido di riduzione dei tassi da parte della BCE, da noi delineato la settimana scorsa. In Germania, si prospettano elezioni anticipate ai primi mesi del 2025.

Stati Uniti:

■ **Questa settimana, l'evento clou sono state le elezioni presidenziali, il cui esito avrà ripercussioni sul nostro scenario di previsione**, in quanto quest'ultimo era stato costruito sulla base di un'ipotesi di status quo per le politiche fiscali e commerciali negli Stati Uniti. Tuttavia, le ripercussioni non saranno né sconvolgenti, né immediate. La nostra prima valutazione delle conseguenze per lo scenario, che si basa anche sulle simulazioni già pubblicate in passato, è che **le misure dell'amministrazione Trump aumenteranno la volatilità macroeconomica nel medio termine e che avranno un impatto potenzialmente inflazionistico**. Questo è legato sia alla riduzione dell'output gap (**la crescita del PIL sarà inizialmente maggiore** grazie a espansione fiscale, aumento dei corsi azionari ed eventuali bolle speculative legate alla deregolazione finanziaria, se sarà attuata), sia all'aumento dei costi dovuto ai dazi. Tuttavia, **l'impatto inflattivo è moderato, nelle ipotesi di base, grazie alla reazione della politica monetaria** (con una discesa dei tassi che si fermerà, e si invertirà, prima di quanto prevedevamo nello scenario di status quo), **a maggiori premi per il rischio incorporati nelle curve dei tassi e a un dollaro un po' più forte** rispetto alle precedenti proiezioni. Invece, non crediamo che vi siano motivi per attendersi prezzi del petrolio molto più bassi in questo contesto: il fattore più rilevante, piuttosto che la liberalizzazione dell'estrazione, è forse costituito dalla possibile frenata della domanda cinese. **L'impatto delle politiche dovrebbe diventare negativo anche per la crescita reale alla fine del mandato**, quando i nodi legati alla sostenibilità verranno al pettine.

□ Riguardo alle **conseguenze per lo scenario europeo**, è decisamente prematuro imbarcarsi in valutazioni, data l'incertezza sugli obiettivi della nuova amministrazione nella relazione con l'UE. Una nostra **precedente simulazione, basata su ipotesi più aggressive** (dazio universale del 10%), **ha stimato un impatto negativo di 0,1% sulla crescita media annua 2026 dell'Eurozona e di -0,1/0,2% nel biennio successivo**. Gli effetti nel 2025 saranno invece poco rilevanti rispetto ai fattori endogeni alla zona euro, che agiranno in senso contrario. Impatti di tale dimensione potrebbero essere contrastati con aggiustamenti modesti del mix di politica economica.

■ **L'altro evento della settimana negli Stati Uniti (da cui però non sono venute sorprese) è stata la riunione del FOMC**, che si è conclusa con la decisione unanime di ridurre il tasso sui fed funds di 25pb al 4,50-4,75%, come previsto. Rispondendo a domande sull'esito elettorale, Powell ha difeso l'indipendenza della Fed, rinviando al prossimo anno qualsiasi potenziale impatto dell'agenda Trump. A nostro avviso, **quanto emerso non cambia lo scenario di politica monetaria**: la Fed procede a ritmi più gradualisti, con tagli da 25pb anziché da 50 come a settembre, sulla scia di dati meno favorevoli sull'inflazione, ma continua a voler riportare lo stance di politica monetaria in territorio meno restrittivo. **Questo percorso, di graduale avvicinamento alla neutralità, può continuare anche se l'economia resta solida**, e se il mercato del lavoro non si deteriora significativamente. Inoltre, l'impatto potenzialmente

8 novembre 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

inflattivo dell'agenda Trump per ora non influisce sulle decisioni di politica monetaria (vi sarà un effetto solo dopo che tali politiche saranno effettivamente implementate). A nostro avviso, gli effetti delle politiche del nuovo Presidente si vedranno, su crescita e inflazione, soprattutto dal 2026, e implicano un **livello di equilibrio più alto dei tassi Fed nel lungo periodo, ma non vediamo sufficienti elementi per modificare le nostre assunzioni sul percorso dei tassi nel breve termine** (continuiamo a vedere un livello dei fed funds alla fine dell'anno prossimo a 3,25-3,50%, ovvero al di sotto delle attuali aspettative dei mercati).

■ **Per quanto riguarda i dati congiunturali diffusi nell'ultima ottava**, sempre negli USA:

- **L'employment report di ottobre (diffuso venerdì 1° novembre) ha mostrato un'ampia sorpresa al ribasso, anche al netto delle distorsioni dovute agli uragani e agli scioperi.** L'indagine sulle famiglie ha evidenziato un netto calo sia degli occupati che delle forze di lavoro, lasciando il tasso di disoccupazione invariato al 4,1%, ben al di sotto della proiezione della Fed di settembre per il 4° trimestre (4,4%). La crescita dei salari è aumentata allo 0,4% m/m e al 4% a/a (la più alta da maggio), ma dovrebbe moderare in futuro sulla base dei dati JOLTS di settembre, che hanno mostrato un calo dei posti vacanti (al livello più basso da gennaio 2021).
- **I dati di settembre su reddito e spesa delle famiglie** (diffusi giovedì 31 ottobre) **sono stati più forti del previsto** (0,3% e 0,5% m/m, rispettivamente). **Anche i deflatori PCE hanno sorpreso al rialzo:** l'headline è salito di 0,2% m/m e del 2,1% a/a, mentre il PCE core è aumentato dello 0,3% m/m, rimanendo fermo al 2,7% a/a per il terzo mese consecutivo. Il deflatore dei servizi è aumentato di 0,3% m/m (3,7% a/a), mentre i beni sono rimasti in deflazione (-0,1% m/m, -1,2% a/a). Secondo il nowcast della Fed di Cleveland, il PCE core dovrebbe rimanere al 2,7% in ottobre e salire al 2,9% in novembre, superando la proiezione del FOMC di settembre per il 4° trimestre (2,6%).
- **Le indagini di ottobre sono state miste, ma hanno prevalso i segnali positivi: l'industria rimane in recessione** (l'ISM manifatturiero è sceso inaspettatamente da 47,2 a 46,5, il valore più basso da luglio 2023), **ma l'attività nei servizi continua a crescere** (l'ISM servizi è salito a sorpresa a 56 da 54,9, e la componente occupazione è tornata in territorio espansivo, a 53, un massimo da agosto dello scorso anno).

■ **La prossima settimana è ancora densa di appuntamenti negli Stati Uniti:**

- **Il principale focus sarà su CPI e PPI di ottobre: i prezzi al consumo sono visti registrare lo stesso ritmo del mese precedente** (0,2% m/m headline, 0,3% m/m core), per un'inflazione annua al 2,6% dal 2,4% (stabile a 3,3% al netto di alimentari ed energia); **il PPI è atteso, invece, in accelerazione rispetto a settembre** (a 0,2% m/m da zero sull'headline e a 0,3% da 0,2% m/m sul core).
- **Le vendite al dettaglio potrebbero rallentare solo moderatamente a ottobre dopo i ritmi robusti visti a settembre**, a 0,3% da 0,4% m/m (0,3% da 0,5% al netto delle auto).
- **La produzione industriale è attesa in calo di -0,3% m/m per il secondo mese di fila a ottobre, ancora sulla scia degli effetti di uragani e scioperi;** anche il grado di utilizzo della capacità produttiva è visto in calo, a 77,3% da 77,5% (sarebbe un minimo da gennaio).
- **Le prime indagini di fiducia di novembre dovrebbero mostrare un ulteriore progresso per il sentiment dei consumatori secondo l'Università del Michigan** (ad almeno 71 da 70,5) **e un recupero dell'indice Empire Manufacturing** a zero dopo il tonfo a -11,9 di ottobre.
- **Infine, riprende il flusso di discorsi dei membri della Fed:** in particolare, Powell interverrà giovedì 14 novembre alla conferenza "Global Perspectives" organizzata dalla Federal Reserve di Dallas. Inoltre, **martedì 12 verrà diffusa la "Senior Loan Officer Opinion Survey"**, l'indagine trimestrale sul credito bancario.

Eurozona:**■ Questa settimana:**

- I dati sulla **produzione industriale nelle tre principali economie dell'Eurozona** hanno mostrato, come atteso, una correzione generalizzata, che ha sostanzialmente annullato gli incrementi visti in agosto. La flessione più ampia si è registrata in Germania (-2,5% m/m da un precedente 2,6%), ma un calo significativo si è avuto anche in **Francia** (-0,9% m/m dopo l'1,1% m/m di agosto) e in Italia (-0,4% m/m, dopo la stabilità di agosto). A nostro avviso, la mancata ripresa dell'industria, in un contesto in cui anche i servizi stanno perdendo slancio, continua a configurare **rischi al ribasso sulla crescita del PIL nel 2025, che ora vediamo all'1% anziché all'1,1% come la settimana scorsa** (la revisione non incorpora l'imposizione di dazi universali sull'export verso gli USA, ma sconta la restrizione fiscale in Francia, le difficoltà strutturali e la crisi di governo in Germania, le evoluzioni meno positive viste di recente anche in Italia).
- **La seconda lettura dei PMI di ottobre ha visto una revisione al rialzo**, per l'Eurozona, di un decimo nel manifatturiero (a 46, da 45 del mese precedente) e di quattro decimi nei servizi (a 51,6, da 51,4 a settembre), per un indice composito a 50 (da 49,6 precedente). Per l'Italia, la prima lettura ha visto un calo del PMI manifatturiero a 46,9 da un precedente 48,3 (ai minimi da giugno) e viceversa una risalita dell'indice dei servizi, a 52,4 da 50,5 (ai massimi anche in questo caso da giugno), che ha riportato il PMI composito in territorio espansivo, a 51, da 49,7 in settembre.
- **I prezzi alla produzione hanno visto un calo di -0,6% m/m e di -3,4% a/a a settembre** (ai minimi da maggio e per il 17° mese in territorio negativo); al netto dell'energia, il PPI è rimasto fermo su base congiunturale ed è lievemente accelerato per il secondo mese su base annua, a 0,6% (da 0,4% precedente).
- **Le vendite al dettaglio hanno registrato il secondo incremento consecutivo** (0,5% m/m), e il dato del mese precedente è stato rivisto significativamente al rialzo (da 0,2% a 1,1% m/m) per via dell'inclusione dei numeri aggiornati per la Germania; **su base annua, le vendite risultano ora in crescita di 2,9% (da 2,4%), un massimo da aprile del 2022**.
- **Germania: crisi politica**. Nella serata di mercoledì 6, il Cancelliere socialdemocratico Olaf Scholz ha licenziato il Ministro delle Finanze, il presidente del Partito Liberaldemocratico (FDP) Christian Lindner, con il quale i rapporti erano diventati assai tesi. La decisione segna la fine della cosiddetta "maggioranza a semaforo" composta dai socialdemocratici dell'SPD, dai Verdi e dall'FDP, e di fatto pone l'esecutivo in minoranza nel Bundestag. Scholz ha annunciato che si sottoporrà a un voto di fiducia da parte dei deputati il prossimo 15 gennaio, e ha dichiarato di volersi avvicinare al leader dell'opposizione, il presidente della CDU Friedrich Merz, per "cooperare" sulla politica economica e sulla difesa. Lo scenario più probabile è che le prossime elezioni generali, inizialmente previste per il 28 settembre 2025, possano tenersi nei primi mesi del 2025, al massimo entro la fine di marzo. I sondaggi, ad oggi, danno per probabile una maggioranza di centro-destra guidata proprio dalla CDU.

■ La settimana prossima:

- L'indagine **ZEW**, che misura le aspettative a 6 mesi di analisti finanziari e investitori istituzionali sull'economia tedesca, potrebbe risentire della crisi politica interna nonché dei timori di guerra commerciale con gli USA: è possibile una flessione ad almeno 10 a novembre, da un precedente 13,1; viceversa, le valutazioni sulla situazione corrente potrebbero risultare lievemente meno negative, a -86 da -86,9 di ottobre.
- La **produzione industriale** nell'Eurozona, sulla base dei dati nazionali già pubblicati, dovrebbe mostrare una contrazione di -1,4% m/m dopo il progresso di 1,5% m/m registrato il mese precedente (l'output risulterebbe sostanzialmente stagnante nel 3° trimestre).

- La seconda lettura del **PIL** relativo al 3° trimestre in area euro dovrebbe confermare lo 0,4% t/t (0,9% a/a) della prima stima; l'**occupazione** potrebbe essere cresciuta di un modesto 0,1% t/t, in netta decelerazione rispetto allo 0,8% dei tre mesi precedenti.
- Le **stime finali sui prezzi al consumo di ottobre** non dovrebbero offrire sorprese (confermando la salita dall'1,7% al 2% nell'Eurozona) ma sarà necessario esaminare lo spaccato delle componenti per comprendere le ragioni dietro l'accelerazione dell'inflazione nei servizi in Germania, che ha rappresentato la principale sorpresa al rialzo emersa dalle letture preliminari.

La Commissione Europea dovrebbe pubblicare le **Previsioni Economiche d'Autunno** con il consueto aggiornamento delle proiezioni di finanza pubblica, che rappresenterà la base per la valutazione dei Piani Fiscali Strutturali di Medio Termine e dei Documenti Programmatici di Bilancio dei Paesi membri.

Calendario dei dati macroeconomici e degli eventi

Calendario dei dati macroeconomici (11-15 novembre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	
Mar	12/11	08:00	GER	CPI a/a finale		ott	prel 2.0	% 2.0
		08:00	GER	IPCA a/a finale		ott	prel 2.4	% 2.4
		08:00	GER	IPCA m/m finale	*	ott	prel 0.4	% 0.4
		08:00	GER	CPI m/m finale	*	ott	prel 0.4	% 0.4
		08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		set	4.0	% 4.1
		08:00	GB	Retribuzioni medie		set	3.8	% 3.9
		11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		nov	-86.9	-86.0
		11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	nov	13.1	12.5
Mer	13/11	07:30	FRA	Tasso di disoccupazione		T3	7.3	% 7.3
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	ott	0.3	% 0.3
		14:30	USA	CPI m/m	*	ott	0.2	% 0.2
		14:30	USA	CPI a/a		ott	2.4	%
		14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		ott	3.3	%
Gio	14/11	09:00	SPA	IPCA a/a finale		ott	prel 1.8	% 1.8
		09:30	OLA	PIL t/t prelim	*	T3	1.0	%
		09:30	OLA	PIL a/a prelim	*	T3	0.6	%
		11:00	EUR	PIL a/a 2a stima	*	T3	prel 0.9	% 0.9
		11:00	EUR	Occupazione t/t flash		T3	0.2	%
		11:00	EUR	PIL t/t 2a stima	**	T3	prel 0.4	% 0.4
		11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	set	1.8	% -1.2
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	1.892	Mln
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	221	x1000
		14:30	USA	PPI m/m		ott	0.0	% 0.2
		14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	ott	0.2	% 0.3
		Ven	15/11	00:50	GIA	PIL t/t, ann. prelim	*	T3
00:50	GIA			PIL t/t prelim	*	T3	0.7	% 0.2
03:00	CN			Vendite al dettaglio a/a	*	ott	3.2	% 3.8
03:00	CN			Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	ott	3.4	% 3.5
03:00	CN			Vendite al dettaglio cumulate a/a		ott	3.4	%
03:00	CN			Produzione industriale cumulata a/a		ott	5.8	%
03:00	CN			Produzione industriale a/a		ott	5.4	% 5.4
05:30	GIA			Produzione industriale m/m finale		set	prel 1.4	%
08:00	GB			PIL t/t 1a stima	*	T3	0.5	% 0.2
08:00	GB			Produzione industriale m/m	*	set	0.5	% 0.2
08:00	GB			Bilancia commerciale (totale - GBP)		set	-15.1	Mld £
08:00	GB			Bilancia commerciale (non UE - GBP)		set	-4.9	Mld £
08:45	FRA			IPCA m/m finale	*	ott	prel 0.3	% 0.3
08:45	FRA			IPCA a/a finale		ott	prel 1.5	% 1.5
08:45	FRA			CPI m/m Ex Tob	*	ott	-1.3	%
10:00	ITA			IPCA m/m finale	*	ott	prel 0.3	% 0.3
10:00	ITA			Prezzi al consumo a/a finale		ott	prel 0.9	%
10:00	ITA			IPCA a/a finale		ott	prel 1.0	% 1.0
10:00	ITA			Prezzi al consumo m/m finale	*	ott	prel 0.0	%
11:00	ITA			Bilancia commerciale (totale)		set	1.4	Mld €
11:00	ITA			Bilancia commerciale (UE)		set	-1.4	Mld €
14:30	USA			Indice Empire Manufacturing	*	nov	-11.9	
14:30	USA			Prezzi all'import m/m		ott	-0.4	%
14:30	USA			Vendite al dettaglio m/m	**	ott	0.4	%
14:30	USA			Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	ott	0.5	%
15:15	USA			Produzione industriale m/m		ott	-0.3	% -0.4
15:15	USA			Impiego capacità produttiva		ott	77.5	% 77.1
16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		set	0.3	%		

Note: ? prima data possibile; (**) molto importante; (*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Calendario degli eventi (9-15 novembre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Sab	9/11	14:45	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		16:25	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE), Villeroy (BCE), Escriva' (BCE) e Ueda (BoJ)
Lun	11/11	00:50	GIA	* BoJ: Summary of Opinions della riunione di ottobre
Mar	12/11	09:00	EUR	Discorso di Rehn (BCE)
		10:00	EUR	Discorso di Centeno (BCE)
		15:00	EUR	Discorso di Cipollone (BCE)
		16:00	USA	Discorso di Waller (Fed)
		16:15	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		23:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
		23:30	USA	Discorso di Barkin (Fed)
Mer	13/11	10:45	GB	Discorso di Mann (BoE)
		15:45	USA	Discorso di Logan (Fed)
		19:00	USA	Discorso di Musalem (Fed)
		19:30	USA	Discorso di Schmid (Fed)
Gio	14/11	13:30	EUR	* La BCE pubblica i verbali della riunione di ottobre
		15:15	USA	Discorso di Barkin (Fed)
		19:30	EUR	Discorso di Schnabel (BCE)
		21:00	USA	* Discorso di Powell (Fed)
		22:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
Ven	15/11	16:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)
			EUR	* Riunione Ecofin
			EUR	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Irlanda
			EUR	Fitch si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Irlanda
			EUR	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano del Portogallo
EUR	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano della Spagna			

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

Fonte: Research Department - Intesa Sanpaolo

Osservatorio macroeconomico

Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Ordinativi industriali m/m	set	-0.8 (-0.2)	%	-0.5	-0.5
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	set	-0.8	%		-0.7
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	set	0.4	%		0.5
Bilancia commerciale	set	-70.8 (-70.4)	Mld \$	-84.1	-84.4
Markit PMI Composito finale	ott	54.3			54.1
Markit PMI Servizi finale	ott	55.3			55.0
Indice ISM non manifatturiero composito	ott	54.9		53.8	56.0
Richieste di sussidio	settim	218 (216)	x1000	221	221
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	1.853 (1.862)	Mln	1.875	1.892
Costo unitario del lavoro t/t ann. prelim	T3	2.4 (0.4)	%	1.0	1.9
Produttività (ex agricol.) t/t ann. prelim	T3	2.1 (2.5)	%	2.3	2.2
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	nov	70.5		71.0	

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

Fonte: Refinitiv-Datastream

Prime valutazioni sulle implicazioni macroeconomiche delle elezioni americane. L'impatto delle elezioni americane sull'economia globale non sarà trascurabile: negli Stati Uniti, si prospettano anni di maggiore deficit pubblico, tensioni commerciali, deregolamentazione in campo energetico, tassi di interesse più elevati e maggiore volatilità. Però nel 2025 le conseguenze potrebbero essere meno rilevanti di quanto si immagina.

FOMC: taglio da 25pb come previsto, nessun impatto (per ora) dell'esito elettorale. La riunione del FOMC di novembre si è conclusa con la decisione unanime di ridurre il tasso sui fed funds di 25pb al 4,50-4,75%, come previsto. Rispondendo a domande sull'esito elettorale, Powell ha difeso l'indipendenza della Fed, rinviando al prossimo anno qualsiasi potenziale impatto dell'agenda Trump. Il tono è stato leggermente meno accomodante che a settembre, sulla scia di dati meno benigni sull'inflazione. Powell ha riconosciuto che la politica monetaria rimane restrittiva, ma ha anche sottolineato che non vi è fretta di raggiungere una posizione neutrale. Ciò è in linea con la nostra visione di un ritmo graduale di tagli futuri. Manteniamo la nostra aspettativa di un'altra riduzione da 25 punti base a dicembre.

Stati Uniti: employment report deludente, anche al netto dei fattori straordinari. Il rapporto sull'occupazione di ottobre ha sorpreso significativamente al ribasso, anche al netto dei circa 100 mila posti di lavoro potenzialmente persi a causa di uragani e scioperi. L'indagine sulle famiglie ha mostrato un ampio calo sia degli occupati che delle forze di lavoro, lasciando il tasso di disoccupazione invariato al 4,1%. Mentre l'employment report di settembre aveva messo in dubbio la possibilità che il FOMC tagliasse i tassi questo mese, i dati di ottobre appaiono più coerenti con il prosieguo del percorso di allentamento. Manteniamo la nostra idea di due tagli dei tassi da 25 pb sia questa settimana che il mese prossimo.

Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	PMI manifatturiero finale	ott	45.9		45.9	46.0	
EUR	PMI servizi finale	ott	51.2		51.2	51.6	
EUR	PMI composito finale	ott	49.7		49.7	50.0	
EUR	PPI a/a	set	-2.3	%	-3.5	-3.4	
EUR	Vendite al dettaglio m/m	set	1.1	{0.2}	%	0.4	0.5
FRA	PMI manifatturiero finale	ott	44.5		44.5	44.5	
FRA	Produzione industriale m/m	set	1.1	{1.4}	%	-0.6	-0.9
FRA	PMI servizi finale	ott	48.3		48.3	49.2	
FRA	Occupati non agricoli prelim	T3	0.0		%		-0.1
GER	PMI manifatturiero finale	ott	42.6		42.6	43.0	
GER	Ordini all'industria m/m	set	-5.4	{-5.8}	%	1.5	4.2
GER	PMI servizi finale	ott	51.4		51.4	51.6	
GER	Produzione industriale m/m	set	2.6	{2.9}	%	-1.0	-2.5
GER	Bilancia commerciale destag.	set	21.4	{22.5}	Mld €	20.9	17.0
ITA	PMI manifatturiero	ott	48.3		48.6	46.9	
ITA	PMI servizi	ott	50.5		50.5	52.4	
ITA	Produzione industriale m/m	set	0.0	{0.1}	%	-0.2	-0.4
ITA	Vendite al dettaglio a/a	set	0.9	{0.80}	%		0.7
SPA	Produzione industriale a/a	set	-0.1		%	0.2	0.6

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

Germania: deboli dati economici tra crisi politica e Incertezza internazionale. Torna a calare, di -2,5% m/m, la produzione industriale a settembre chiudendo il trimestre con una contrazione prossima al 2% t/t. La flessione mensile è in linea con le nostre attese e non ci sorprende dopo l'ampio rimbalzo di agosto. Anche indagini e ordinativi non mostrano ancora convincenti segnali di riaccelerazione in un orizzonte di breve termine. Oltre ai deboli dati economici lo scenario viene complicato dai rischi legati alla politica commerciale della prossima amministrazione statunitense e dall'accentuarsi della crisi politica domestica con possibili elezioni anticipate a marzo del 2025.

Italia: produzione industriale in calo a settembre. La produzione industriale italiana è tornata a calare a settembre dopo la stabilità di agosto. Su base annua, a soffrire sono soprattutto i beni di investimento e intermedi, e, a livello settoriale, i mezzi di trasporto e il tessile (tra i comparti più orientati all'export). L'industria, in Italia come altrove, non mostra segnali di ripartenza, e verosimilmente continuerà a frenare l'attività economica generale anche nei prossimi 3-6 mesi. Abbiamo recentemente rivisto al ribasso la stima sul PIL 2025, pur non includendo l'imposizione generalizzata di dazi sull'export verso gli USA.

Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	set	-1.9	%	-2.1	-1.1

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

Cina

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
PMI servizi - Caixin	ott	50.3			52.0
Riserve in valuta estera	ott	3.316	1000Mld \$	3.290	3.261
Esportazioni in USD a/a	ott	2.4	%	5.2	12.7
Importazioni in USD a/a	ott	0.3	%	-1.5	-2.3
Bilancia commerciale USD	ott	81.71	Mld \$	76.03	95.72
M2 a/a	ott	6.8	%	6.9	
Nuovi prestiti bancari (flusso)	ott	1590	Mld ¥ CN	700	
Finanza sociale aggregata (flusso)	ott	3760	Mld ¥ CN	1545	
CPI m/m	ott	0.0	%	-0.1	
CPI a/a	ott	0.4	%	0.4	
PPI a/a	ott	-2.8	%	-2.5	

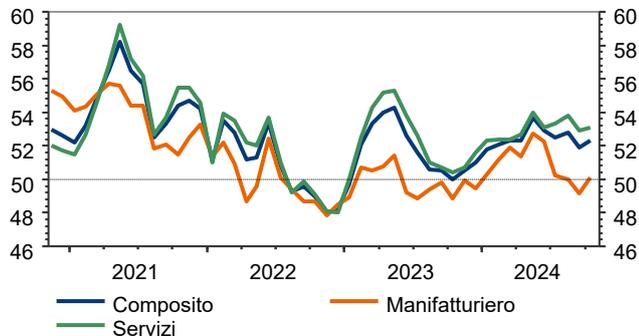
Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione
Fonte: Refinitiv-Datastream

Cina: PMI Caixin ottobre 2024. L'indice PMI dei servizi rilevato da Caixin è salito molto di più delle attese di consenso e di quello del NBS, portando la media delle due rilevazioni da 50,1 in settembre a 51,0 in ottobre, segnalando che il ritmo di espansione dell'attività nel settore dei servizi è aumentato rispetto ai minimi toccati nel 3° trimestre. Anche la media delle due rilevazioni per il settore manifatturiero è salita, da 49,6 in settembre a 50,2 in ottobre, prefigurando una marginale crescita dell'attività all'inizio del 4° trimestre dopo tre mesi di contrazione.

Cina: commercio estero ottobre 2024. La dinamica delle esportazioni (+12,7% a/a) è accelerata più delle attese in ottobre, supportata dal calo dei prezzi e dal cambio effettivo reale, che continuano ad aiutare la Cina ad acquisire quote commerciali. Le importazioni, al contrario, si sono contratte (-2,3% a/a). L'attesa introduzione di ulteriori dazi da parte degli Stati Uniti impatterà negativamente sulle esportazioni verosimilmente a partire dal 2° trimestre del 2025, ma potrebbe avere un effetto positivo nel breve termine spingendo gli operatori ad anticipare gli ordini. Le misure a sostegno del mercato immobiliare varate dalle Autorità cinesi tra settembre e ottobre, e quelle fiscali che dovrebbero essere annunciate domani, dovrebbero contribuire a supportare le importazioni, in particolare di metalli, nei prossimi trimestri.

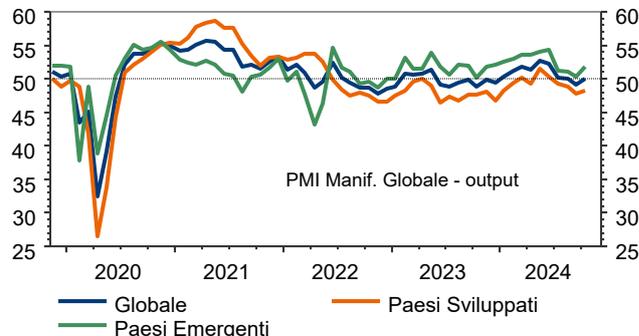
Ciclo Reale

PMI globale: manifatturiero e servizi



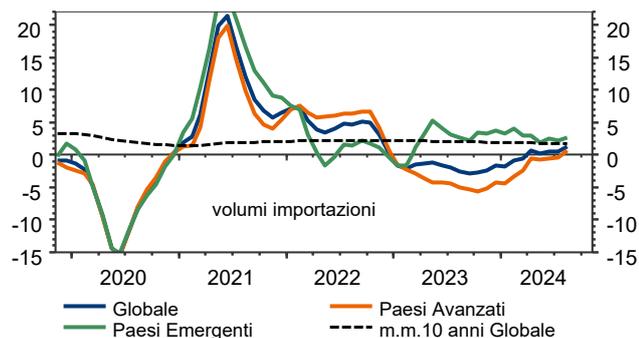
Fonte: S&P Global

PMI manifatturiero: Paesi avanzati ed emergenti



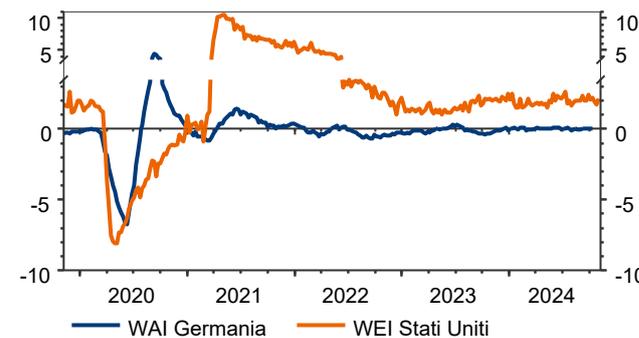
Fonte: S&P Global

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



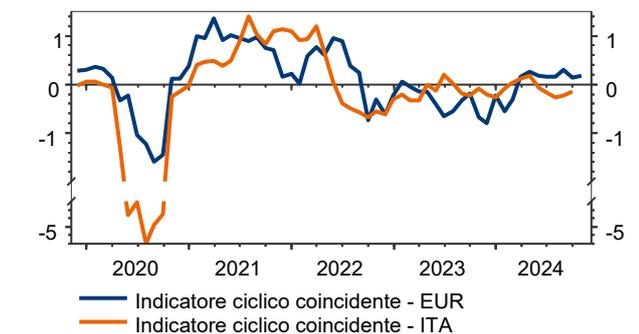
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

Indici settimanali di attività: Germania e Stati Uniti



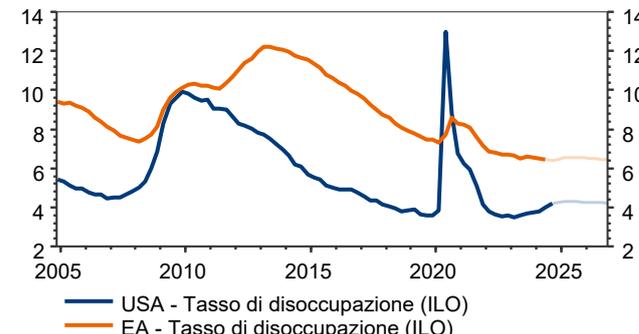
Fonte: Deutsche Bundesbank, NY Fed

Indici coincidenti di attività: Eurozona e Italia



Fonte: CEPR e Banca d'Italia

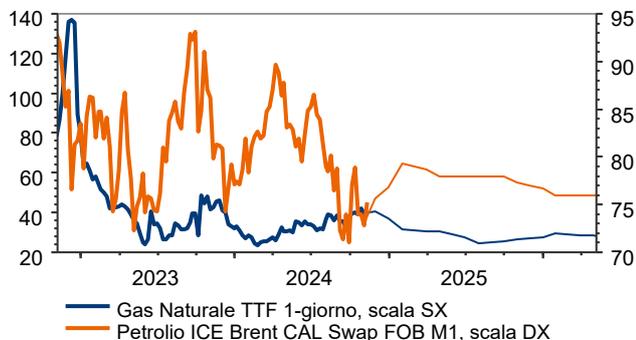
Tasso di disoccupazione (ILO)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Oxford Economics

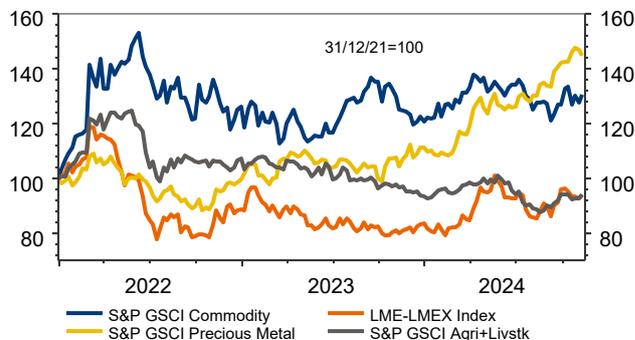
Inflazione

Andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale



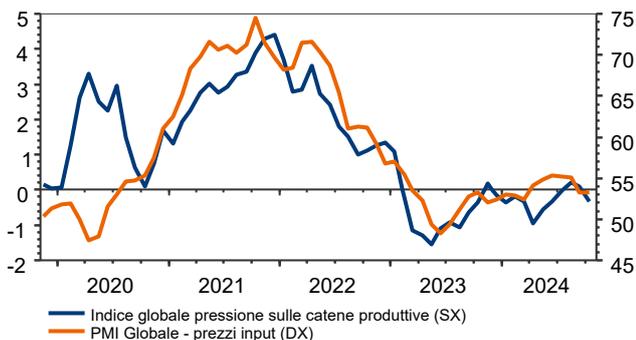
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Andamento dei prezzi delle materie prime



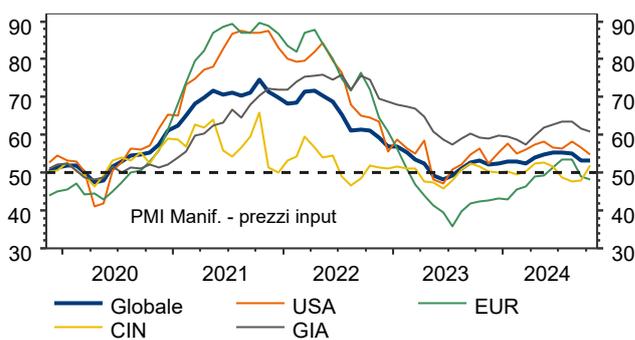
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P, LME, Refinitiv-Datastream

Livello di tensione nelle catene di approvvigionamento



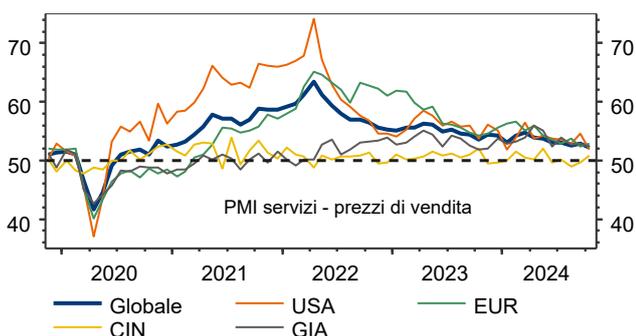
Fonte: NY Fed, S&P Global

Prezzi degli input produttivi, industria manifatturiera



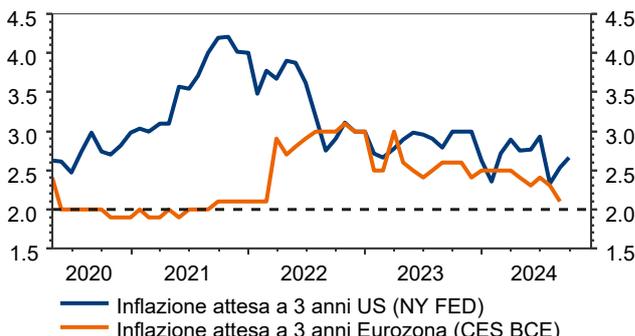
Fonte: S&P Global

Prezzi di vendita nei servizi



Fonte: S&P Global

Aspettative di inflazione dei consumatori



Fonte: NY Fed, BCE

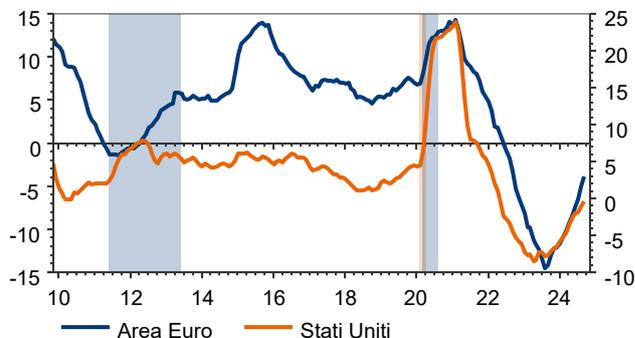
Condizioni Finanziarie

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



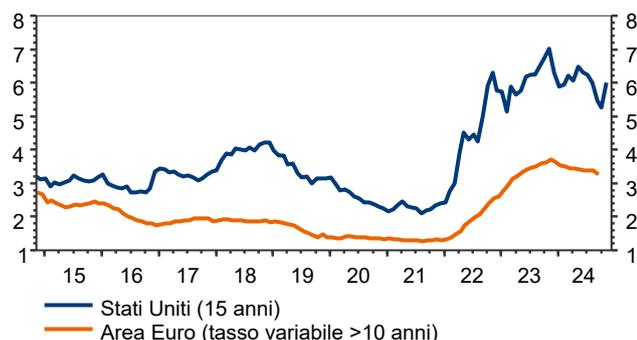
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, San Francisco Fed

M1 reale, variazione % a/a



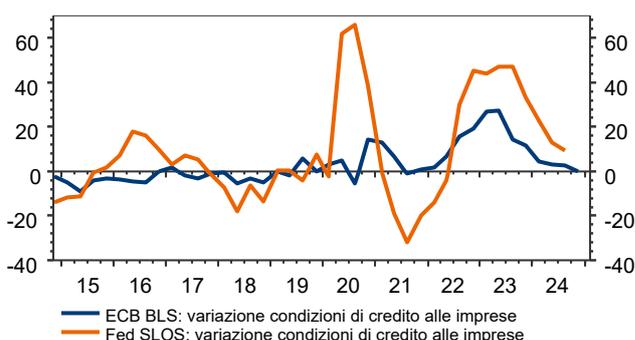
Nota: le aree ombreggiate indicano i periodi recessivi nelle rispettive aree.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat, BLS

Tassi sui mutui residenziali



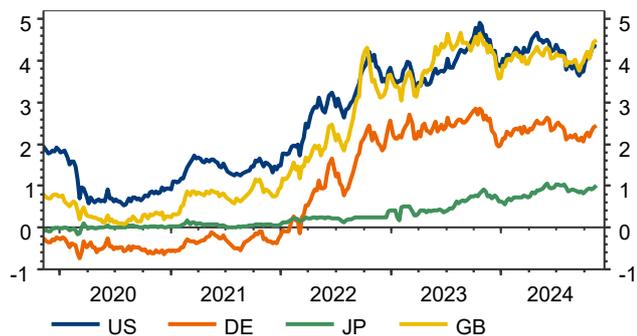
Fonte: Fed, BCE

Credito alle imprese: variazione delle condizioni creditizie



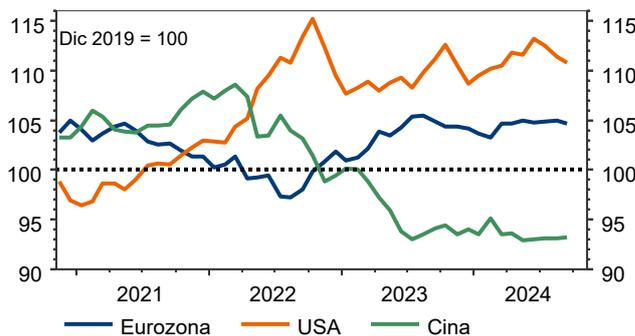
Fonte: Fed, BCE

Rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali (%)



Fonte: Refinitiv-Datastream

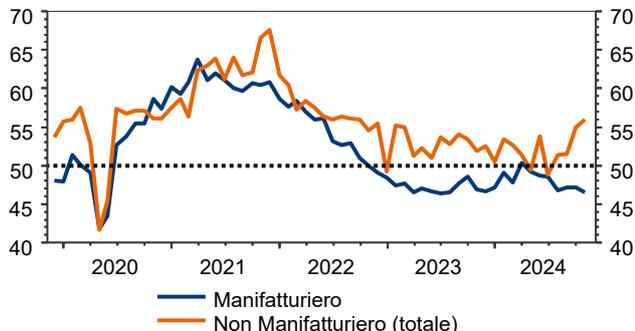
Cambi reali effettivi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

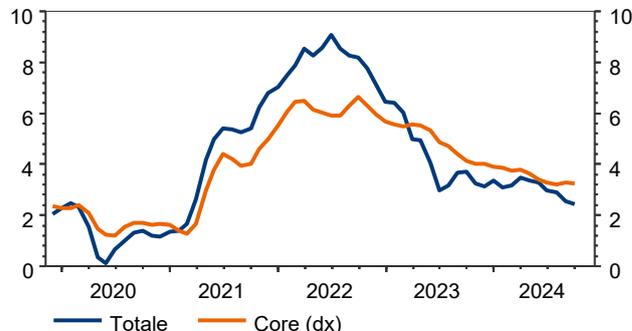
Stati Uniti

Indagini ISM



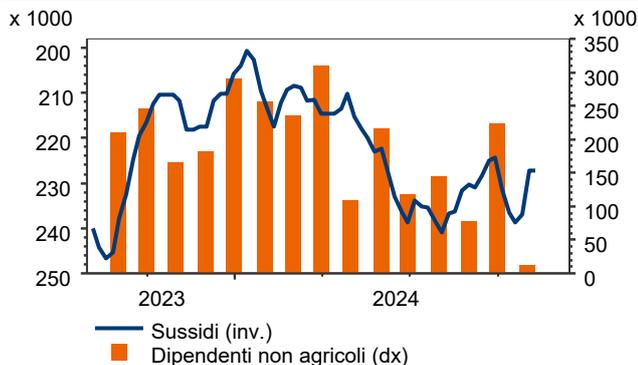
Fonte: ISM

CPI – Var. % a/a



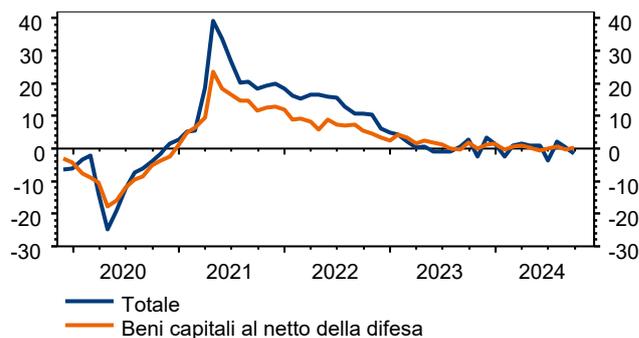
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

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

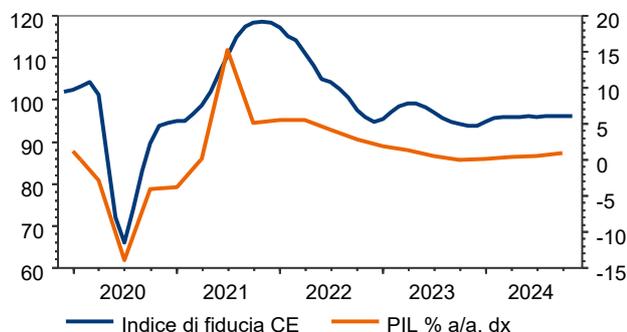
Previsioni

	2023	2024	2025	2023	2024	2025					
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.9	2.7	1.8	3.2	2.9	3.0	2.7	2.2	2.1	1.9	1.6
- trim./trim. annualizzato				3.2	1.6	3.0	2.8	1.5	1.3	1.8	1.8
Consumi privati	2.5	2.6	1.7	3.5	1.9	2.8	3.7	1.7	1.2	1.3	1.1
IFL - privati non residenziali	6.0	4.1	5.7	3.8	4.5	3.9	3.3	5.8	6.0	6.7	5.8
IFL - privati residenziali	-8.3	3.8	0.6	2.5	13.7	-2.8	-5.1	1.0	2.4	1.9	1.9
Consumi e inv. pubblici	3.9	3.3	1.8	3.6	1.8	3.1	5.0	1.6	1.0	1.3	1.3
Esportazioni	2.8	3.4	4.4	6.2	1.9	1.0	8.9	3.1	3.5	4.2	5.0
Importazioni	-1.2	5.9	7.5	4.2	6.1	7.6	11.2	7.0	7.9	6.9	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.4	0.1	0.2	-0.4	-0.5	0.9	-0.2	0.0	0.2	0.3	0.3
Partite correnti (% PIL)	-3.3	-3.6	-3.7								
Deficit pubblico (% PIL)	-7.8	-7.3	-7.1								
Debito pubblico (% PIL)	137.3	137.8	138.7								
CPI (a/a)	4.1	2.9	2.2	3.2	3.2	3.2	2.6	2.6	2.3	2.0	2.3
Produzione industriale	0.2	-0.1	1.9	-0.4	-0.4	0.6	-0.2	0.6	0.6	0.5	0.5
Disoccupazione (%)	3.6	4.1	4.4	3.7	3.8	4.0	4.2	4.4	4.5	4.5	4.4

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

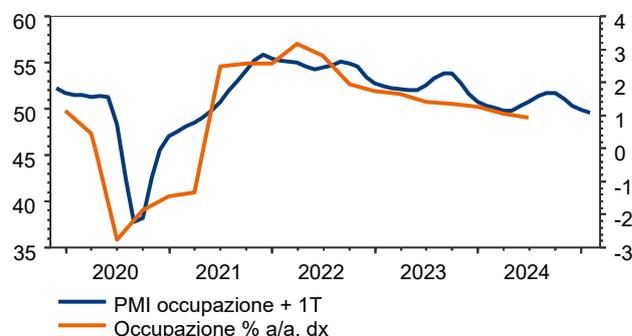
Area euro

PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Occupazione



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

Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex	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	126.6	123.3	120.2	126.1	1.7	2.7	2.7	1.6
ott-24	127.0	123.6	120.5	126.5	2.0	2.7	2.7	1.9
nov-24	126.8	123.2	119.0	126.2	2.4	2.8	2.1	2.3
dic-24	127.4	123.8	119.3	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 BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA BCE	Core ex AEAT	Core ex	IPCA ex tob
gen-25	126.2	122.5	118.7	125.7	2.1	2.6	2.3	2.0
feb-25	126.5	122.8	119.5	126.0	1.7	2.2	2.3	1.7
mar-25	127.5	124.0	120.2	127.0	1.8	2.2	1.8	1.7
apr-25	128.6	125.3	121.4	128.1	2.0	2.6	2.1	2.0
mag-25	128.8	125.5	122.3	128.4	2.0	2.4	2.4	2.0
giu-25	129.0	125.7	122.1	128.5	1.9	2.2	1.9	1.9
lug-25	128.8	125.4	121.9	128.2	1.7	2.1	1.9	1.8
ago-25	128.8	125.4	121.9	128.3	1.6	1.7	1.5	1.6
set-25	129.1	125.8	122.2	128.6	2.0	2.0	1.7	2.0
ott-25	129.4	126.0	122.2	128.9	1.9	1.9	1.4	1.9
nov-25	129.1	125.7	121.6	128.6	1.9	2.0	2.2	1.9
dic-25	129.7	126.3	121.9	129.0	1.8	2.0	2.1	1.7
Media	128.5	125.0	121.3	127.9	1.9	2.1	2.0	1.9

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	T1	T2	T3
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.8	1.0	0.1	0.5	0.6	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0
- t/t				0.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi privati	0.7	0.8	1.2	0.0	0.3	0.1	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Investimenti fissi	1.8	-2.3	0.7	1.4	-2.2	-2.5	1.6	0.0	0.0	0.3	0.4	0.0	0.3	0.4
Consumi pubblici	1.6	2.1	1.0	0.6	0.2	0.9	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	-0.5	1.6	2.1	0.3	0.9	1.5	-0.1	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
Importazioni	-1.1	-0.6	2.0	0.1	-0.7	0.8	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.9	-0.7	-0.2	-0.4	-0.2	0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	1.5	2.5	2.1											
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.2	-2.7											
Debito pubblico (% PIL)	87.5	88.9	89.1											
Prezzi al consumo (a/a)	5.4	2.4	1.9	2.7	2.6	2.5	2.2	2.3	1.9	2.0	1.8	1.9	2.0	1.8
Produzione industriale (a/a)	-2.2	-2.7	1.5	-3.9	-4.7	-3.6	-1.1	-1.2	0.3	1.2	1.9	0.3	1.2	1.9
Disoccupazione (%)	6.6	6.4	6.4	6.5	6.5	6.4	6.3	6.4	6.5	6.5	6.4	6.5	6.5	6.4
Euribor 3 mesi	3.43	3.57	2.18	3.96	3.92	3.81	3.56	3.00	2.48	2.12	2.06	2.48	2.12	2.06

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

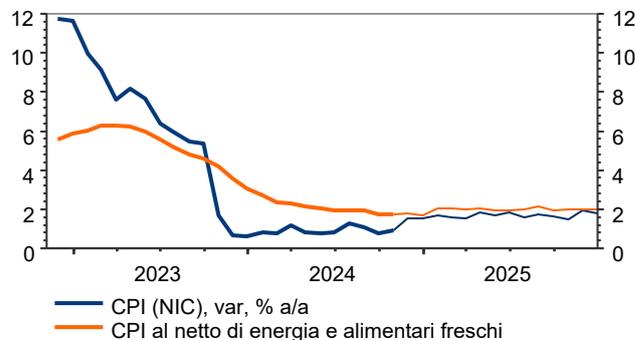
Italia

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	123.0	121.2	120.0	120.0	0.7	0.7	0.7	0.6
ott-24	123.4	121.2	119.9	119.9	1.0	0.9	0.7	0.6
nov-24	123.5	121.3	120.1	120.1	1.6	1.5	1.3	1.2
dic-24	123.7	121.6	120.4	120.4	1.6	1.5	1.3	1.3
Media	122.3	120.8	119.7	119.7	1.1	1.0	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	122.5	122.1	121.4	121.4	1.8	1.7	1.8	1.8
feb-25	122.4	122.1	121.4	121.3	1.7	1.6	1.8	1.7
mar-25	123.8	122.1	120.8	121.2	1.6	1.6	1.3	1.5
apr-25	124.7	122.5	121.1	121.5	1.9	1.8	1.5	1.8
mag-25	124.9	122.7	121.1	121.5	1.8	1.7	1.3	1.7
giu-25	125.3	122.9	121.4	121.8	1.9	1.9	1.6	1.9
lug-25	123.8	123.1	121.6	121.5	1.7	1.6	1.3	1.3
ago-25	123.8	123.5	122.0	121.9	1.8	1.8	1.6	1.5
set-25	125.1	123.2	121.7	121.6	1.7	1.6	1.4	1.3
ott-25	125.3	123.0	121.5	121.4	1.6	1.5	1.3	1.3
nov-25	125.9	123.7	122.2	122.1	2.0	1.9	1.7	1.7
dic-25	126.0	123.7	122.3	122.2	1.9	1.8	1.6	1.5
Media	124.5	122.9	121.5	121.6	1.8	1.7	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	0.5	1.0	0.3	0.3	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8	1.2	0.7	0.8	1.2	
- t/t				0.0	0.3	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	
Consumi privati	1.0	0.1	1.3	-1.7	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	
Investimenti fissi	8.7	1.1	0.6	1.4	-0.5	-0.1	0.1	-0.3	0.2	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0	
Consumi pubblici	1.9	0.5	0.4	0.1	-0.7	1.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	
Esportazioni	1.1	-0.7	1.0	1.4	-0.6	-1.2	-1.0	0.4	0.6	0.6	0.6	0.4	0.6	0.6	
Importazioni	0.0	-4.2	1.1	-1.3	-2.3	0.2	0.3	-0.4	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5	0.6	
Var. scorte (contrib., % PIL)	-2.3	-0.9	0.1	-0.2	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	
Partite correnti (% PIL)	0.5	1.4	1.1												
Deficit pubblico (% PIL)	-7.2	-3.8	-3.4												
Debito pubblico (% PIL)	134.8	136.2	137.9												
Prezzi al consumo (IPCA, a/a)	5.9	1.1	1.8	1.0	1.0	0.9	1.2	1.4	1.7	1.9	1.7	1.4	1.7	1.9	
Produzione industriale (a/a)	-2.1	-3.3	0.0	-1.6	-3.5	-3.0	-3.5	-3.2	-1.9	-0.6	0.9	-3.2	-1.9	-0.6	
Disoccupazione (ILO, %)	7.7	6.5	6.6	7.4	7.1	6.7	6.2	6.2	6.4	6.6	6.7	6.2	6.4	6.6	
Tasso a 10 anni (%)	4.15	3.66	3.60	4.19	3.74	3.86	3.61	3.45	3.50	3.51	3.54	3.45	3.50	3.51	

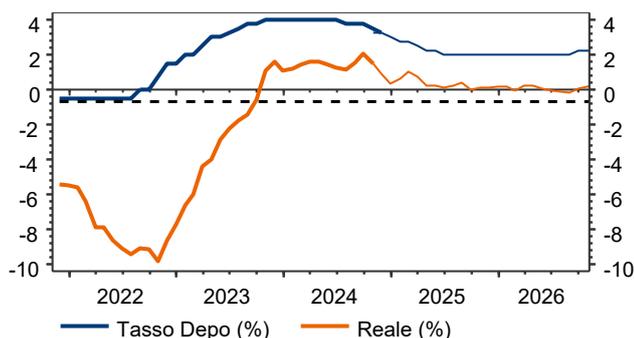
Nota: variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: Refinitiv-Datastream, Intesa Sanpaolo

Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

Eurozona

	mar	giu	set	7/11	dic	mar	giu	set
Deposit rate	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	2.50	2.00	2.00
Euribor 1m	3.86	3.63	3.35	3.09	2.92	2.39	2.00	2.03
Euribor 3m	3.89	3.71	3.28	3.03	2.86	2.32	2.05	2.09

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

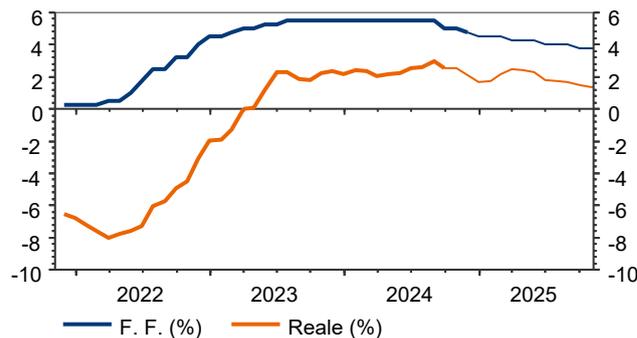


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

	mar	giu	set	7/11	dic	mar	giu	set
Fed Funds	5.50	5.50	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75
OIS 3m	5.32	5.32	4.59	4.48	4.16	3.92	3.76	3.63

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

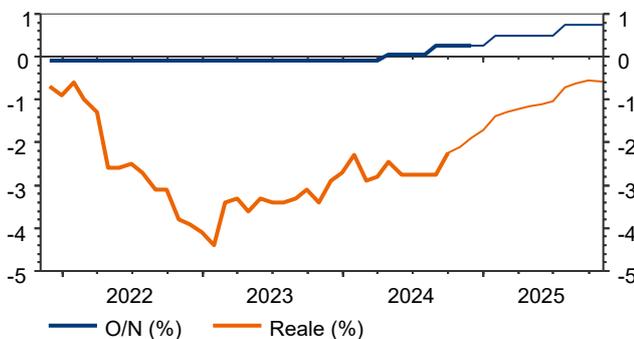


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Giappone

	mar	giu	set	7/11	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	0.31	0.40	0.55	0.65	0.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

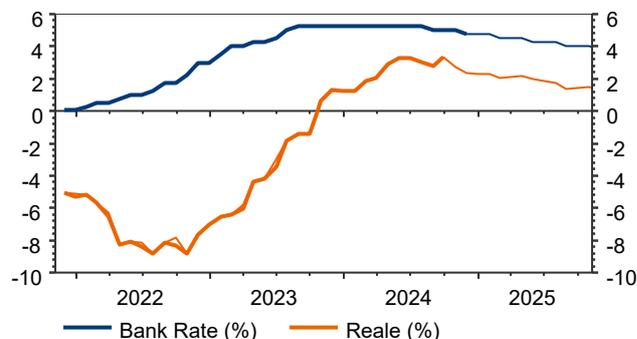


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Regno Unito

	mar	giu	set	7/11	dic	mar	giu	set
Bank rate	5.25	5.25	5.00	4.75	4.75	4.50	4.25	4.00
OIS 3m	5.18	5.13	4.82	4.69	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	8/11	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.00	1.07	1.07	1.09	1.10	1.0791	1.07	1.05	1.07	1.06	1.08
USD/JPY	145	151	156	147	148	152.30	157	153	150	148	140
GBP/USD	1.16	1.23	1.25	1.27	1.31	1.2970	1.29	1.28	1.30	1.31	1.34
EUR/CHF	0.99	0.96	0.98	0.94	0.94	0.9394	0.94	0.95	0.96	0.98	1.00
EUR/JPY	146	161	167	160	162	164.36	168	161	161	157	151
EUR/GBP	0.87	0.87	0.86	0.86	0.84	0.8319	0.83	0.82	0.82	0.81	0.80

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com